

POSITION

Themen und Denkanstöße für Investoren

EINER

GEGEN

ALLE

USA

EUROPA

CHINA

Mehr Schulden

Mehr Mut

Mehr Markt





Donald Trump und die Zölle. Vermutlich wird es die Geschichte seiner zweiten Amtszeit als US-Präsident werden. Mit großem Tamtam hat Trump im Garten des Weißen Hauses sein globales Zollregime präsentiert, als Reaktion auf den – aus seiner Sicht – seit Jahrzehnten währenden „Betrug“ an den Amerikanern. Um dann kurze Zeit später, nachdem die Anleihe- und Aktienmärkte deutliche Warnsignale ausgesendet hatten, wieder zurückzurudern.

Man werde sich die Zeit nehmen, zu verhandeln, sagte Trump. Und überhaupt stünde sein Telefon nicht mehr still. Die Anrufer, Staatslenker aus aller Herren Länder, würden ihn anflehen, „Deals zu schließen“ und ihm, dem US-Präsidenten, überdies den Allerwertesten küssen. China tut das nicht. Man werde diesen Kampf bis zum Ende ausfechten, ließ Peking verlauten, nachdem Trump den Ton gegenüber der Volksrepublik abermals verschärft hatte.

Für die Weltwirtschaft und die Globalisierung sind das keine guten Nachrichten ... Was immer auch die Ergebnisse von Trumps erratischer Außen- und Wirtschaftspolitik letztlich sein mögen, eines zumindest lässt sich – Stand heute – konstatieren: Vertrauen und Verlässlichkeit werden in diesen Tagen beschädigt.

Flossbach von Storch POSITION 2/2025

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

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

www.flossbachvonstorch.com



AUF EIN WORT

Deutschland investiert massiv in das Militär und seine Infrastruktur – auf Pump. Ich habe gewiss nichts gegen Investitionen, ganz im Gegenteil. Sie sind dringender nötig denn je.

Wer sich die Bundeswehr, unsere Brücken, Straßen und Schulen anschaut, der wird alsbald zu einem vernichtenden Urteil kommen. Von der digitalen Infrastruktur ganz zu schweigen. Deutschland wirkt im Vergleich zu anderen Industriestaaten, insbesondere den asiatischen, geradezu verwaorlost.

Was mich stört an der Debatte, ist der natürliche Reflex der Regierenden, zuallererst Schulden machen zu wollen; was bürden wir unseren Kindern und Enkelkindern eigentlich noch alles auf?

Warum wird zeitgleich nicht (mindestens) genauso intensiv über Einsparpotenziale diskutiert? Über untaugliche Subventionen und vermeintliche soziale Wohltaten, kurzum: über die Kosten jahrzehntelanger Klientelpolitik. Wie modern wären unsere Straßen und das Militär wohl, wenn wir sie in Schuss gehalten hätten, statt immer und überall Geschenke zu verteilen und den Sozialstaat aufzublähen?

Seien wir ehrlich: Auch wenn der Schuldenplan der künftigen Regierung wie ein gewaltiges Konjunkturprogramm daherkommt. Um die Sicherheit und Wettbewerbsfähigkeit Europas wiederherzustellen, braucht es weit mehr an Investitionen! Und deshalb braucht es eine konstruktive Debatte, was der Staat in Zukunft leisten muss – und kann.

Es braucht vor allem die Einsicht, dass wir alles, was ausgegeben wird, zunächst erwirtschaften müssen. Eines ist jedenfalls gewiss: Wir werden nicht um schmerzhafteste Strukturereformen herumkommen.

Und auch wenn es viele Europäer, insbesondere die Deutschen, nicht hören wollen: Wir werden künftig wieder mehr und härter arbeiten müssen für unseren Wohlstand und unsere Sicherheit – nicht weniger.

Wir wünschen Ihnen eine interessante Lektüre!

Kurt von Storch
Gründer und Eigentümer der Flossbach von Storch SE

WELTBILD

- Titel
- 6 **Einer gegen alle**
- 14 Trumps Zollwut
- US-Dollar
- 18 **Der größte Schuldner der Welt**
- Europa
- 24 **Mehr Mut**
- Kolumne
- 30 **Mail aus Shanghai**



Europa

Mehr Mut

Europa droht zwischen China und den USA aufgerieben zu werden. Was dagegen helfen würde.

24

ANLAGESTRATEGIE

- Deutschland
- 32 **Kommt die Bürokratiewende?**
- Interview
- 38 **„Mein Mantra für schwierige Zeiten“**
- Anleihen
- 46 **Flucht in Sicherheit**
- 48 Wenn die Amplitude ausschlägt
- 51 Sturmwarnung im sicheren Hafen
- Börsensignale
- 54 **Von Glaskugeln und Todeskreuzen**
- China
- 58 **Zeichen für einen Paradigmenwechsel**
- Die Welt in Charts
- 64 **Gold – Die unpolitischste aller Anlageklassen**



Interview

„Mantra für schwierige Zeiten“

Kurt von Storch und Tobias Schafföner über turbulente Börsen.

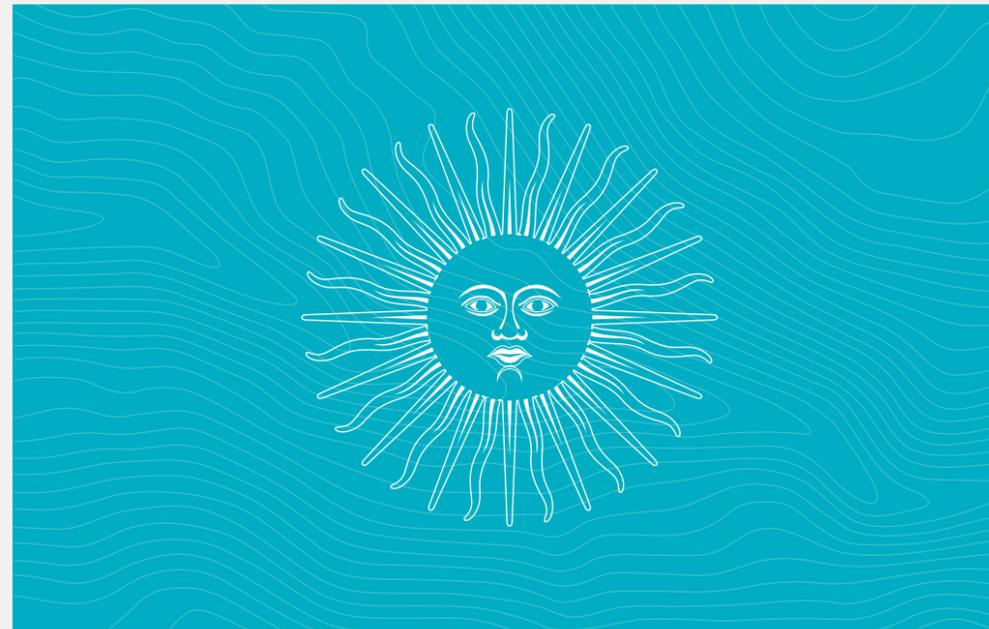
38

DOSSIER

- Aus dem Research Institute
- 67 **Die Altersvorsorge – Eine Krankengeschichte in fünf Akten**
- 75 **Argentinien – Afuera!**

KONTEXT

- Instagram
- 83 **Was Deutschen die Angst vor der Rentenlücke nimmt**
- Statistik
- 84 **Zahlen lügen nicht, oder?**
- Finanzielle Bildung
- 92 **Ökonomische Bildung – Warum sie unsere Demokratie stärkt**
- Psychologie
- 96 **Warum das Gehirn gegen Rendite kämpft**
- 98 Glossar



Dossier

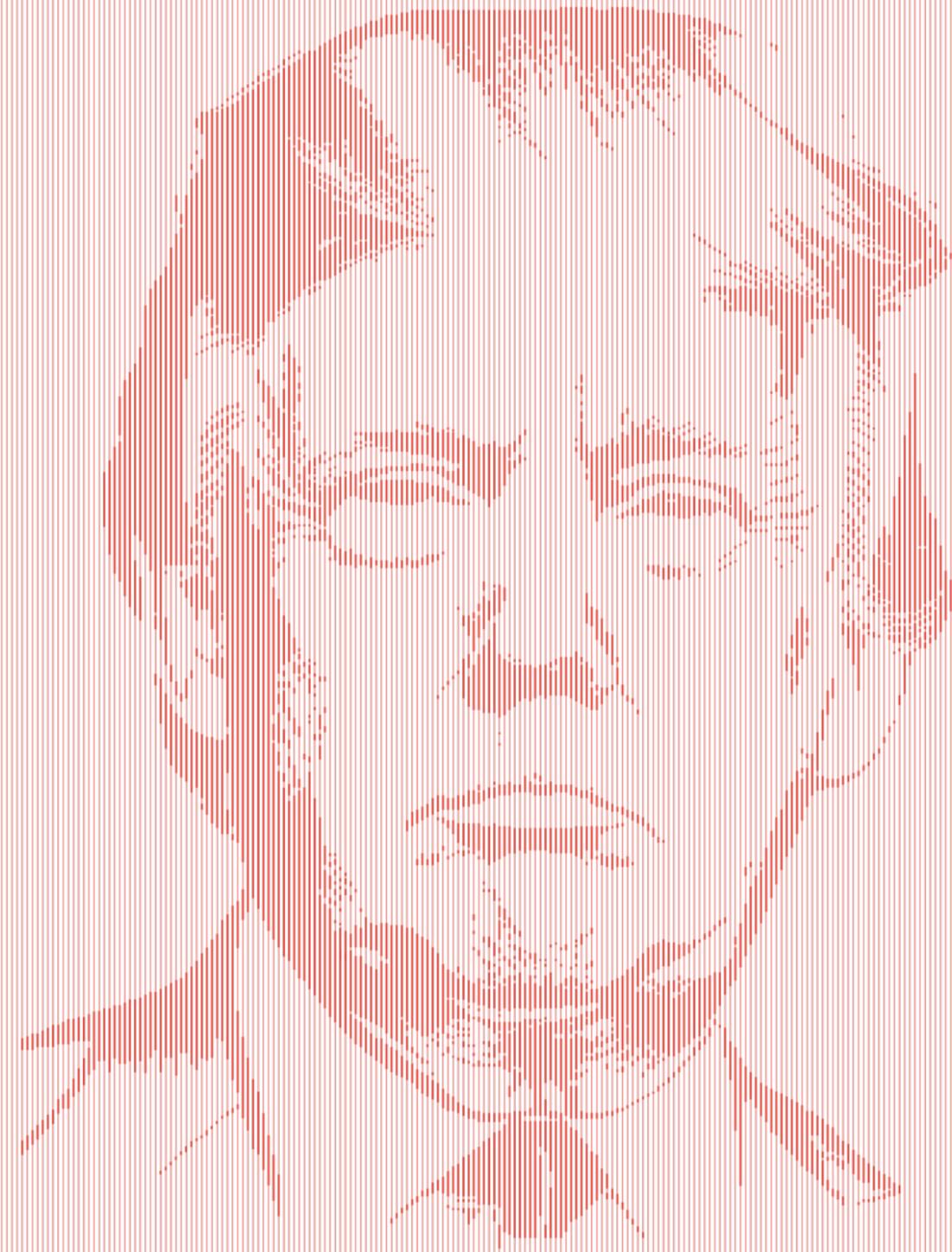
Afuera!

Wie Javier Milei Argentinien mit der Kettensäge reformiert.

75



Flossbach von Storch
POSITION
2/2025



von Bert Flossbach

EINER GEGEN ALLE





Donald Trump überzieht die Welt mit Handelszöllen. Wo soll das enden?

Es war ein Moment für die Geschichtsbücher: Am 2. April, einem Mittwoch, trat Donald Trump im Rosengarten des Weißen Hauses vor die Presse – und damit die gesamte Welt. Der US-Präsident verkündete Details zu seiner neuen Zollpolitik. Nach halbstündiger Klage über die unfaire Behandlung der USA (durch alle anderen) und das übliche Selbstlob hielt er eine Tafel mit der Überschrift „Reciprocal Tariffs“ hoch. Darauf standen Zölle, die einzelne Länder angeblich auf Produkte aus den USA erheben würden – und diese schienen unglaublich hoch.

Daneben waren auf der Tafel die zukünftig geltenden reziproken Zölle der USA abgetragen. Trump bezeichnete sie als „mild reziprok“, weil sie zumeist nur halb so hoch seien. So hätte die EU angeblich 39 Prozent auf US-Waren erhoben, die scheinbar mildtätig von den USA mit zwanzig Prozent beantwortet werden sollten. Tatsächlich erhob die EU im Jahr 2024 nur 1,7 Prozent an Zöllen auf Warenimporte aus den USA (handelsgewichteter Durchschnitt).

Aber wie kam Trump dann auf seine skurril hohen Zahlen? Sie sind im wahrsten Sinne des Wortes „fake“.

Die Berechnungslogik hinter den reziproken Zöllen ist völlig absurd und hat mit der Realität nichts zu tun. Sie basiert auf dem Handelsdefizit gegenüber einem anderen Land und setzt dies ins Verhältnis zu den gesamten Warenimporten. Die Auswirkungen für einzelne Länder wären vernichtend.

IMPORTE SCHLECHT, EXPORTE GUT ...

Beispiel Vietnam: Das Land verkaufte 2024 Waren im Gegenwert von 136 Milliarden US-Dollar an die USA. Im Gegenzug wurden Waren im Wert von 13 Milliarden US-Dollar aus den Vereinigten Staaten importiert. Das heißt, das US-Defizit im Warenhandel betrug 123 Milliarden US-Dollar. Dieses Defizit haben die Trump-Leute dann ins Verhältnis zu den Warenimporten in die USA in Höhe von 136 Milliarden US-Dollar gesetzt. Daraus errechnet sich ein reziproker Zollsatz von 90,4 Prozent (123/136). Die Hälfte davon ergibt den „mild reziproken“ Zollsatz von 46 Prozent. Tatsächlich hat Vietnam auf die US-Warenimporte zuletzt nur einen handelsgewichteten Zollsatz von 2,9 Prozent

erhoben (nach Angaben der Welthandelsorganisation). Umgekehrt belegten die USA Warenimporte aus Vietnam mit einem handelsgewichteten Zollsatz von 3,2 Prozent. Nicht nur Ökonomen dürften sich bei dieser absurden Berechnung die Haare raufen.

Trumps Zollideologie basiert auf der Ansicht, dass Importe generell schlecht und Exporte gut sind. Ein Handelsbilanzdefizit, wie es die USA seit Jahrzehnten aufweisen, zeige demnach, dass die USA von ihren Handelspartnern über den Tisch gezogen würden. Trump sieht das Ganze als Negativsummenspiel. Die erhoffte Reindustrialisierung der USA und Millionen neuer Jobs werden mit einer auslandsfeindlichen, revanchistischen Wirtschaftspolitik aber nicht gelingen.

Zudem können die USA all die importierten Güter gar nicht selbst herstellen, weil es dazu an Kapazitäten, Personal und manchmal auch an Know-how fehlt. Und wenn sie es versuchen würden, wären die Produkte für viele Amerikaner nicht mehr erschwinglich. Dauerhaft implementiert würden die reziproken Zölle den Handel mit den USA weitgehend zum Erliegen bringen und zu einer Weltwirtschaftskrise führen.

Ein Blick in die US-Zollhistorie verdeutlicht das Ausmaß der angekündigten Zollerhöhungen, wenn sie denn tatsächlich so gekommen wären, wie am 2. April angekündigt (vgl. Grafik 1). Mit schätzungsweise 30 Prozent hätten sie weit höher gelegen als in der Weltwirtschaftskrise Anfang der 1930er-Jahre. Deshalb ist zu hoffen, dass die Ankündigung von Zöllen in derartiger Höhe eine absolute Ausnahmereischeinung bleibt, ein einmaliger Eintrag in die Geschichtsbücher.

CHAOS IM ZOLLHAFEN

Ganz so schlimm wie anfangs befürchtet ist es aus Sicht zahlreicher Länder zunächst auch nicht gekommen. Denn nur rund eine Woche, nachdem Trumps Zolltafel die Aktienkurse weltweit auf Talfahrt schickte, ruderte er bereits zurück, zumindest vorerst. Für eine Vielzahl verhandlungswilliger Länder verkündete er eine 90-tägige „Zollpause“, darunter die Europäische Union (EU). In dieser Phase soll ein universeller Zollsatz von nur zehn Prozent gelten.

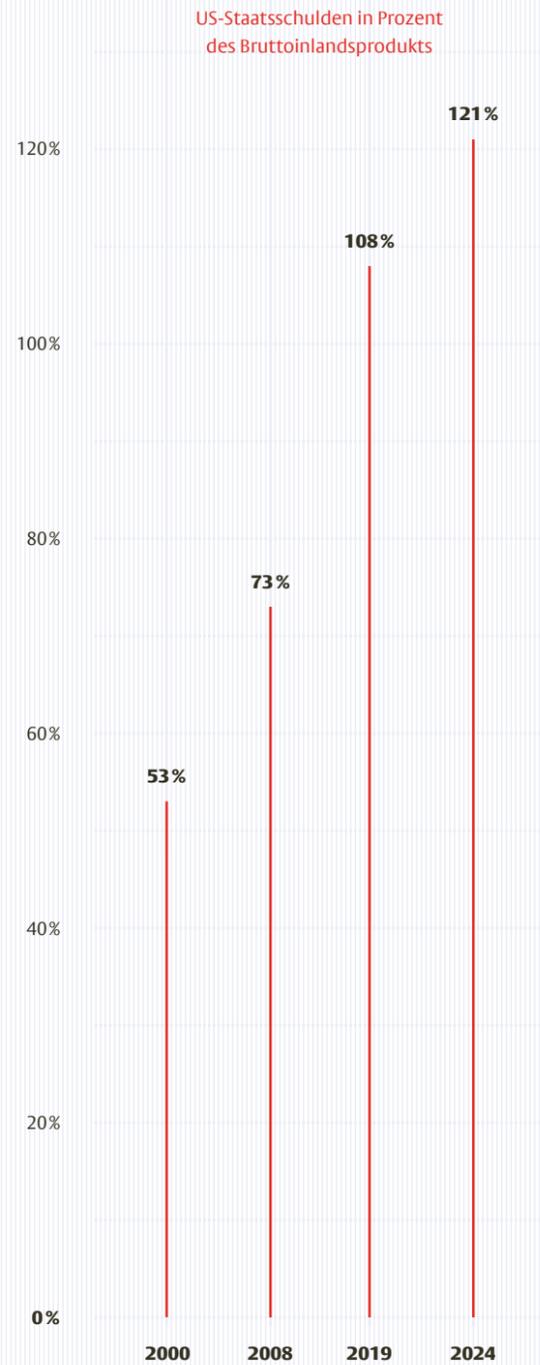


Grafik 1
Wahnsinn aus Washington
USA erheben Zölle in nie dagewesener Höhe

* 2025: Durchschnittlicher Zollsatz nach Anwendung der am 2. April 2025 verkündeten „reziproken Zollsätze“. Betrachtet wurden (acht der) zehn Handelspartner, die im Jahr 2024 den größten Handelsbilanzüberschuss gegenüber den USA auswiesen, wobei Kanada und Mexiko ausgeklammert wurden.

Quelle: Macrobond, Tax Foundation, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2025





Doch Ausnahmen bestätigen die Regel. Während beispielsweise die EU keine Konfrontation mit der weltgrößten Volkswirtschaft suchte, ließ die chinesische Antwort nicht lange auf sich warten. Zwischen den beiden Großmächten trat eine unvergleichliche Zollspirale in Gang. Am Ende wurden auf beiden Seiten Zollsätze von mehr als 100 Prozent aufgerufen. Auch Exportkontrollen für seltene Erden wurden eingeführt. Wo das hinführen kann, möchte man sich nicht ausmalen. Glücklicherweise signalisierte die US-Seite kurze Zeit später Gesprächsbereitschaft.

Tägliche Wendungen im Handelskonflikt schüren zuweilen Unsicherheit. In den Zollhäfen der USA führt dies zu Chaos, weil niemand Genaues weiß. Die Planbarkeit für Käufer und Verkäufer, für Unternehmen und Konsumenten leidet. Je länger ein solcher Zustand andauert, desto größer sind die resultierenden Wirtschaftsschäden.

In diesem Zusammenhang sind die von der EU bislang angekündigten, möglichen Gegenzölle auf Importe von Bourbon-Whiskey, Motorrädern, Stahl und Aluminium weder geeignet, die Taschen der EU zu füllen, noch Trump zu beeindrucken. Ein genialer Schachzug wäre es daher, alle Importzölle auf US-Waren komplett zu streichen. Das wäre für Trump ein optischer Erfolg, der für die EU aufgrund der geringen Zolleinnahmen auf US-Waren von rund sechs Milliarden Euro leicht zu verschmerzen wäre. Trumps Klage wäre damit der Boden entzogen. Wir haben EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen dazu kontaktiert (siehe Seite 13).

DIE GEFAHR LAUERT IM INNEREN

Trump's Zollkrieg ist ein Beispiel für den Missbrauch der ökonomischen, militärischen und finanziellen Ausnahmestellung der USA für seine persönlichen Ziele. Jeder Regierungschef eines anderen Landes würde ausgelacht, wenn er ähnlich rabiat agierte. Die USA aber verfügen über billige Energie, die Weltleitwährung US-Dollar und sind von zwei großen Ozeanen umgeben, die es von außen praktisch unangreifbar machen.

Schwächen können sich die USA nur von innen, etwa durch die Aushöhlung des Rechtsstaats. Genau das droht durch

Grafik 2
Auf Rekordniveau
Nie zuvor waren die USA so hoch verschuldet

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2025

Trump's Versuch, seine Kompetenzen gegenüber anderen Staatsgewalten auszuweiten. Das ist zwar nichts Neues in der US-Geschichte, wurde aber stets durch das System von „Checks and Balances“ begrenzt. So sah sich Richard Nixon 1974 nach der Watergate-Affäre zum Rücktritt gezwungen, um einem Amtsenthebungsverfahren zuvorzukommen.

Trump's Ausgangslage ist aber eine andere. Der mehrheitlich konservative US-Supreme-Court hat dem Präsidenten weitgehende strafrechtliche Immunität für Amtshandlungen gewährt. Bei den Republikanern im Kongress dominieren die Trump-Loyalisten; republikanische Widerständler werden eingeschüchert. Die orientierungslose demokratische Opposition hat dem bislang nichts entgegenzusetzen.

Trump missachtet richterliche Beschlüsse und untergräbt damit die Gewaltenteilung. Er höhlt die Demokratie von innen aus und wird dabei von Technologie-Oligarchen wie Elon Musk nach Kräften unterstützt. Es fühlt sich an wie ein postdemokratischer Umsturz von oben, den man in Recep Tayyip Erdogans Türkei für möglich halten würde, nicht aber in den USA, der Wiege der modernen Demokratie. Das dürfte ausländische Unternehmen, hochqualifizierte Arbeitskräfte und Akademiker eher abschrecken und die Attraktivität des Forschungs-, Entwicklungs- und Produktionsstandorts USA schwächen.

Die hohen Wachstumsraten der vergangenen Jahre, die auch durch Schuldendoping erzielt wurden, scheinen erst einmal passé. Inzwischen ist die US-Staatsverschuldung auf einen historischen Höchststand von 121 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gestiegen (vgl. Grafik 2). Bis zum Ende der Amtszeit von Trump dürfte die Schuldenquote weiter klettern. Nach aktuellen Schätzungen des Internationalen Währungsfonds auf dann 126 Prozent.

TRUMP LIEBT SCHULDEN

Die Folge könnten weiter steigende Zinsausgaben sein, die bereits im vergangenen Jahr mehr als 1,1 Billionen Dollar betrug (vgl. Grafik 3). Derzeit liegt die Durchschnittsverzinsung der ausstehenden Staatsschulden mit rund 3,3 Prozent noch unterhalb der aktuellen Markttrenditen. Ohne



Grafik 3
Gegenwind für Trump
Zinsausgaben der USA steigen deutlich

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2025

**Bekanntlich liebt
Donald Trump Schulden.
Er hasst es aber,
sie zu bedienen.**

niedrigere Zinsen am Markt müssten in den kommenden Jahren also Billionen US-Dollar an fällig werdenden Anleihen durch höher verzinsliche Papiere ersetzt werden.

Bekanntlich liebt Donald Trump Schulden. Er hasst es aber, sie zu bedienen. Hohe Zinsausgaben sind ihm ein Graus. Deshalb drängt er die US-Notenbank Federal Reserve (Fed), die Zinsen zu senken, und würde gerne den an den Finanzmärkten hochgeschätzten Fed-Chef Jerome Powell durch einen Trump-Loyalisten ersetzen. „Powells Kündigung kann nicht schnell genug kommen“, schrieb Trump Mitte April auf seiner Plattform Truth Social. Nachdem die Kapitalmärkte nervös auf derartige Statements von Präsident Trump reagierten, versuchte dieser seine Aussagen zwar gleich zu beschwichtigen – möglicherweise wohlwissend, dass eine Absetzung von Spitzenbeamten der Fed nach geltendem Recht nicht zulässig wäre, wie sein Gegenspieler Powell betonte. Spätestens im Mai kommenden Jahres, wenn die Amtszeit von Powell ausläuft, dürfte es aber so weit sein.

Doch in der Zwischenzeit wurde bereits reichlich Porzellan zerschlagen. Ein Angriff auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank würde das Vertrauen in den US-Dollar und das US-Finanzsystem schwächen. Die jüngst aufgebaute Drohkulisse gegenüber dem Vorsitzenden der US-Notenbank könnte bereits als solcher gewertet werden. Dabei wäre ein schwacher Dollar sogar nach Trumps Geschmack, weil er damit eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit der USA verbindet, die Jobs sichert. Internationale Investoren würden sich im Falle einer von Trump gesteuerten Fed aber dreimal überlegen, ob sie ihr Geld noch in US-Dollar und US-Staatsanleihen anlegen sollen. ♦

*Dr. Bert Flossbach ist Gründer und Eigentümer
der Flossbach von Storch SE.*



Flossbach von Storch

An die Präsidentin der Europäischen Kommission
Frau Dr. Ursula von der Leyen
Europäische Kommission
Wetstraat 200
1049 BRÜSSEL
BELGIEN

Köln, den 7. April 2025

Sehr geehrte Frau Präsidentin,

es läge nahe, die von US-Präsident angekündigten „reziproken“ Zölle mit entsprechenden Gegenmaßnahmen zu beantworten. Das würde Donald Trump allerdings nur noch mehr reizen. Die Folge könnte ein fataler Handelskrieg sein, mit unabsehbaren Konsequenzen für die Weltwirtschaft und die EU.

Es wäre deshalb ratsam, alle Importzölle auf US-Waren komplett zu streichen. Dies wäre ein optischer Erfolg für Donald Trump und würde seiner Klage den Boden entziehen. Für die EU wiederum wäre das leicht zu verschmerzen, da die Zolleinnahmen aus dem US-Handel zuletzt nur rund sechs Milliarden Euro betragen.

Sollte Präsident Trump dies nicht zu einer weitgehenden Rücknahme seiner „reziproken“ Zölle gegen die EU bewegen, könnten immer noch andere Maßnahmen ergriffen werden.

Hochachtungsvoll

Bert Flossbach

Flossbach von Storch SE

Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49 221 33 88-0, Fax +49 221 33 88-101, www.flossbachvonstorch.de

Geschäftsführende Direktoren: Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schaffner, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk Vorsitzender des Verwaltungsrats: Kurt von Storch
Commerzbank AG, IBAN DE58 3708 0040 0865 7531 00, BIC DRESDEFF370 Amtsgericht Köln, HRB 120796, USt-IdNr. DE200075205

TRUMPS ZOLLWUT



**Die überheblichen USA,
das träge Deutschland
und die wendige Schweiz**



von Gunther Schnabl

Obwohl die Schweiz als kleine offene Volkswirtschaft abhängig vom Außenhandel ist, hat sie gelassen auf Donald Trumps Zolleskapaden reagiert. Die Schweizer Wirtschaft ist – nicht zuletzt aufgrund ihrer freiheitlichen Wirtschaftsordnung – resilient.

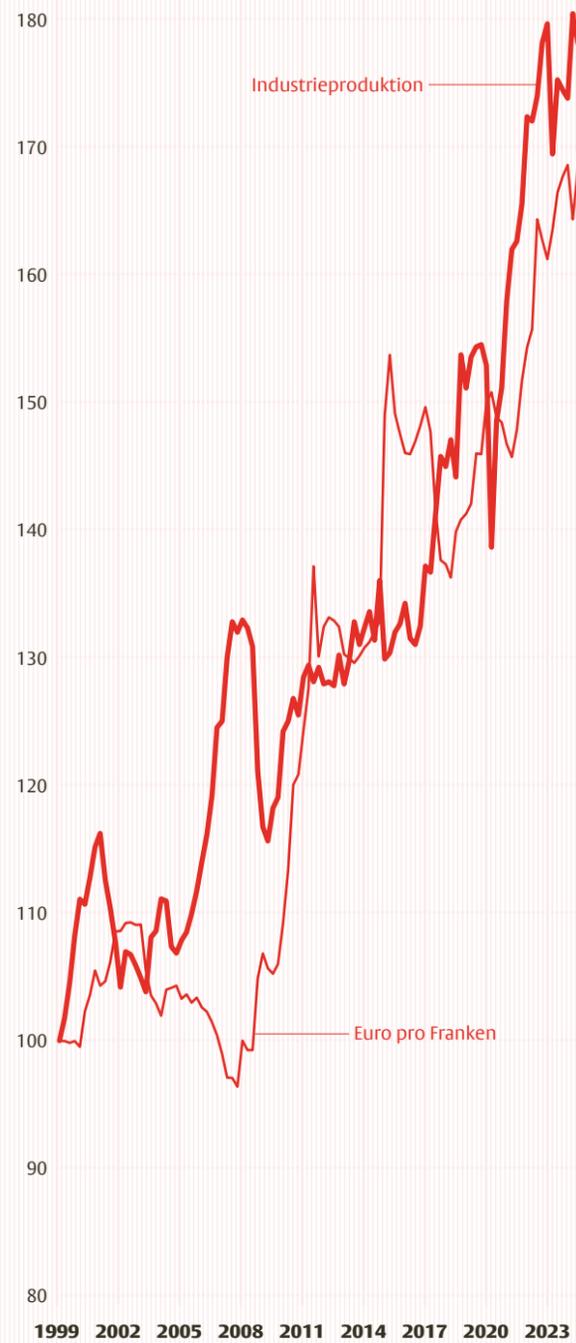
Donald Trumps Zollankündigungen am „Liberation Day“ waren ein Schock. Lag das durchschnittliche Zollniveau der USA im Jahr 2024 nach den Angaben der Welthandelsorganisation WTO noch bei 3,3 Prozent, verkündete der neue Präsident nun Zölle von durchschnittlich mehr als 20 Prozent. Im Vergleich zu Lesotho (50 Prozent) kamen China (34 Prozent), die EU (20 Prozent) und das Vereinigte Königreich (10 Prozent) noch glimpflich davon.

Der Aufschrei war groß. Weltweit brachen die Börsenkurse ein. Pessimismus machte sich breit. „Die USA vollziehen eine heftige merkantilistische Kehrtwende“ – so kommentierte etwa die Neue Zürcher Zeitung (NZZ). Das EU-Parlament packte zwischenzeitlich schon einmal die Bazooka aus, China verkündete massive Gegenzölle. Erinnerungen an den fatalen Zollwettlauf der 1930er-Jahre wurden geweckt.

Auf einer Konferenz des UBS Center for Economics in Society zum Thema „Warum ist die Schweiz so reich und weshalb muss es nicht so bleiben?“ demonstrierte die Schweizer Staatssekretärin für Wirtschaft hingegen Gelassenheit. Gerade zurück aus Washington resümierte Helene Budliger Artieda, dass die Entscheidung zwar undurchsichtig, die Atmosphäre aber freundlich gewesen sei. Donald Trump hätte die Schweiz sogar dafür gelobt, dass sie nicht Mitglied der EU sei ...

EIN FREUNDLICHER ZOLL VON 31 PROZENT

Die Staatssekretärin war gelassen, obwohl die zuerst angekündigte Zollhürde für die Schweiz beträchtlich ist! Die Gesamtgüterimporte der USA aus der Schweiz lagen 2024 bei 63,4 Milliarden US-Dollar, das bilaterale Handelsdefizit bei rund 39 Milliarden US-Dollar. Daraus errechnete das Team Trump im März einen impliziten Zoll von 61 Prozent, der neben den eigentlich geringen Zöllen der Schweiz angeblich auch andere Handelshemmnisse erfasste. Etwa einen unterbewerteten (!) Franken? Der aus einem „Freundschaftsrabatt“ von 50 Prozent resultierende, sogenannte „reziproke Zoll“ in Höhe von 31 Prozent schmerzte, weil die USA die weltgrößte Wirtschaftsmacht sind, die immer noch gute Wachstumsperspektiven haben. Immerhin 18 Prozent der Warenexporte der Schweiz gehen in die USA, die damit ihr wichtigster Exportmarkt sind. Das trifft unter anderem die Uhrenindustrie und den Maschinenbau. →



Grafik 1
Schweiz: Industrieproduktion und Wechselkurs
(indexiert auf 1999 = 100)

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

Quelle: OECD und IWF, Daten per April 2025

Doch Pharmaprodukte und Gold, die wichtigsten Exportgüter der Schweiz in die USA, waren ausgenommen. Auch Dienstleistungen wie Vermögensverwaltung und das Skifahren in den schönen Bergen waren nicht betroffen. Dienstleistungen machen immerhin ein Viertel aller Schweizer Exporte aus.

WARUM DIE SCHWEIZ RESILIENT IST

Und die Schweizer Wirtschaft ist aus mindestens drei weiteren Gründen resilient. Erstens exportiert das Land vor allem Güter von hoher Qualität, sodass die Unternehmen wechselkurs- und zollbedingte Preiserhöhungen leichter im Zielmarkt weitergeben können (auch wenn ein plötzlicher Preissprung von 31 Prozent natürlich nicht realistisch ist).

Zweitens gehen die Exporte der Schweiz in alle Welt. 82 Prozent der Güterexporte haben eben nicht die USA zum Ziel. 51 Prozent werden in die EU verkauft, zu der die Beziehungen – trotz oft mühsamer Verhandlungen – freundschaftlich sind.

Drittens ist die Schweizer Wirtschaft fit. Die graduelle Aufwertung des Frankens gegenüber Euro und Dollar hat die Schweizer Industrie immer wieder gezwungen, sich neu zu erfinden (vgl. Grafik 1). Kurzfristig lässt eine zoll- oder wechselkursbedingte Preissteigerung im Ausland zwar die Gewinnmargen schwinden, mittelfristig passen sich die Unternehmen jedoch wieder an.

FREIHEIT BRINGT WOHLSTAND

Die hohe Resilienz der Schweiz hat ihre Gründe, die Bundesrat Albert Rösti auf der oben genannten Konferenz als Fundament des Wohlstands präsentierte. Die Schweiz sei ein föderales Gebilde, das nach dem Subsidiaritätsprinzip möglichst viele Entscheidungen beim Volke belässt. Die Macht des Staates sei dadurch beschränkt. Steuererhöhungen seien meist nur mit direkter Zustimmung des Volkes möglich.

Für die Industrie bedeute das, dass sie sich selbst überlassen ist. Eine Industriepolitik, wie sie derzeit in der EU mit vielen Milliarden Euro im Aufwind ist, gebe es nicht. Große Unternehmen wie die Pharmafirmen müssen sich allein im stark umkämpften Weltmarkt bewähren, weil der nationale Markt zu klein ist, um die hohen Fixkosten zu decken. Die mittelgroßen

Unternehmen müssen sich – nicht zuletzt aufgrund des starken Frankens – stetig gegen die billigere ausländische Konkurrenz erwehren.

So ist trotz fehlender Rohstoffressourcen und einer widrigen Topografie großer Wohlstand entstanden. Auch wenn sich der eine oder andere wirtschaftspolitische Fehler der Nachbarn in der Schweiz wiederholt – etwa mehr Regulierung und der Ausbau der Beschäftigung im öffentlichen Sektor –, konnte sich das kleine Land – dank wirtschaftlicher Freiheit – bisher von der trüben Stimmung bei der Nachbarschaft entkoppeln.

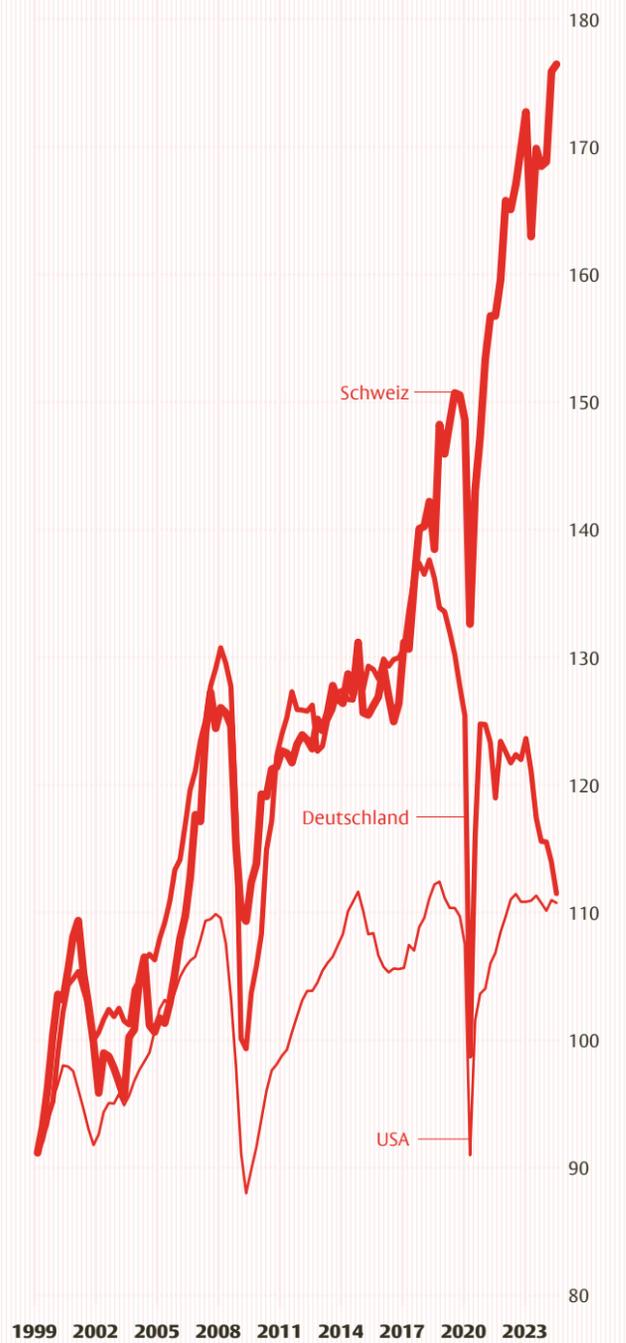
WAS DIE SCHWEIZ BESSER ALS DIE USA UND DEUTSCHLAND MACHT

Während in den USA ein kleiner Kreis einflussreicher Menschen meint, den Welthandel steuern zu können, hält sich der Schweizer Staat weise zurück. Während in den USA ein überbordendes Staatsdefizit – und nicht die Handelsbarrieren anderer Länder – das Leistungsbilanzdefizit nach oben treibt, sorgen in der Schweiz zurückhaltende Staatsausgaben (dank Schuldenbremse) und Nettokapitalexporte für Leistungsbilanzüberschüsse.

Während die Industrie in der Schweiz schlank geblieben ist, haben in Deutschland eine unkontrollierte soziale Sicherung und wuchernde Regulierung die Lohnstückkosten nach oben getrieben, sodass die internationale Wettbewerbsfähigkeit stark gesunken ist. Der „weiche“ Euro hat die einst dynamische deutsche Industrie träge gemacht, weshalb diese jetzt vor Trumps Zöllen zittern muss.

Inmitten eines unsinnigen globalen Handelsstreits macht die wendige Schweizer Wirtschaft vor, wie es geht. Ihre Industrieproduktion wächst, während sie in den USA stagniert und in Deutschland fällt (vgl. Grafik 2). Aus deutscher Sicht wäre zu wünschen, dass der wachsende staatliche Interventionismus endlich ein Ende findet. Es bleibt abzuwarten, wann dies das große Deutschland von der kleinen Schweiz lernen will. ♦

Prof. Dr. Gunther Schnabl leitet das Flossbach von Storch Research Institute und ist Professor an der Universität Leipzig.



Grafik 2
Industrieproduktion in der Schweiz, den USA und Deutschland
(indexiert auf 1999 = 100)

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

Quelle: OECD und IWF, Daten per April 2025



von Julian Marx

Der größte Schuldner der Welt

**Der Schuldenberg der USA
ist gigantisch – und wächst
immer weiter.
Wer finanziert die USA?
Und gibt es auch in Zukunft
genügend Gläubiger?**





Die USA haben in den vergangenen fünf Jahren doppelt so viele neue Schulden gemacht, wie Deutschland in einem Jahr erwirtschaften kann.



Grafik 1
Fiskalische Beschleunigung

Für die ersten 10 Milliarden US-Dollar Neuverschuldung brauchte es 50 Jahre, für die letzten nur 5. (US-Staatsschulden auf Bundesebene, „debt held by the public“, in Milliarden US-Dollar)

Quelle: Congressional Budget Office, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2025

Grafik 2
Eine bunte Mischung

Die 20 größten Gläubiger der US-Regierung im Ausland (am 31.12.2024 gehaltene US-Staatsanleihen, in Milliarden US-Dollar)

Quelle: U.S. Department of the Treasury, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2025

Das Wort „Schuldenbremse“ dürfte den meisten US-Amerikanern wohl ziemlich exotisch vorkommen. Das gilt zumindest für die politisch Verantwortlichen. Auch wenn diese immer wieder wechseln, bleibt doch eines gleich: Die Staatsschulden steigen.

Allein in den vergangenen fünf Fiskaljahren lagen die Defizite der US-Regierung bei insgesamt mehr als 10.000 Milliarden US-Dollar (vgl. Grafik 1). Wie viel das ist, zeigt ein Vergleich mit Deutschland, der immerhin drittgrößten Volkswirtschaft der Welt. Denn Deutschland braucht gut zwei Jahre, bis es ein Bruttoinlandsprodukt in einer vergleichbaren Höhe erwirtschaftet. Die USA haben in den vergangenen fünf Jahren also doppelt so viele neue Schulden gemacht, wie Deutschland in einem Jahr erwirtschaften kann.

Damit hat die US-Regierung eine Ausnahmestellung inne. Schließlich gibt es kein Unternehmen und keinen Staat auf dieser Welt, der die Kapitalmärkte auch nur annähernd in einem ähnlichen Umfang „anzapft“.

DIE HÖHE DES SCHULDENBERGS VARIERT IM AUGES DES BETRACHTERS

Bei einem Gespräch über US-Staatsschulden stehen schnell gigantische Summen im Raum. Tatsächlich ist das Thema durchaus komplex. Das zeigt etwa ein kleines Quiz, das wir mit unseren Lesern und Leserinnen lösen möchten.

Wie hoch war die Staatsverschuldung der USA Ende vergangenen Jahres?

- a) 28.837 Milliarden US-Dollar,
- b) 36.219 Milliarden US-Dollar oder
- c) 35.295 Milliarden US-Dollar?

Richtig sind alle drei Antwortmöglichkeiten. Ihnen liegen nur unterschiedliche Schuldendefinitionen zugrunde.

Bei **Antwort a)** handelt es sich um US-Staatsschulden auf Bundesebene, wobei diese keine zwischenstaatlichen Kredite berücksichtigen. Bei **Antwort b)** werden den Staats-

schulden auf Bundesebene ebendiese zwischenstaatlichen Kredite noch obendrauf gerechnet. Bleibt noch **Antwort c)**. Hier wird die Gesamtstaatsverschuldung betrachtet, das heißt, hier fließen neben den Bundesschulden insbesondere noch die Schulden auf Ebene der Bundesstaaten und auf Kommunalebene mit ein. Zwischenstaatliche Kredite werden hierbei, wie bei Antwort a), nicht berücksichtigt.

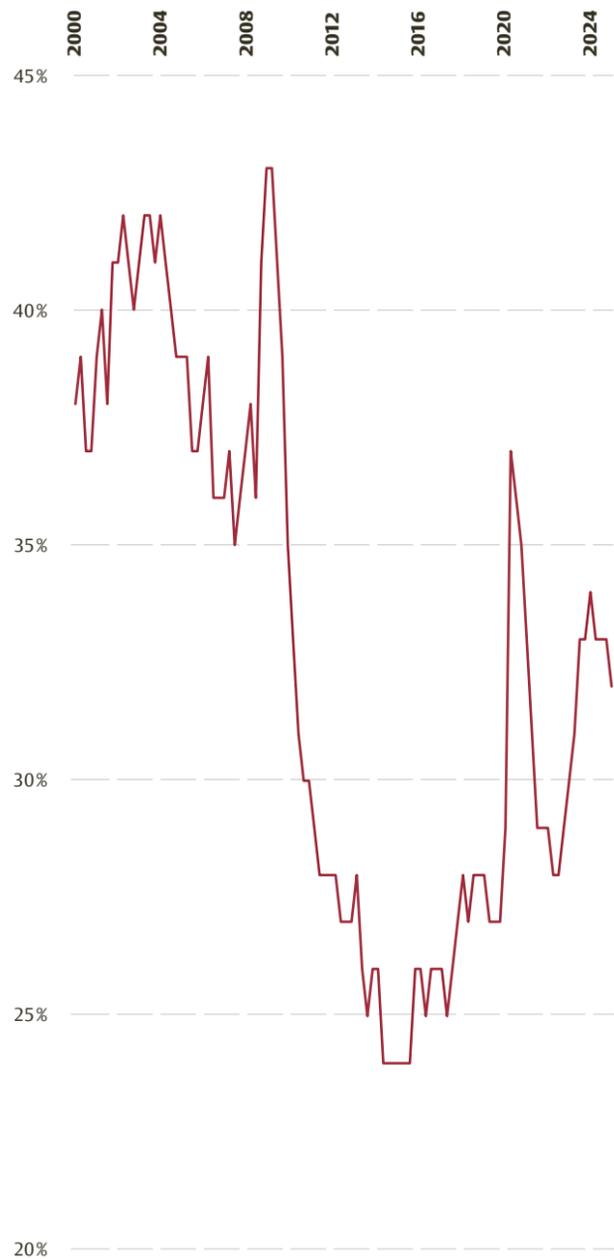
Alle drei Antwortmöglichkeiten werden in den Medien gerne aufgegriffen. Je nach dem Inhalt des Artikels eignet sich mal die eine, mal die andere Schuldengröße besser. Eines ist beim Blick auf jedes der drei Schuldenmaße aber unstrittig: Die USA horten den höchsten Schuldenberg der Welt.

VIEL GELD KOMMT AUS DEM AUSLAND

Die Gläubiger sprechen viele Sprachen. Anleger aus dem Ausland lockt neben vergleichsweise hohen Zinsen eine Anlage in der Weltleitwährung. Sie „parken“ einen Großteil ihrer liquiden US-Dollarbestände in US-Staatsanleihen. Ende 2024 hielten sie US-Staatsanleihen im Gegenwert von 8.513 Milliarden US-Dollar.

Die größte Investorenbasis findet sich in Japan, wo Anleger rund 1.060 Milliarden US-Dollar in US-Staatspapiere investiert hatten (vgl. Grafik 2). In Summe hatten Auslandsinvestoren mehr Geld in US-Staatsanleihen investiert als Frankreich und Italien insgesamt an Staatsschulden ausstehen haben. Auch wenn eine erratische Politik des US-Präsidenten Spuren beim Status der USA und der Weltleitwährung hinterlässt: Die absoluten Zahlen unterstreichen die Ausnahmestellung der USA.

In relativer Betrachtung erscheint das Bild allerdings etwas weniger grell. So hielten Auslandsinvestoren zuletzt knapp 30 Prozent der marktfähigen US-Staatsanleihen. Ein durchschnittlicher Anteil, verglichen mit anderen großen Volkswirtschaften. Ähnliche Werte wie die USA verzeichnen etwa Kanada oder das Vereinigte Königreich. Spürbar höher lag der Anteil ausländischer Investoren hingegen bei australischen und französischen Staatstiteln, die etwa zur Hälfte in ausländischen Händen liegen. In Japan hielten sich die internationalen Investoren dagegen zurück. Im Land der aufgehenden Sonne halten sie nur etwas mehr als zehn Prozent der begebenen japanischen Staatspapiere. →



Grafik 3
Beschleunigte Rotation
Anteil der marktfähigen US-Staatsschulden,
der in den kommenden 12 Monaten fällig wird

Quelle: U.S. Department of the Treasury, Flossbach von Storch,
Daten per 30. April 2025



Grafik 4
Der Schlüssel zur Schuldentragfähigkeit
Durchschnittsverzinsung der ausstehenden
US-Staatsschulden (seit 2001)

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch,
Daten per 30. April 2025

VIEL BEWEGUNG SCHADET NICHT

Investoren, egal, ob sie aus dem In- oder Ausland kommen, werden dringend benötigt. Allein im Jahr 2025 werden US-Staatspapiere in Höhe von 9.261 Milliarden US-Dollar fällig. Knapp ein Drittel der marktfähigen US-Staatspapiere muss in diesem Jahr refinanziert werden.

Das sorgt für reichlich Bewegung am US-Staatsanleihemarkt. Ein Anlass zur Sorge ist das aber wohl eher nicht. Anfang des Jahrtausends lag der Anteil der US-Staatspapiere, die in den kommenden zwölf Monaten auslaufen, zeitweise sogar bei mehr als 40 Prozent (vgl. Grafik 3).

Tatsächlich handelt es sich bei der jährlichen staatlichen Anleihenflut um ein marktübliches Vorgehen. Insbesondere kurzlaufende „Treasuries“ mit höchstens zwölf Monaten Laufzeit werden naturgemäß häufiger umgeschlagen und sorgen für einen erhöhten Refinanzierungsbedarf.

Was in diesem Zusammenhang auch nicht vergessen werden darf: Diejenigen Investorengruppen, die in auslaufende US-Staatspapiere investiert waren, dürften ihr Engagement in den meisten Fällen beibehalten und werden auch zukünftig in neu emittierte Papiere investieren. Bestände hingegen keine grundsätzliche Absicht, weiterhin in US-Staatsanleihen investiert zu bleiben, hätten sie ihre hochliquiden Papiere bereits zu einem früheren Zeitpunkt veräußern können.

SCHRÄNKEN HOHE STAATSSCHULDEN DIE US-REGIERUNG EIN?

Die Antwort darauf ist weniger eindeutig, als es vereinfachte theoretische Überlegungen nahelegen könnten. Klar ist, dass (hohe) Schuldensummen stattliche Zinskosten verursachen. Geld, das an anderer Stelle fehlt. Insbesondere im Umfeld gestiegener Renditen können hohe Schulden mit dramatisch steigenden Zinsausgaben einhergehen, wie etwa die jüngere Vergangenheit zeigt. So sind die Nettozinskosten der US-Regierung zwischen den Fiskaljahren 2021 und 2024 um satte 150 Prozent auf 881 Milliarden US-Dollar per annum geklettert. Und die Tendenz ist weiter steigend. Neue Schulden verursachen neue Zinskosten und auslaufende

Staatsanleihen aus der Niedrigzinszeit müssen zu schlechteren Konditionen refinanziert werden.

Trotz solcher Widrigkeiten schränken weder die gestiegenen Zinskosten noch die ständig wachsende US-Staatsschuldenquote – von zuletzt rund 120 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) – den fiskalischen Handlungsspielraum der US-Regierung ein. Alle Defizite ließen sich in den vergangenen Jahren problemlos finanzieren. Ein hohes Angebot trifft auf eine stabile Nachfrage.

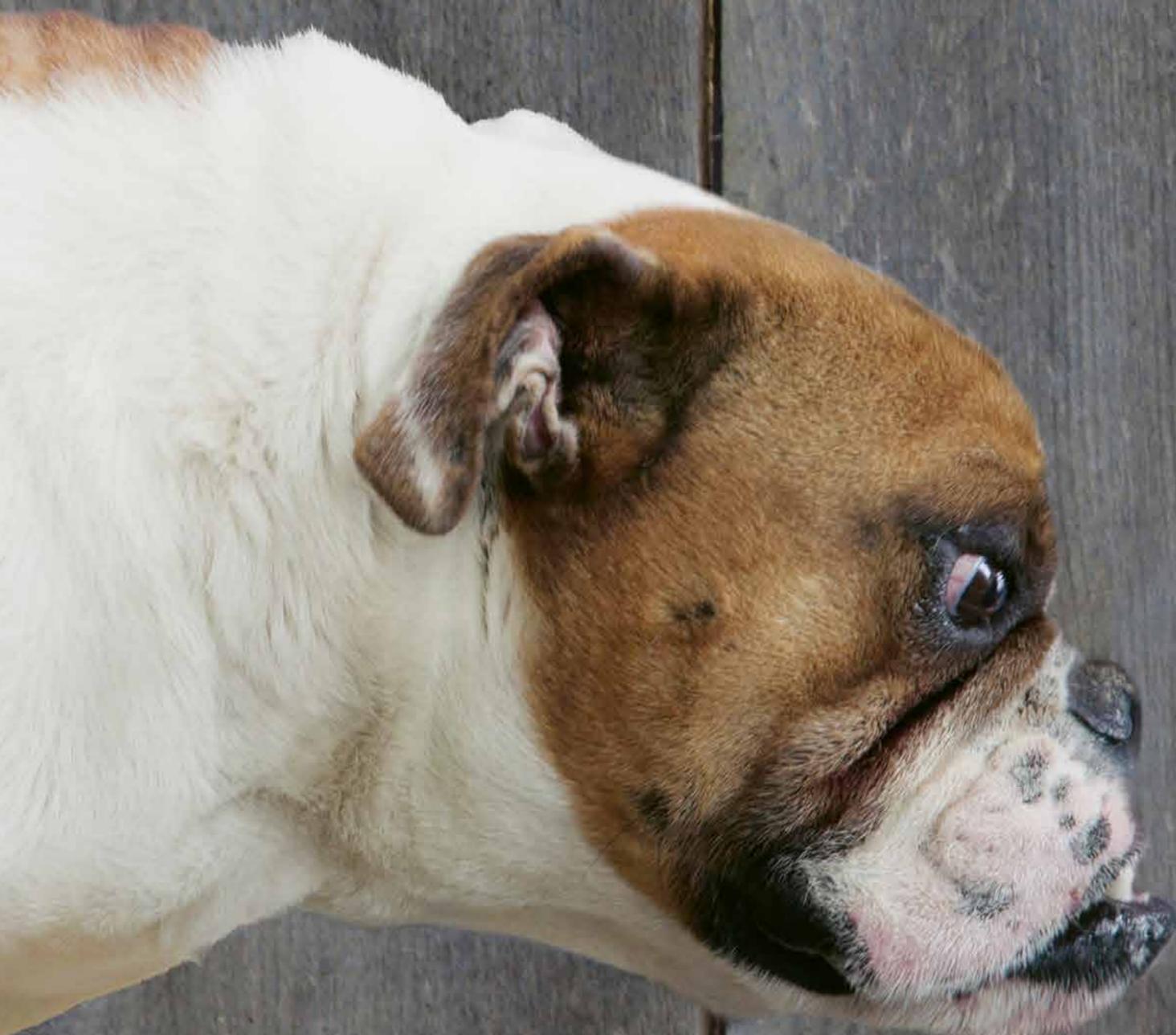
Dabei erscheint der US-Haushalt derzeit alles andere als solide. Nach Zinskosten lag das gesamtstaatliche Defizit der Vereinigten Staaten in den Jahren 2023 und 2024 sogar bei stolzen sieben Prozent des BIP. Und auch das Primärdefizit, das die Zinskosten ausklammert, lag mit jeweils mehr als drei Prozent des BIP auf beachtlichen Niveaus. In der kurzen Frist müssen hohe Staatsschulden daher keine Einschränkung darstellen – selbst bei steigenden Zinskosten.

DER SCHLÜSSEL ZUR SCHULDENTRAGFÄHIGKEIT

Langfristig sind wachsende Schulden und ein steigendes Zinsniveau natürlich keine gute Kombination. Bislang befindet sich die Durchschnittsverzinsung der US-Staatsanleihen aber noch auf einem vergleichsweise moderaten Niveau. Zwar hat sich die durchschnittliche Verzinsung ausstehender US-Papiere in den vergangenen vier Jahren von rund 1,6 Prozent auf zuletzt 3,3 Prozent etwa verdoppelt. Geht man aber nicht nur vier Jahre zurück, sondern 24, dann ist die aktuelle Durchschnittsverzinsung von 3,3 Prozent nur etwa halb so hoch wie damals, als sie bei mehr als sechs Prozent lag (vgl. Grafik 4).

Die langfristige Schuldentragfähigkeit bemisst sich eben nicht nur an der bloßen Schuldenhöhe, oder der Schuldenquote in Prozent des BIP. Die Schlüssel zur Schuldentragfähigkeit sind gleichfalls ein solides Wirtschaftswachstum und ein ausreichend tiefes Zinsniveau. Und da schnitten die USA zuletzt ordentlich ab. Ob das so bleibt, hängt (auch) an einer intelligenten Politik der Präsidenten und Notenbanker. ♦

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



Europa droht langfristig zwischen den Großmächten USA und China/Russland aufgerieben zu werden. Mit dieser Perspektive sollte es sich nicht abfinden.

M E H R M U T



von Philipp Vorndran



Wo Trump heute
poltert und pöbelt,

hat Biden in den
vergangenen Jahren
gelächelt und gewunken.

Kanada, der Panamakanal oder Grönland. US-Präsident Donald Trump möchte sich perspektivisch „vergrößern“, mit welchen Mitteln auch immer. Das hat er zumindest über Grönland gesagt, das seit 1721 zu Dänemark gehört.

Wir Europäer sind geschockt, ja geradezu abgestoßen ob der wiederkehrenden Aussagen und beiläufigen Andeutungen aus dem Weißen Haus; gleichzeitig sind wir wegen des hohen Unterhaltungsfaktors amüsiert, irgendwie. Alles Trump'sches Gehabe und Teil seiner schrillen Show im Weißen Haus?

Wir werden sehen.

Ich habe mich in den vergangenen Wochen und Monaten jedenfalls häufiger den Satz sagen gehört, dass man zwar nicht jedes Wort aus dem Munde des US-Präsidenten auf die Goldwaage legen, ihn aber tunlichst ernst nehmen müsse.

ES GEHT UM DEN WELTMACHTSTATUS

Denn anders als wir chronisch naiven Europäer denken US-Amerikaner geostrategisch. Ihnen geht es nicht zuletzt um Einflussphären, um Rohstoffe und Ressourcen, den Zugriff darauf. Die braucht es, um den Status als führende Weltmacht gegenüber China dauerhaft zu behaupten. Dessen Bündnis mit Russland und seinen gewaltigen Bodenschätzen setzt die Amerikaner zunehmend unter Druck. Insofern hätte Grönland aus ihrer Sicht einiges zu bieten. Das sah und sieht in den USA nicht nur Trump so. Nur posaunt er es in die Welt hinaus ...

Der US-Führungsanspruch, dessen Zementierung, gilt nicht erst seit Donald Trump, sondern

galt auch für jeden US-Präsidenten zuvor; Joe Biden sei an dieser Stelle ausdrücklich genannt. Der wirkte auf uns Europäer zwar stets wie der freundlich dreinblickende und friedfertige Onkel von nebenan, in der Sache aber war auch er knallhart. Denken wir nur an den „Inflation Reduction Act“ – zulasten der Europäer.

Auch Biden war ein Machtpolitiker, wenngleich im Ausdruck gemäßigter. Wo Trump heute poltert und pöbelt, hat Biden in den vergangenen Jahren gelächelt und gewunken. Geschenke hat er trotzdem nicht verteilt.

Wenn Biden etwa gewollt hätte, dass die Ukraine sich den Angriffen der Russen nicht nur erwehrt, sondern die Angreifer erfolgreich zurückdrängt, wäre er bei den Hilfen nicht so zögerlich gewesen. Biden hat den freundlichen Helfer in der Not gegeben, den gütigen Beschützer, ohne sich dabei zu verausgaben. Ihm ging es lediglich darum, den Preis für Wladimir Putin in die Höhe zu treiben, nicht aber um den Sieg der Ukraine.

Bitte verstehen Sie mich nicht falsch: Ich hätte mir definitiv jemand anderen im Weißen Haus gewünscht als Donald Trump. Jemanden, dessen Verantwortung gegenüber dem Amt und dem Land größer ist als das eigene Ego. Es könnte aber gut sein, dass gerade Trump, sein Narzissmus und das gänzlich undiplomatische Auftreten ein Segen sind für Europa und die Europäer.

SPÄTE ERKENNTNIS

Womöglich hat es ein zweites Mal den schrillen Immobilien-Investor gebraucht, und eben keinen Teflon-Diplomaten, der den Europäern sagt, dass sie doch endlich erwachsen werden müssten. Sich nicht allein auf den großen Bruder,

die USA, verlassen sollten. Mehrere Generationen von US-Delegationen hatten zuvor freundlichst versucht, die Europäer zu mehr Eigenständigkeit „zu ermutigen“.

Der Auftritt von JD Vance, Trumps Vizepräsident, auf der diesjährigen Münchner Sicherheitskonferenz war dagegen wenig freundlich. Es war ein Tritt vor das Schienbein der Europäer. Aber: Der Unterschied zu den Reden seiner Vorgänger war weniger der Inhalt als vielmehr die mitunter aggressive Form der Darbietung.

Die Forderung der Amerikaner nach mehr europäischem Engagement im Rahmen der Nato ist in Wahrheit fast so alt wie das Verteidigungsbündnis selbst. JD Vance befindet sich also in bester Gesellschaft.

In der Vergangenheit hatten sich die Europäer die Ermahnungen, mehr in die eigene Sicherheit zu investieren, stets brav angehört und zu allem pflichtschuldig genickt – daran gehalten haben sie sich trotzdem nicht. Warum auch? Im Zweifel würde der große Bruder schon auf sie achtgeben – und sich notfalls auch für sie prügeln. Dafür gibt es doch schließlich die Nato, oder etwa nicht? Außerdem hatte es seit dem Ende des Kalten Krieges niemanden gegeben, der die Europäer ernsthaft bedroht hätte.

Die Trump-Administration wird sich aber nicht für Europa „prügeln“ – oder falls doch, einen sehr hohen Preis dafür verlangen, einen lukrativen Deal. Auch weil der große Bruder gemerkt hat, dass er in die Jahre kommt. Er kann und will nicht mehr überall Sherriff sein. Er muss mit seinen Kräften haushalten und sich deshalb auf das oder den konzentrieren, der ihm langfristig am gefährlichsten werden kann – auf China. →

Was dagegen in Europa passiert, ist Sache der Europäer, Punkt. So sieht das Trump. Er spricht stets davon, dass zwischen Europa und den USA ein riesiger Ozean sei. Und weil Trump sich verhält, wie er sich verhält, dürfte auch dem letzten Europäer klargeworden sein, dass Schluss ist mit dem Herumschlawinern und dem Auf-Zeit-Spielen.

Ja, die Einsicht kommt spät; als Optimist würde ich sagen, sie kommt womöglich gerade noch rechtzeitig.

Europa braucht aber Mut – Mut, Entscheidungen zu treffen, vor denen es sich eine gefühlte Ewigkeit gedrückt hat. Europa muss weiter und schneller zusammenwachsen, Deutschland mehr Verantwortung übernehmen, zusammen mit Frankreich. Großbritannien muss – trotz Brexit – eng eingebunden werden. Die Zeit der kleinkarierten Streitereien – Schluss damit!

MEHR DEMOKRATIE WAGEN

Europa muss nahbar sein für seine Bürger und mehr Demokratie wagen, indem es die Bevölkerung stärker einbindet, etwa über Volksabstimmungen. Deshalb braucht es, wie ich finde, auch einen direkt gewählten EU-Präsidenten.

Letztlich sollte sich jedes Land fragen, wie weit es bereit ist zu gehen, wie europäisch es ist oder sein möchte ... Notfalls müssen diejenigen Staaten gemeinsam vorangehen, deren Wille zu einem geeinten Europa am weitesten trägt.

Ein Europa der zwei Geschwindigkeiten ist besser als keines!

Wir müssen massiv in die eigene Verteidigung investieren. Europa ist ein Friedensprojekt – und das

soll es auch bleiben. Europa darf seine Geschichte, seine Werte niemals vergessen oder verramschen; wir müssen aber runter von unserem hohen Ross. Moral wird anderswo auf der Welt mitunter anders interpretiert. Das gilt es anzuerkennen – und sich darauf einzustellen.

Friede kann langfristig nur gesichert werden, wenn Europa ernst genommen wird in der Welt, statt belächelt; weil es stark ist – so stark, dass niemand auch nur im Entferntesten auf die Idee kommt, die Verteidigungsfähigkeit zu testen.

Die finanziellen Mittel dafür fallen gewiss nicht vom Himmel. Und bevor wir ausschließlich darüber sprechen, wie sich ebendiese Mittel über gemeinsame Schulden aufbringen lassen, sollten wir auch und nicht zuletzt darüber diskutieren, wie wir die ökonomische Wettbewerbsfähigkeit des alten Kontinents stärken können, um auf diese Weise die finanziellen Möglichkeiten zu erweitern.

Europa ist arm an Rohstoffen. Umso mehr braucht es Erfindergeist und technologischen Fortschritt. Die gedeihen aber nur dort, wo sie nicht durch unzählige Regeln und Vorschriften erstickt werden. Europa sei ein bürokratisches Monster, so die weit verbreitete Kritik. Ich kann und mag sie nicht entkräften.

Wo Bürokratie wuchert, kann nichts (Neues) wachsen. Stattdessen versuchen Bürokraten krampfhaft, Bestehendes zu bewahren, mit dem Ergebnis, irgendwann nur noch den Missstand zu verwalten. Europa kann sich das dauerhaft schlicht nicht leisten! Weniger ist mehr, das gilt auch und nicht zuletzt für die Bürokratie. Ein wenig Disruption darf und muss dagegen erlaubt sein.

ANREIZE FÜR INVESTOREN

Europa braucht nicht zuletzt einen großen gemeinsamen Kapitalmarkt. Junge Unternehmen, technologische Innovationen gibt es nicht ohne Investitionen. Unternehmertum wächst vor allem dort, wo es auch finanzielle Unterstützung erfährt. Die USA sind uns diesbezüglich meilenweit enteilt.

Zu guter Letzt braucht es mehr Engagement von uns allen – uns Europäern. Von Spaniern, Belgiern, Polen, Franzosen, Italienern, Österreichern, Deutschen. Von jedem Einzelnen. Europa ist nicht zuletzt, was wir daraus machen. Was wir darüber denken. Wie wir es verteidigen, in jeder Beziehung. Klaus Kinkel (FDP), der frühere, leider 2019 verstorbene Bundesaußenminister, hat einmal vor der UN-Generalversammlung gesagt, dass Europa nicht aus Verträgen erwachse, sondern aus den Herzen seiner Bürger – oder gar nicht.

Wir sollten selbstbewusst für unsere Interessen einstehen, so wie Amerikaner und Chinesen das auch tun. Wir sind nicht deren Spielball!

Ich habe neulich in einer der vielen Fernseh-Talkshows eine Frage zu den militärischen Fähigkeiten gehört, die als Aussage verstanden werden wollte – und die ich sehr treffend fand, wobei ich sie nicht allein auf das Militärische reduzieren würde:

Warum in aller Welt sollten mehr als 500 Millionen Europäer sich von 340 Millionen Amerikanern vor 140 Millionen Russen beschützen lassen?! ◆

Philipp Vorndran ist Partner bei der Flossbach von Storch SE in Köln.

Ein Europa der
zwei Geschwindigkeiten
ist besser als keines!



von Shenwei Li



MAIL

AUS

S
H
A
N
G
H
A
I

Wirtschaftsmotor, Supermacht, Parteidiktatur. Wer sich für globale Trends interessiert, der blickt nach China. Die Analystin Shenwei Li berichtet von ihren Erfahrungen – subjektiv, aus dem Blickwinkel einer Chinesin. Das Start-up DeepSeek sorgte unlängst für Schlagzeilen. Wie die Chinesen auf die Innovation reagiert haben.

Es war ein Paukenschlag, als das chinesische Start-up DeepSeek Ende Januar sein auf Künstlicher Intelligenz basiertes Sprachmodell oder „Large Language Model“ (LLM) DeepSeek R1 vorstellte. Es steht in direkter Konkurrenz zu etablierten Systemen wie ChatGPT, scheint aber deutlich weniger Chipkapazität zu benötigen. Chinesische Verbraucherinnen und Verbraucher, aber auch große Unternehmen des Landes zeigten sich interessiert.

„DeepSeek“ ist in China inzwischen ein geflügeltes Wort, das (fast) jeder bei uns versteht und DeepSeek R1 gilt als das LLM des Volkes. Selbst die DeepSeek-Kurse, die von der Senioren-Uni in Guangzhou im Frühlingsemester angeboten werden, waren in Nullkommanichts ausgebucht. Dass die Kapazität rasch verdoppelt wurde, hat daran nichts geändert. Auch in meinem Freundeskreis haben die meisten bereits versucht, auf dieses Instrument zuzugreifen. Aufgrund der großen Beliebtheit und des plötzlichen Massenandrangs stürzte bei Website und App jedoch seit Februar der Server des Unternehmens sehr häufig ab, und Fragesteller bekamen keine Antworten. Dennoch wurde das Interesse an Künstlicher

Intelligenz geweckt. Und viele lokale chinesische LLMs, insbesondere Doubao von ByteDance oder Ernie von Baidu, berichteten von einem massiven Anstieg der Nutzer.

Der chinesische Technologie-Konzern Tencent hat DeepSeek sogar in die Suchfunktion seiner Super-App WeChat integriert. WeChat war 2011 als Kommunikationsdienst für Smartphones gegründet worden, wurde aber um zahlreiche Funktionen ergänzt, von denen einige fast täglich von den 1,2 Milliarden Nutzern verwendet werden. Doch auch bei Tencent gab es Tücken. Zwar war die neue Funktion nur für einen ausgewählten Kreis verfügbar, dennoch war WeChat Search rasch überfordert. Infolgedessen hat Tencent den Test vorerst beendet und den Traffic auf seine eigene LLM Yuanbao umgeleitet. Lag diese App vor dem 16. Februar auf Platz 10 der lokalen LLM-Apps in China, rangierte sie nach der DeepSeek-bedingten Traffic-Weiterleitung innerhalb von einer Woche auf Platz 4. Auf Platz 1 thront weiterhin mit großem Abstand DeepSeek.

Auch auf dem B2B-Markt ist die Akzeptanz von DeepSeek groß; vor allem bei Behörden, Ämtern und Staatsunternehmen. Die Lokalregierung von Shenzhen gilt als die erste, die das Sprachmodell einsetzte. Bereits am 8. Februar wurde DeepSeek im Government Affairs System des Longgang Bezirks von Shenzhen von mehr als 20.000 Beamten benutzt. Seit dem 18. Februar erledigen 70 DeepSeek-basierte „AI-Beamte“ im Futian Bezirk von Shenzhen insgesamt 240 Aufgaben. Dazu zählen Formatkorrekturen für Regierungsvorlagen oder das automatische Erfassen von administrativen Strafen. Bei Regierungsvorlagen reduzierte sich die Prüfungsdauer um 90 Prozent, wobei die Fehlerquote bei unter fünf Prozent lag. Weitere Städte haben angekündigt, DeepSeek für ähnliche Aufgaben einsetzen zu wollen.

Unter den Staatsunternehmen hatte PetroChina noch im Mai 2024 angekündigt, zusammen mit China Mobile, Huawei und iFlytek das erste spezifische Energie-LLM entwickeln

zu wollen. Doch auch PetroChina hat mithilfe von China Mobile am 8. Februar DeepSeek erfolgreich eingesetzt. Ähnliches gilt für Sinopec. Auch die Staatsbanken ICBC und China Construction Bank haben DeepSeek in ihr System integriert. Weitere 20 Banken haben einen DeepSeek-Einsatz angekündigt, etwa im Kundenservice, der Berichtsanalyse, in der Datenverarbeitung und der Vermögensverwaltung. DeepSeek ist den Banken zufolge deutlich kompatibler mit lokalen chinesischen Rechenleistungen als andere verfügbare Sprachmodelle in China, die auf Künstlicher Intelligenz basieren.

Auch die lokalen Gesundheitsbehörden in Städten wie Peking, Shenzhen und Qingdao trommeln für DeepSeek. Anfragen von Krankenversicherten könnten so „schneller, genauer und rund um die Uhr beantwortet werden“. In Qingdao sollen Beamte lokaler Behörden mithilfe von DeepSeek-Datenanalysen Betrugsfälle am System der staatlichen Krankenkasse leichter entdecken können.

In Peking verbessert der Einsatz von DeepSeek inzwischen die zeitnahe Kapazitätsanpassung bei öffentlichen Verkehrsmitteln. Wird beispielsweise ein Beamter der lokalen Verkehrsbehörde um 15 Uhr benachrichtigt, dass das Verkehrsaufkommen im Stadtteil X voraussichtlich um 200 Prozent steigen wird und Staugefahr besteht, dann mussten bisher diverse Daten von Karten, Bussen, U-Bahn manuell gesammelt und analysiert werden, was erst nach zwei Stunden eine Anpassung ermöglichte. Nun schlägt ihm ein DeepSeek-basierter Stadtverkehrsassistent nach etwa 20 Minuten beispielsweise vor, acht Busse der Linie A und 40 Prozent mehr Kapazität auf der Linie C zwischen 16 Uhr und 18 Uhr einzusetzen. Dadurch hat sich die Wartezeit der Passagiere in solchen Situationen von durchschnittlich 42 auf 12 Minuten verringert. ♦

Shenwei Li ist Analystin in Shanghai.

KOMMT DIE BÜROKRATIE- WENDE?

von Bert Flossbach

Eines der wichtigsten Ziele der neuen Regierung ist die Wiederbelebung der deutschen Wirtschaft. Das kann nur gelingen, wenn man ausufernde staatliche Vorschriften den Realitäten anpasst.

Die geopolitischen Verwerfungen stellen Europa vor große Herausforderungen. Und tatsächlich: Es tut sich was. Donald Trumps Furor hat die europäischen Staaten zusammenrücken lassen. Die Ankündigung der neuen Bundesregierung, zwei als Sondervermögen deklarierte gigantische Schuldentöpfe aufzulegen, stieß am Aktienmarkt und im Ausland auf ein positives Echo. Internationale Journalisten, Analysten und Investoren feierten dies als finanzpolitische Wende und Chance für mehr Wachstum in Deutschland und Europa. Die Hoffnung auf eine Verbesserung der Verteidigungsfähigkeit, Sanierung der maroden Infrastruktur und mehr Wirtschaftswachstum ist groß. Doch mit Geld allein ist es nicht getan.

Neue Schuldenpakete reduzieren jedoch den Reformdruck im ausufernden deutschen Wohlfahrtsstaat. Die von Politikern geschürte Anspruchshaltung vieler Bürger, dass der Staat für alles aufkommen und alles regeln soll, würde weiter verstärkt. Die militärische und finanzpolitische Wende muss deshalb um eine mentale Zeitenwende, eine Reformagenda, ergänzt werden – fordern und fördern. Der Staat muss den Menschen wieder mehr Eigenverantwortung zumuten und sich auf seine Kernaufgaben konzentrieren. Dazu gehören auch einschneidende Reformen der Bürokratie und des sich immer weiter aufblähenden Verwaltungs- und Beamtenapparats, der das ganze Land lähmt.

Viel Geld droht im Behördenapparat zu versickern und nur teilweise dort anzukommen, wo es hingehört. 10,7 Milliarden Euro erhalten die Jobcenter aus Steuergeld, um Leistungsempfängern eine Stelle zu vermitteln. Davon fließen 6,5 Milliarden in die Verwaltung. „Wie viele Menschen die Jobcenter am Ende in Arbeit bringen, spielt eine untergeordnete Rolle“, sagt Roman Wink, Arbeitsmarktexperte der Bertelsmann Stiftung.

ZIEL- STATT PROZESSORIENTIERUNG

Damit Deutschland wieder in die Spur kommt, muss mehr passieren, als neue Sondertöpfe zu beschließen. Der gesamte Verwaltungsapparat muss von Prozess- auf Zielorientierung →

umgestellt werden. Die Einhaltung bürokratischer Prozesse ist zum Selbstzweck verkommen. Das eigentliche Ziel und die benötigte Zeit sind sekundär. Ergebnis sind lange Genehmigungszeiten und Tausende Zombie-Baustellen auf Deutschlands Straßen, auf denen nichts vorangeht. Behörden haben auch deshalb keine Eile, weil Schnelligkeit offenkundig wäre, dass es auch mit weniger Personal ginge. Das will kein Behördenleiter.

Es geht aber auch anders, wie die Schweiz zeigt. Hier ist es üblich, dass Bauunternehmen, etwa beim Straßenbau, eine Baustellenmiete zahlen müssen, um einen finanziellen Anreiz zu haben, effizient zu arbeiten und die Bauzeit möglichst kurz zu halten. Künstliche Intelligenz (KI) könnte helfen, die Genehmigungsprozesse und andere Regelwerke in einzelne Bestandteile zu zerlegen, parallel abzuwickeln und die langen Bearbeitungsketten zu verkürzen.

BAUBREMSE BÜROKRATIE

Auch die Baugesetzgebung mit einem Gestrüpp aus Bundesbaurecht, 16 Landesbauordnungen und EU-Richtlinien steht einer Revitalisierung Deutschlands entgegen. Nach Schätzung des Deutschen Städte- und Gemeindebundes hat sich die Zahl der Bauvorschriften in den vergangenen Jahrzehnten von rund 5.000 auf über 20.000 mehr als vervierfacht – davon 3.900 DIN-Normen. Die Zahl der zu beachtenden Regelwerke stieg laut der Baukostensenkungskommission der Bundesregierung von 650 im Jahr 1994 auf 3.700 im Jahr 2022.

Das macht Bauen teuer und das Ziel von jährlich 400.000 neuen Wohnungen unerreichbar. Wie sollen die 500 Milliarden Euro des neuen Infrastrukturprogramms angesichts der komplexen Genehmigungsprozesse, Ausschreibungsverfahren und gelähmten Verwaltung sinnvoll, effizient und fristgerecht investiert werden? Wie viel davon wird im ineffizienten Staats- und Verwaltungsapparat versickern?

Welche negativen Auswirkungen haben die zusätzliche Staatsnachfrage auf die (Bau-)Kosten und Zinsen für Privat-

unternehmen und Privathaushalte und der Abzug von Mitarbeitern aus der Privatwirtschaft („Crowding out“-Effekt)?

**HIGHTECH-BEDROHUNG,
LOWTECH-BESCHAFFUNG**

Ähnliches gilt für den Einsatz der Sondermittel im Verteidigungsbereich. Schweres Gerät wie Panzer, Schiffe und teure F35-Kampffljets allein entsprechen aber nicht den Erfordernissen der heutigen Bedrohungslage.

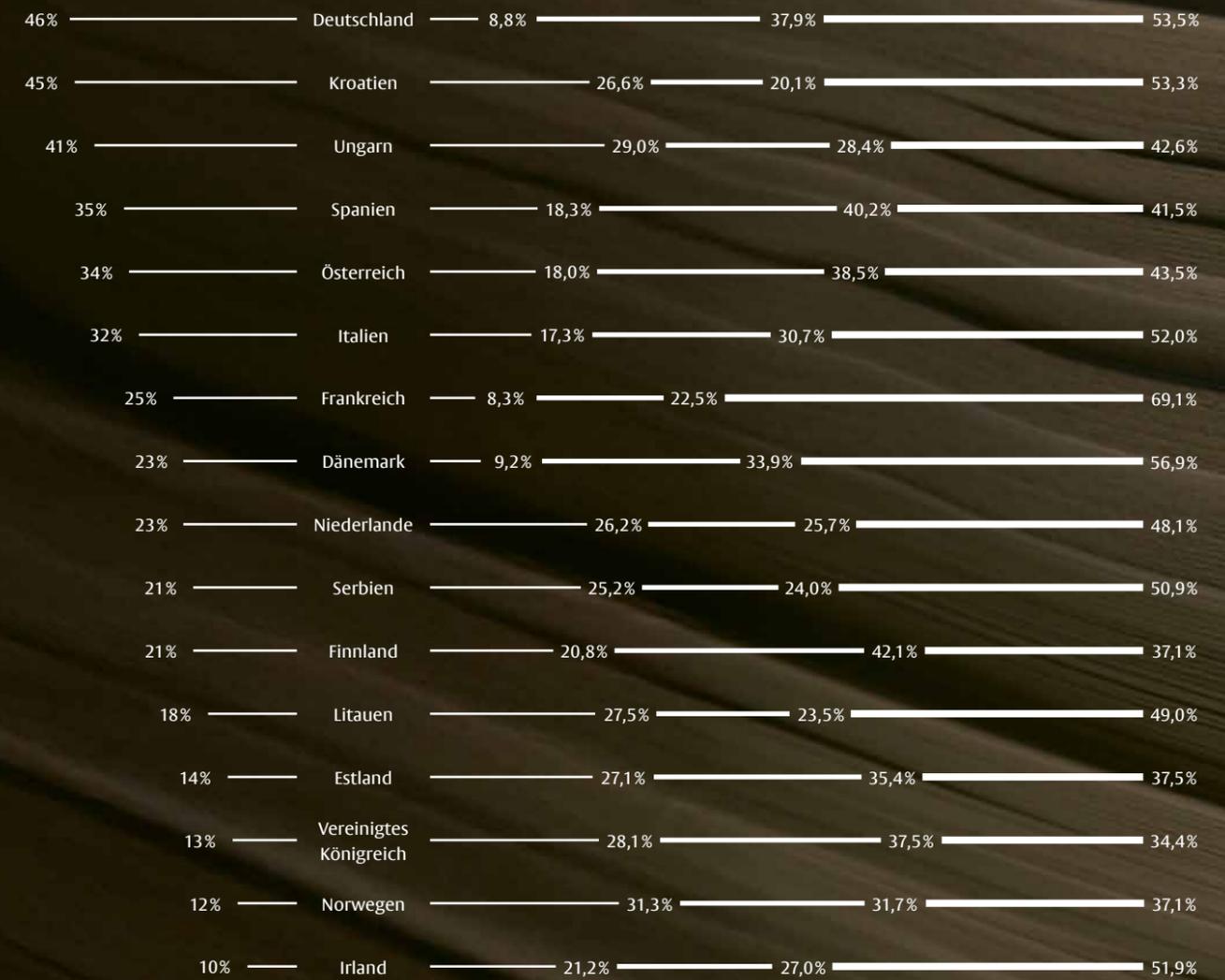
Hierzu braucht es mehr neue Technologie wie KI-gesteuerte vernetzte Drohnen, Luftabwehr und IT-Systeme für den Cyberkampf. Wer entscheidet, wofür die Mittel ausgegeben werden sollen, und wie lange wird das dauern? Und zu guter Letzt: Schaffen es die 11.800 Mitarbeiter des Bundeswehr-Beschaffungsamts, ihre Faxgeräte rechtzeitig in Stellung zu bringen, um die Orders zu erteilen?

Nur wenn es der Politik gelingt, den gordischen Knoten der ausufernden Bürokratie zu zerschlagen, können die beiden Sonderschuldentöpfe die erhoffte Wirkung erreichen. Das Dickicht von Gesetzen, Verordnungen und Regeln muss ausgedünnt werden. Kein leichtes Unterfangen angesichts des hohen Anteils von Juristen und der geringen Praxiserfahrung von Führungskräften in der öffentlichen Verwaltung (vgl. Grafik 1 und 2).

**DEUTSCHLANDS PROJEKTFIASKO:
EIN MANGEL AN VERANTWORTUNG**

Die Führungsschwäche reicht vom Staatsapparat bis hinunter zu den kommunalen Behörden (vor allem Großstädte). Missstände werden als gottgegeben akzeptiert. Im Zweifel ist jemand anders schuld, eine andere Behörde, das Land, der Staat oder die EU.

Es herrscht ein Klima von institutionalisierter Nichtverantwortung. Wenn etwas nicht läuft, muss es einen Verantwortlichen geben. Auch die Umsetzung muss „Chefsache“ sein. Mit verantwortungs- und haftungsfreiem Bauen hat →



Grafik 1
Zu viele Juristen
Juristen in Führungspositionen der Verwaltung

Quelle: Kussel, G./Pavleka, S./Schmidt, C. M.:
Innovationssystem Deutschland –
Effizienz und Agilität der
öffentlichen Verwaltung erhöhen
(acatech STUDIE), München 2024,
Flossbach von Storch

Grafik 2
Zu wenig Erfahrung in der Privatwirtschaft
Privatwirtschaftliche Berufserfahrung
von Führungskräften in der öffentlichen Verwaltung

Berufliche Erfahrung aus der Privatwirtschaft (in Prozent):
— Mehr als 5 Jahre
— 1 bis 5 Jahre
— Keine oder weniger als 1 Jahr

Quelle: Kussel, G./Pavleka, S./Schmidt, C. M.:
Innovationssystem Deutschland –
Effizienz und Agilität der öffentlichen Verwaltung erhöhen
(acatech STUDIE), München 2024, Flossbach von Storch

**Bäcker wollen Brot backen,
statt ihre Zeit mit dem
Ausfüllen von Formularen
zu verschwenden.**

beispielsweise die Stadt Köln allein für die Renovierung der Oper mehr als eine Milliarde Euro verschwendet. Vor zehn Jahren sollte die Wiedereröffnung erfolgen, bald soll es dann so weit sein. Für die nächsten beiden Jahre erwartet die Stadt Haushaltsdefizite von insgesamt mehr als 800 Millionen. Weitere Großprojekte stehen an. Vielleicht helfen die Milliarden des neu geschaffenen Sondertopfs.

Was für Köln gilt, gilt für das ganze Land. Es fehlt nicht an Geld, sondern an Verantwortung. Die gebetsmühlenartige Kritik an zu viel Bürokratie löst kein Problem, solange sich niemand der Sache annimmt. Projekte zu beschließen, reicht nicht. Die Führungsebene in Politik und Verwaltung muss das Ganze auch verantwortlich umsetzen. Unternehmer kennen das als Führung, Controlling und Haftung.

Wenn das Schicksal verantwortlicher Personen an den Erfolg eines Großprojekts gekoppelt ist, geht es voran, wie das Beispiel des LNG-Terminals in Wilhelmshaven mit einer Bauzeit von nur sieben Monaten zeigt. Das ist leider die Ausnahme. Der Neubau der Talbrücke Rahmede an der A45 bei Lüdenscheid kommt zwar gut voran, aber von der Sperrung bis zur Sprengung der alten Brücke vergingen eineinhalb Jahre. Nun ist Berlin betroffen, wo die seit zehn Jahren als marode bekannte Ringbahnbrücke der A100 für den Verkehr gesperrt wurde und für den Neubau erst einmal ein langwieriges Planfeststellungsverfahren droht.

Ein nicht mehr funktionsfähiger Staat verliert das Vertrauen der Menschen. Der Ausgang der Bundestagswahl im Februar wurde von der Politik falsch interpretiert. Es sind nicht die politischen Ränder, die an Attraktivität gewonnen haben, es sind die Parteien der Mitte, die bei den Wählern ihre Legitimation verlieren, weil sie deren Probleme nicht ernst nehmen. Bezahlbares Wohnen, innere und äußere Sicherheit, ein nachhaltiges soziales Sicherungssystem und ein gesetzliches Rahmenwerk, das unternehmerische Tätigkeit und Wirtschaftswachstum fördert, um das Land am Laufen zu halten. Bäcker wollen Brot backen, statt ihre Zeit mit dem Ausfüllen von Formularen zu verschwenden.

ESG: EIN NICHT NACHHALTIGES BÜROKRATIEMONSTER

Auch ideologisch motivierte Regelwerke wie die ESG-Nachhaltigkeitsregulierung passen nicht mehr in die Zeit. Eingebettet in die drei Buchstaben E (=Environmental), S (=Social) und G (=Governance) hat die EU 2020 ein wohlmeinendes, aber komplexes und schwammiges Regelwerk erlassen, das umwelt- und sozialverantwortliches Investieren fördern soll. In der Praxis hat sich die ESG-Taxonomie für nachhaltiges Investieren als Paradebeispiel für kontraproduktive Bürokratie erwiesen. In Umkehrung von Goethes Mephistopheles (Faust: Der Tragödie erster Teil) könnte man das Werk der Brüsseler Bürokraten wie folgt beschreiben:

*„Wir sind ein Teil von jener Kraft,
die stets das Gute will
und stets das Böse schafft.“*

Die Taxonomie ist der ideologisch motivierte Versuch, die Anlagewelt in Gut und Böse unterteilen zu wollen. Sie ist Ausdruck einer gefühlten moralischen Überlegenheit und getragen von einem tiefen Misstrauen gegenüber unternehmerischem Handeln. Nachhaltigkeit ist keine eindeutig definierbare Messgröße, sondern eine durch langfristiges Denken und integriertes Handeln geprägte Einstellung. Nachhaltige Unternehmen bieten ihren Kunden überzeugende Produkte und Dienste an, motivieren ihre Mitarbeiter, pflegen einen fairen Umgang mit Geschäftspartnern, berücksichtigen Umweltbelange, halten sich an die Gesetze und zahlen Steuern. Viele Unternehmen, vor allem Mittelständler, agierten schon Jahrzehnte nachhaltig, bevor praxisfremde EU-Bürokraten auf die Idee kamen, ihnen zu erklären, was das eigentlich ist.

Die Hybris, die hinter dem Taxonomie-Entwurf steht, und die zahlreichen Ungereimtheiten des Regelwerks hatten wir bereits im Jahr 2018 in mehreren Kapitalmarktberichten ausführlich beschrieben. Schwer messbare Kriterien und

widersprüchliche Einstufungen (Atomenergie in Frankreich grün, in Deutschland nicht), die sich im Zeitablauf ändern können (Rüstungsgüter) oder mit einem gigantischen Erhebungsaufwand verbunden sind (Lieferkettengesetz), sind Ausdruck einer nicht nachhaltigen Regulierung. Zudem erlauben wachswenige Formulierungen im Zweifel nahezu alles als gut, nachhaltig und damit ESG-konform zu definieren.

Ein ganzes Ökosystem entstand. ESG-Ratingagenturen, Berater, Zertifizierer, Anwälte, Wirtschaftsprüfer, NGOs, ESG-Fachabteilungen und ESG-Fonds erhofften sich neue lukrative Betätigungsfelder. Fonds mit ESG- oder Nachhaltigkeits-Label schossen wie Pilze aus dem Boden, viele bestehende Fonds wurden einfach umbenannt und als nachhaltig deklariert. Oft handelte es sich nur um alten Wein in neuen ESG-Schläuchen.

„Greenwashing“ schien opportun, bei Finanzprodukten und in den Geschäftsberichten von Unternehmen. Nutznießer des Regelwerks verweisen gerne auf die erzielten Fortschritte, etwa wenn Unternehmen in den letzten Jahren ihren CO₂-Ausstoß oder Wasserverbrauch gesenkt haben.

Dies ist aber nicht der ESG-Bürokratie zu verdanken, sondern Ergebnis wirtschaftlicher Erwägungen und neuer Technologien. Inzwischen hat das ESG-Label einen faden Beigeschmack bekommen. Die ESG-Profiteure fürchten um ihre Pfründe und hoffen, das Bürokratiemonster mit etwas „Fine-tuning“ noch zu retten. Das würde aber alles noch komplexer machen. Deshalb sollte der Feldversuch beendet und das Regelwerk der Taxonomie abgeschafft werden.

Dann bliebe es dem Gesetzgeber überlassen, sinnvolle Rahmenbedingungen zu schaffen, innerhalb derer die Unternehmen nachhaltig wirtschaften können. ◆



„Mein Mantra für schwierige Zeiten“

Ein Hintergrundgespräch mit dem Fokus auf Finanzmärkte,
die Anlagestrategie und Kernkompetenzen
mit Flossbach von Storch - Gründer Kurt von Storch
und dem geschäftsführendem Direktor und
Portfoliomanager Tobias Schafföner.

→

Herr Schafföner, seit Jahresbeginn beherrscht der neue US-Präsident Donald Trump die Schlagzeilen. Mit seiner Zollpolitik, dem rabiaten Umgang mit früheren Verbündeten und weiteren erratischen Maßnahmen. Wie relevant ist das für Anlegerinnen und Anleger?

TOBIAS SCHAFFÖNER: Leider sehr relevant. Nicht nur das Börsenklima, sondern auch die fundamentale Situation der Weltwirtschaft hat sich eingetrübt. Eine merkantilistische Außenhandelspolitik führt zu einer „Lose-lose“-Situation. Durch Handelshemmnisse verteuern sich Güter für Konsumenten wie bei einer Steuer. Die Vermischung der politischen Ziele und die Beliebigkeit von Trumps Vorgehen erhöhen aber vor allem die Unsicherheit – das schafft kein Umfeld, in dem sich das Konsumentenvertrauen und die Investitionsneigung der Unternehmen positiv entwickeln können.

Das klingt nach einer problematischen Gemengelage. Herr von Storch, Sie haben Ihre Anlagestrategie darauf ausgerichtet, in schwierigen Zeiten standzuhalten?

KURT VON STORCH: Ja, das könnte eine dieser Phasen sein, in denen man Entwicklungen nicht einfach fortschreiben kann. Und das empfanden wir ganz ähnlich, nachdem im Jahr 2000 die Dotcomblase platzte und der Abwärtstrend an den Märkten bis 2003 dauern sollte. Damals waren wir ein junges Unternehmen mit wenigen Kunden. Bert Flossbach und ich haben uns dann gefragt, was der größte gemeinsame Nenner ist, der unsere Kunden verbindet. Und das war diese defensive Idee, die Kaufkraft eines bestehenden Vermögens zu erhalten.

Will nicht jemand, der Vermögen hat oder aufbaut, vor allem, dass es wächst?

KURT VON STORCH: Auf lange Sicht muss das natürlich der Anspruch sein. Aber in schwierigen Zeiten geht es eben erst mal

darum, das Vermögen in seiner Kaufkraft zu erhalten, also nach Kosten, Steuern und Inflation. So sind diese fünf Punkte entstanden, um das mittelfristig zu erreichen: Unser Pentagramm, das unsere Anlagephilosophie beschreibt und an dem sich alle Anlageentscheidungen bei uns orientieren. Diese Strategie hat in nachfolgenden Krisen gut funktioniert. Mir hilft es immer, wenn ich bei Marktturbulenzen ins Grübeln komme.

Können Sie das beschreiben? Auch seit Jahresbeginn gibt es diese Unruhe an den Finanzmärkten.

KURT VON STORCH: Es gab ja bereits im ersten Quartal Kursrückgänge – insbesondere bei US-Technologie-Aktien. Wenn ich mir in solchen Zeiten Sorgen mache, führe ich mir die fünf Grundsätze wie ein Mantra vor Augen. Dass also in unseren Portfolios nicht alle Eier in einem Korb liegen. Oder unser Fokus auf Qualität. Nehmen wir eine Immobilie. Für eine gute Lage wird man etwas mehr bezahlen (müssen). Dafür bleibt das Objekt mit hoher Wahrscheinlichkeit gefragt. Ähnliches gilt für die Aktien von Qualitätsunternehmen, auch wenn diese zwischenzeitlich auch mal von Turbulenzen mitgerissen werden können.

TOBIAS SCHAFFÖNER: Qualitätsunternehmen – ein ambivalentes Wort. Aber Unternehmen mit starken Geschäftsmodellen – mit Wettbewerbsvorteilen, einer gewissen Preissetzungsmacht, einer soliden Bilanz und nicht zuletzt einem fokussierten Management – können sich auf Krisenzeiten einstellen. Und die Historie zeigt: Die Besten überstehen solche Phasen nicht nur unbeschadet, sondern verbessern oft noch ihre Marktposition.

KURT VON STORCH: Und das beruhigt mich in unruhigen Zeiten – auch wenn wir unsere Positionen immer wieder auf den Prüfstand stellen. Die Nummer drei in unserem Pentagramm ist Flexibilität. Nehmen wir die Zeit der Pandemie. Da sind Dinge passiert, die niemand erwartet hat, einfach so über Nacht. Sie haben unsere Welt verändert. Dann sind Vermögen anzupassen an diese neue Welt. Zudem sollte der, der schon ein Vermögen hat, die Menge an Fremdkapital niedrig halten,

um solvent zu bleiben. Wir kennen genügend Beispiele von Unternehmen, die hatten im falschen Moment zu viel Fremdkapital. Zu guter Letzt gibt es den Faktor Wert: Man sollte auch für gute Qualität nicht jeden Preis bezahlen. Und so bieten uns Marktturbulenzen wie derzeit oft sogar Einstiegskurse.

Marktturbulenzen beziehungsweise echte Börsenkrisen haben Sie einige erlebt?

KURT VON STORCH: Oh ja. Ich habe am 5. Oktober 1987 als Portfoliomanager in New York begonnen. Zwei Wochen danach kam der „Schwarze Montag“. Er hat mich begrüßt in meinem Berufsleben. Dieser 19. Oktober, als der US-Markt an einem Tag um 20 Prozent fiel – der größte Tagesverlust aller Zeiten. Dennoch ging es weiter. Bis Ende der 1980er-Jahre schnellte erst mal Japan durch die Decke. Der Nikkei erreichte fast 40.000 Punkte. Doch mit dem Jahreswechsel 1989/90 begann ein Kursrutsch. Es hat 35 Jahre gebraucht, bis die 40.000 wieder erreicht wurden.

Nun waren aber die wenigsten Euroanleger im Nikkei investiert, oder?

KURT VON STORCH: Das mag sein. Doch auch der MSCI World umfasste damals zu 40 Prozent diese hochgelaufenen japanischen Aktien. Seine Zusammensetzung richtet sich nach dem Börsenwert der Indexmitglieder. Je besser also eine Aktie läuft, desto höher wird ihr Anteil. Das war auch in den vergangenen beiden Jahren zu beobachten, als der Anteil der größten US-Technologie-Werte, der „Magnificent Seven“, im MSCI World auf mehr als 23 Prozent und im S&P 500 sogar auf zeitweise 41 Prozent gestiegen ist.

Inzwischen sind die Kurse der US-Technologie-Aktien ja schon etwas zurückgekommen. Zudem war zuletzt immer öfter von der „Trumpcession“ die Rede. Herr Schafföner, wie schätzen Sie die aktuelle Lage an den US-Finanzmärkten ein?

→

„Wenn ich mir in solchen Zeiten Sorgen mache, führe ich mir die fünf Grundsätze wie ein Mantra vor Augen.“

Kurt von Storch

TOBIAS SCHAFFÖNER: Dass die Bewertungen einiger US-Technologie-Aktien korrigiert haben, kam aus unserer Sicht nicht überraschend. Die Bewertungsprämien zum Marktdurchschnitt waren hoch – gleichzeitig wurde immer mehr Geld im Bereich Künstliche Intelligenz, also KI, investiert. Ein Thema, das einige Zeit für Euphorie sorgte. Doch Ende Januar sind mit der Veröffentlichung des chinesischen DeepSeek-Sprachmodells Zweifel gewachsen, ob der Technologie-Vorsprung, der US-Technologie-Unternehmen bisher wie ein Schutzwall gegen Konkurrenz schützte, womöglich doch nicht so groß sein könnte wie erwartet. Trumps erratische Zollpolitik hat das Börsenklima in den USA zusätzlich eingetrübt. Sein Versuch, „Deals“ zu machen und Zölle wieder zurückzunehmen mag die Rezessionswahrscheinlichkeit kurzfristig wieder senken. Nichtsdestotrotz zerstört die Politik des US-Präsidenten Vertrauen – bei Verbündeten, Konsumenten und Unternehmen. Das dürfte auf dem US-Wachstum und damit auch auf Unternehmensgewinnen und Aktienkursen lasten.

Und was bedeutet diese Gemengelage nun für Ihre Multi-Asset-Portfolios?

TOBIAS SCHAFFÖNER: Um die oberste Leitlinie unserer Anlagephilosophie aufzugreifen: Das Wichtigste ist eine kluge Diversifikation. Wir stellen unsere Portfolios niemals so auf, dass ein negatives Szenario uns komplett auf dem falschen Fuß erwischt. Wir erwarten angesichts der politischen Vorzeichen weiterhin einen strukturellen Inflationsdruck – insofern wäre es unseres Erachtens falsch, die Aktienquoten zu weit zu reduzieren. Unter der Oberfläche können sich zudem auch interessante Chancen ergeben. Bei der Aktienselektion galt es in den vergangenen Quartalen, eine gewisse Bewertungsdisziplin zu wahren und insbesondere bei Technologie-Titeln bei steigenden Bewertungen Positionsgrößen zu begrenzen. Gleichzeitig gab es in Sektoren wie nicht zyklischem Konsum und Pharma Möglichkeiten, echte Schnäppchen zu machen.

Und bei Anleihen?

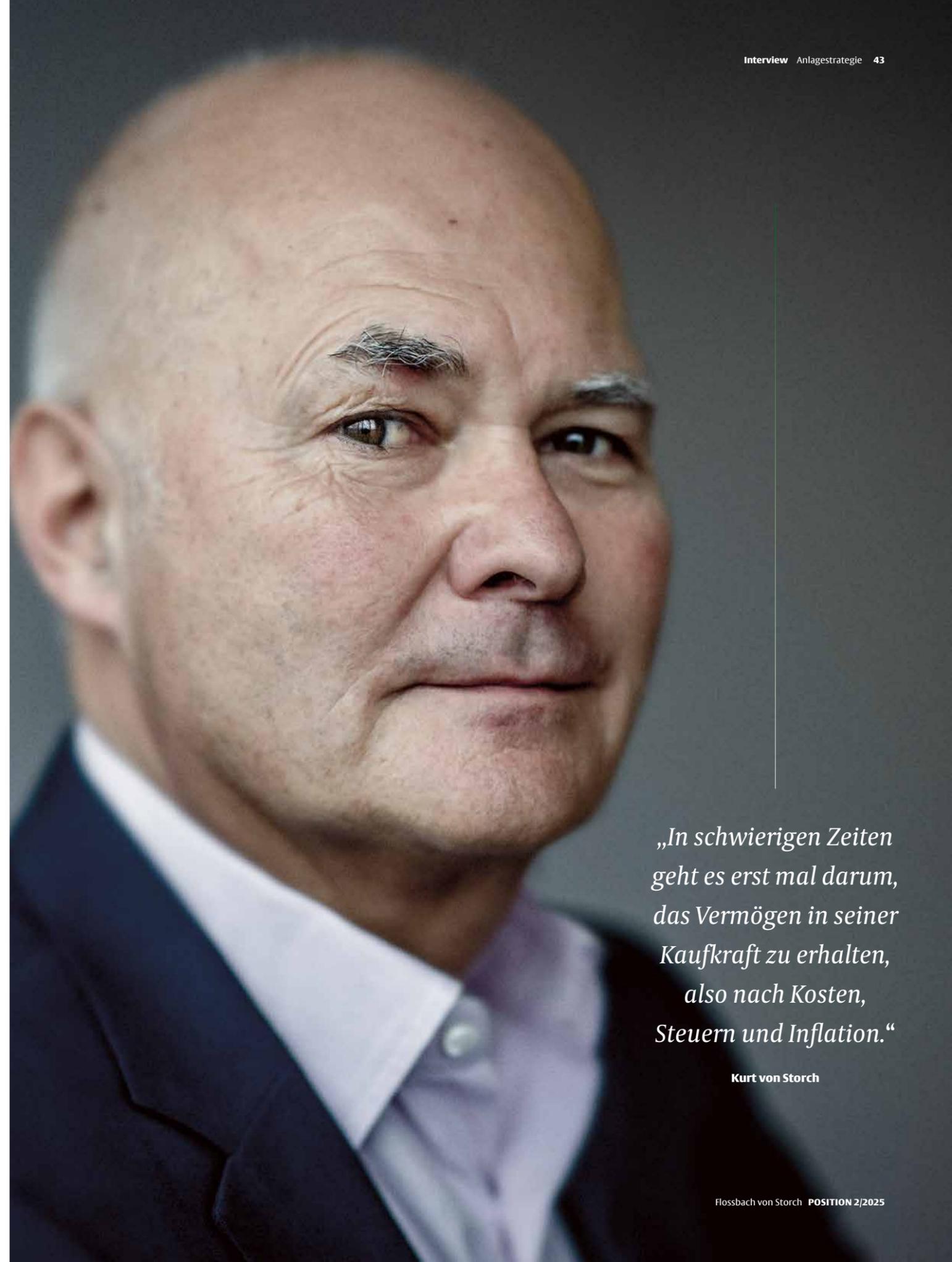
TOBIAS SCHAFFÖNER: Anleihen können trotz sinkender Leitzinsen weiterhin laufenden Ertrag in ein Portfolio bringen – und bieten je nach Risikoszenario auch einen Puffer, wenn Aktienkurse fallen. Das haben wir beispielsweise Anfang April in den USA gesehen: Als die Konjunktursorgen wuchsen, fiel die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen von 4,8 Prozent auf 3,9 Prozent. Und mit den fallenden Renditen stiegen die Anleihekurse. Allerdings hatte sich dieser Diversifikationseffekt wenige Tage später bereits ins Gegenteil verkehrt, was die Komplexität der gegenwärtigen Situation unterstreicht.

Können Sie das etwas näher erläutern?

TOBIAS SCHAFFÖNER: US-Staatsanleihen haben gemeinhin den Status eines sicheren Hafens. Das heißt in Krisenphasen, beispielsweise bei aufkeimenden Konjunktursorgen, strömen Investoren in die vermeintlich risikoarmen Papiere, was in der Regel zu fallenden Renditen und steigenden Kursen führt. Allerdings hat die irritierende Zollpolitik des US-Präsidenten ebendiese Gesetzmäßigkeit infrage gestellt, weil das Vertrauen der Auslandsinvestoren in die USA und ihre Institutionen gelitten hat. Das führte dazu, dass weder US-Dollar noch US-Staatsanleihen im jüngsten Marktstress „puffern“ konnten, sondern im Gleichlauf mit Aktien an Wert verloren. Diversifikation muss also immer ex ante und nicht mit Blick in den Rückspiegel diskutiert werden.

Hat der US-Dollar seinen Status als Weltleitwährung jetzt eingebüßt?

TOBIAS SCHAFFÖNER: So weit würde ich nicht gehen. Die USA verfügen noch immer über den mit Abstand größten Kapitalmarkt der Welt und sind stark in das globale Finanzsystem integriert. Ich sehe derzeit auch keinen Währungsraum, der zeitnah in die Rolle des US-Dollars schlüpfen könnte. Gleichwohl hat der Ausnahmestatus von US-Dollar und US-Staatsanleihen →



„In schwierigen Zeiten geht es erst mal darum, das Vermögen in seiner Kaufkraft zu erhalten, also nach Kosten, Steuern und Inflation.“

Kurt von Storch

„Schließlich
ergeben sich in
turbulenten Zeiten
auch regelmäßig
die größten Chancen.“

Tobias Schafföner

zuletzt einige Risse bekommen. Die zurückliegenden Rekorde beim Goldpreis sollte man auch vor diesem Hintergrund betrachten – ein erstes Warnsignal. Dabei sind die Gründe für diese Entwicklung vielschichtig und liegen nicht nur in der US-Außenpolitik. Auch innenpolitisch sorgte Trump mehr als einmal für Aufsehen. Nicht zuletzt, weil er die Unabhängigkeit der US-Notenbank Federal Reserve, der Fed, infrage stellte und den Fed-Vorsitzenden Jerome Powell – vorsichtig formuliert – mehrfach zu Zinssenkungen drängen wollte.

Doch der US-Notenbankpräsident blieb standhaft und hat die Leitzinsen zuletzt nicht mehr gesenkt ...

TOBIAS SCHAFFÖNER: Das ist richtig. Wenn wir auf die Konjunktur in den USA schauen, auf Zölle, Inflation, Schuldenaufnahme; dann hat die US-Notenbank den Zins aus gutem Grund nicht weiter nach unten angepasst. In den USA sind die Aufwärtsrisiken für die Inflation in Summe derzeit ausgeprägter als in der Eurozone. Und hier kommt einmal mehr Donald Trump ins Spiel. Er hat schon in der Wahlnacht gesagt, dass er Schulden senken, die Inflation senken, aber auch Zölle erhöhen und Migranten ausweisen will. Gleichzeitig kündigte er auch noch an, dafür sorgen zu wollen, dass es konjunkturell läuft.

KURT VON STORCH: Die Quadratur des Kreises. Allein Zölle erhöhen und Inflation senken, das kann nicht zusammengehen.

TOBIAS SCHAFFÖNER: So wie die Politik derzeit gemacht wird, sorgt sie für steigende Preise – in Europa mit den erwartbar höheren Sicherheits- und Verteidigungsbudgets und in den USA aufgrund der Zoll- und Migrationspolitik. Das hat handfeste Relevanz für Anleger. Wer aufgrund der politischen Unsicherheiten sein Geld nicht in die Kapitalmärkte investiert und auf dem Konto liegen lässt, läuft Gefahr, dass sein Vermögen an Kaufkraft verliert. Solange die Inflation auf oder über dem Notenbankziel liegt, ist der Anspruch Kaufkraftverlust eben kein Selbstläufer.

Zumal auch die Schulden in Europa erheblich steigen dürften. In den USA sind sie ohnehin schon enorm hoch.

TOBIAS SCHAFFÖNER: Bei diesem Thema kann man schnell in eine Negativitätsspirale geraten. Anleger können aber auch ganz pragmatisch Schlüsse ziehen. Es braucht einen hinreichenden Anteil an Sachwerten im Portfolio – neben Aktien sollten wir daher auch über Gold reden. Unserer Meinung nach eine Art Absicherung für die Risiken im Finanzsystem. Und diese ist zuletzt so gut aufgegangen, dass es fast unheimlich ist.

KURT VON STORCH: Gold ist für uns ein strategisches Investment. Wir haben uns früh darauf verständigt, dass es ein Teil der Allokation sein sollte. Wir verstehen es als Währung und als Teil der Diversifikation, nicht als einen Rohstoff. Im Hintergrund stand dabei immer die Situation der steigenden Schulden. Und die hat sich weiter verschärft.

Der Goldpreis ist zu neuen Rekorden geeilt, während es an den US-Börsen zeitweise erhebliche Rückschläge gab. Gleichzeitig ist die Unsicherheit noch immer hoch. Also besser aus Aktien aussteigen?

TOBIAS SCHAFFÖNER: Nein, Aktien bleiben die Anlageklasse mit dem höchsten Renditepotenzial für langfristig orientierte Anleger. Und letztlich auch die Anlageklasse mit dem besten eingebauten Inflationsschutz.

Vielen Dank für das Gespräch.

Flucht in Sicherheit

von Lars Conrad

Das, was früher einmal galt, gilt nicht mehr. Der „Westen“, eine Gemeinschaft vieler Staaten, die für Demokratie, Freiheit und Recht standen, droht zu zerfallen. Ängste vor einem Epochenbruch machen sich breit.

Das zeigte sich zuletzt, als Donald Trump der Welt eine Liste mit Zöllen präsentierte, die das Potenzial haben, das globale Wirtschaftssystem in eine schwere Krise zu befördern. Oder als der erratische US-Präsident mit seinem „Vize“ den ukrainischen Präsidenten Wolodymyr Selenskyj vor der internationalen Presse erst vorführte – und dann abblitzen ließ. Spätestens seit diesen medialen Inszenierungen steht wohl fest: Die Pax Americana, die seit dem Zweiten Weltkrieg für geopolitische und wirtschaftliche Stabilität steht, steht zur Disposition.

Der vielleicht beste Indikator, wenn es zu geopolitischen Verwerfungen kommt, ist der Anleihemarkt. Wenn es an den Börsen kracht, setzt eine Flucht in Sicherheit ein. Dann sind Bonds von sicheren Emittenten gefragt. Allen voran von Staaten, bei denen ein Ausfallrisiko (bisher) nicht existierte.

Gleichfalls droht eine neue Anleiheflut an den Märkten. Und das nicht nur wegen allzu verteilungsfreudigen Politikern oder weil Altkredite aus den Nullzins-Jahren zu den zuletzt deutlich höheren Zinsen refinanziert werden müssen. Europa muss die eigene Sicherheit nun selbst in die Hand nehmen. Aufrüstung muss finanziert werden – und das geht nur am freien Markt. Die für viele überraschende Schuldenchwemme spiegelt sich in den Renditen von deutschen Bundesanleihen, die zwischenzeitlich rasant anstiegen.

Gleichfalls gab es am Bondmarkt trotz einiger Turbulenzen keinen massiven Ausverkauf, die große Finanzkrise blieb aus. US-amerikanische und deutsche Staatsanleihen gelten traditionell als sichere Häfen in stürmischen Börsenzeiten. Gilt das auch noch unter einem Präsidenten Donald Trump?

Wenn es
an den
Börsen kracht,
setzt eine
Flucht in
Sicherheit ein.

Wenn die Amplitude ausschlägt

Die Ankündigung, dass die USA ihre Handelspartner mit historisch hohen Zöllen konfrontieren wollen, sorgte für Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten. US-Staatsanleihen waren (zunächst) als sichere Anlagen begehrt. Doch dann kamen Zweifel auf.

Der Tag der Freiheit brachte den Amerikanern – und auch dem Rest der Welt, vor allem eines: neue Unsicherheiten. Kurz nachdem US-Präsident Donald Trump am „Liberation Day“ eine Tafel mit neuen Zöllen enthüllte, reagierten die Märkte. Die Angst vor einem globalen Handelskrieg ging um – und die globalen Aktienmärkte brachen ein.

Im Gleichklang stiegen die Kurse bei US-Staatsanleihen. Anlegerinnen und Anleger lüchteten in sichere Häfen, US-Treasuries gelten seit Generationen als weitgehend risikofreie Anlagen, die aktuell auch noch auskömmliche Zinsen abwerfen. Eine steigende Nachfrage macht ein Gut teurer, so ist das auch auf dem Anleihemarkt.

In der „heißen Phase“ stiegen die Kurse für US-Staatsanleihen, vor allem bei langen Laufzeiten. Wenn die Kurse steigen, dann fallen die Zinsen – in der Spitze fiel die Rendite von 10-jährigen Papieren an zwei Handelstagen um rund 40 Basispunkte. Zinsbewegungen wie diese sind am Anleihemarkt in so kurzer Zeit sehr außergewöhnlich, letztlich ein Krisenindikator.

Neue Narrative gingen rum, sowohl mit Blick auf das „große Ganze“, das Makro-Wirtschaftsgeschehen, als auch bei den Entwürfen konkreter Marktszenarien für die Zukunft. Über allen Prognosen schwebte vor allem die Befürchtung, dass in den USA – zumindest, wenn die exzessiven Zölle Bestand haben – eine Stagflation droht. Dass die Wirtschaft zunächst schwächelt und dann auch noch die Inflation anzieht. Obwohl sowohl die Dauer als auch die Vehemenz eines solchen Szenarios grundsätzlich nur sehr schwer prognostizierbar sind, ging die Angst vor einer großen Wirtschaftskrise um. Investoren schichteten ihre Anlagen um, gingen in den Risk-off-Modus. Qualität war wieder gefragt. Der Aktienbestand wurde umgeschichtet, im Anleihebestand waren schlechte Bonitäten weniger gefragt.

Sofort richteten sich die Blicke auf die Notenbanken. Der Federal Reserve (Fed) droht in einem solchen Szenario eine Gratwanderung. So könnte es etwa weniger Zinssenkungen in einem Umfeld einer sich beschleunigenden Inflationsdynamik geben. Oder, im Falle einer Rezession, schnellere Zinssenkungen – wenn sich die Inflation in diesem Szenario als „transitorisch“ erweisen könnte.

Entsprechend vorsichtig reagierte Fed-Präsident Jerome Powell, der zwar vor den deutlich gestiegenen Risiken warnte, aber erst mal abwartet. Angesichts der unklaren Lage dürften etwa eine Änderung der Leitzinsen in die eine wie in die andere Richtung wohl auch einem Glückspiel gleichen – auch wenn die Markterwartungen in der „heißen Phase“ stiegen. Während der Turbulenzen erwarteten Anleger und Anlegerinnen bis zum Jahresende 2025 Zinssenkungen von 80 Basispunkten – vor Trumps Zollauftritt waren es noch 70 Basispunkte. Und auch die kurzfristigen Inflationserwartungen stiegen rasant: Der Ein-Jahres-US-Inflationsswap stieg über Nacht um 20 Basispunkte auf 3,45 Prozent. Zum Vergleich: Im Oktober vergangenen Jahres notierte das Absicherungsinstrument noch bei rund 2,2 Prozent. →

Narrative können sich aber ändern. Auch mit Blick auf die Anleihemärkte. Vom Auftritt Donald Trumps (und den Reaktionen des Präsidenten und seiner Ratgeber) bleibt vor allem eines übrig: der Vertrauensverlust in die größte Volkswirtschaft der Welt. Mit Blick auf die Zölle fehlt den Verantwortlichen offenbar ökonomisches Basiswissen. Trotz aller Warnungen und Alarmsignale der Finanzmärkte änderten sie ihre nationalistische Politik erst mal nicht. Auch von den Republikanern, die Kongress und Repräsentantenhaus anführen, kam wenig Gegenwind.

Obwohl die Volatilität an den Börsen erst einmal weiterging, trotz sinkender Erwartung von Wirtschaftswachstum und ohne Impulse von der Fed, stiegen die Renditen der US-Staatsanleihen wieder an. Bereits nach wenigen Tagen überstiegen sie wieder das Vorkrisenniveau – obwohl die Ursache der Krise nicht beseitigt war. Das deutet vor allem darauf hin, dass die Attraktivität von US-Treasuries gesunken ist. Gerüchte über Treasuries-Verkäufe von China machten die Runde.

Vertrauen ist die Basis jedes Kreditgeschäfts, sei es in der Sparkasse um die Ecke oder am Staatsanleihemarkt. Noch haben Treasuries weltweit einen guten Ruf. Damit das auch in Zukunft so bleibt, braucht es aber eine verlässliche Politik, die sich an ökonomischen Realitäten orientiert.

Was bedeutet das nun für Anleger? Bonds erfüllen in Krisenzeiten ihren eigentlichen Zweck, sind ein Puffer für überraschende Ausschläge auf dem Aktienmarkt. Damit das funktioniert, sollte der Bondbestand aber sorgfältig zusammengestellt sein.

In unseren Bondportfolios waren wir beispielsweise bereits vor den jüngsten Entwicklungen eher defensiv aufgestellt. Bei der Kreditqualität lag der Fokus schon länger auf Topqualitäten, etwa bei Unternehmensanleihen. Währungsrisiken behalten wir im Blick.

Dann drehte der Wind, vor allem in den USA. Auch bei den vermeintlich dauerhaft krisenresistenten Staatsanleihen achten wir deshalb auf eine sorgfältige Diversifikation – sowohl nach Regionen als auch beim Schutz vor Inflation. Denn es gibt Alternativen zu den klassischen US-Staatsanleihen. Vergleichbare Titel aus Australien oder Neuseeland bieten ähnliche Renditen bei geringerer Verschuldung. Inflationsgeschützte Anleihen helfen in Zeiten, wenn die Preise auf Sicht wieder steigen könnten.

Das Ziel bleibt ein robustes Anleiheportfolio. Mindestens ebenso wichtig ist die Flexibilität. In turbulenten Zeiten kommt es oft zu Übertreibungen an den Märkten, die aktiven Anlegern Chancen bieten können. In einem Abverkauf kann es Schnäppchen geben, Anleihen von Emittenten, die zu Unrecht abgestraft werden.

Vertrauen ist die
Basis jedes
Kreditgeschäfts,
sei es in der
Sparkasse um die
Ecke oder am
Staatsanleihemarkt.

Sturmwarnung im sicheren Hafen

Donald Trumps Regierungsziel ist Disruption – auch in der Geopolitik. Das zeigt sich bei deutschen Bundesanleihen. Schon vor der Zollkrise stieg die Rendite so stark wie seit der Wiedervereinigung nicht mehr.

Wenn die Erde bebt, lassen sich die Ausschläge weit entfernt messen. Nicht in der Intensität wie im Epizentrum. Aber trotzdem schlägt der „Seismograf“ aus.

Im Zuge der Verwerfungen an den Finanzmärkten nach den Zollankündigungen von Donald Trump waren nicht nur Treasuries, sondern auch Deutsche Bundesanleihen gefragt. Bunds gelten als besonders sichere Anlagen. In der heißen Phase der US-Zollankündigungen stiegen ihre Kurse, wenn auch nicht so stark wie bei den US-Pendants. Die Rendite von 10-jährigen „Bunds“ fiel Anfang April temporär um bis zu 0,2 Prozentpunkte. Die Renditedifferenz zu US-Treasuries wurde kleiner, betrug in der Spitze noch etwas über 1,3 Prozentpunkte.

Auch wenn die Auswirkungen des amerikanischen Bondbebens auch bei den Bundesanleihen sichtbar sind, gibt es einen Unterschied. Denn Deutschlands Anleihemarkt hatte die Zeitenwende bereits vor der Zollkrise erreicht.

Angesichts immenser Kosten für Rüstung und Infrastruktur schafften der Deutsche Bundestag und der Bundesrat die „Schuldenbremse“ ab. Dabei handelt es sich um einen verfassungsrechtlichen Mechanismus, der die jährliche Nettokreditaufnahme des noch (vergleichsweise) gering verschuldeten Landes auf 0,35 Prozent des Bruttoinlandsprodukts beschränkt. Nach Lockerung der Bremse sollen kommende Rüstungsausgaben im Zuge eines Rückzuges der USA und ein Infrastrukturpaket in Höhe von rund 500 Milliarden Euro in der nächsten Dekade per Kredit finanziert werden.

Die Reaktionen des Markts ließen nicht lange auf sich warten. Es folgte ein Ausverkauf, die Renditen von deutschen Bundesanleihen, traditionell einer der sicheren Häfen auf dem Bondmarkt, schnellten plötzlich hoch. Bei zehnjährigen „Bunds“ ging es am 5. März mehr als 30 Basispunkte rauf. Das war die stärkste Bewegung seit der Wiedervereinigung im Jahr 1990.

Außerdem wurde die Zinsstrukturkurve, die Renditen von Bundesanleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten abbildet, merklich steiler. Langläufer rentieren höher als Kurzläufer, was letztlich auch ein Signal für wachsende Unsicherheiten ist. Die Renditen von kurzen Laufzeiten werden traditionell eher von der aktuellen Notenbankpolitik geprägt, während sich mögliche Unsicherheiten (etwa mit Blick auf ein größeres Angebot an Staatsanleihen) eher bei den langen Laufzeiten spiegelt.

Das Beispiel zeigt: Wie an jedem Markt kann es auch am Anleihemarkt zu Übertreibungen kommen. Und so waren auch die Renditeanstiege nach dem Ende der Schuldenbremse wohl etwas übertrieben. Nach dem Renditehoch ging es etwa bei 10-jährigen Bundesanleihen peu à peu wieder runter, zuletzt mit Unterstützung von Trumps Zollkrise.

Gerade bei Infrastrukturprojekten lohnt der Blick auf die Details, das gilt auch bei der Umsetzung des Schuldenbremsen-Exits. Auch wenn Bundestag und Bundesrat bereits grünes Licht gegeben haben, dürfte zumindest ein Teil der Maßnahmen erst mit deutlicher Verzögerung in Kraft treten. Baumaßnahmen und die Umsetzung von Rüstungsaufträgen brauchen Zeit. Es dauert also, bis sie mit Krediten gegenfinanziert werden – und das Angebot an Bundesanleihen am Markt merklich steigen wird.

Und so zeigt auch diese Entwicklung, die zumindest in Deutschland wochenlang die Schlagzeilen beherrschte, vor allem eines: Spekulative Übertreibungen sind selten von Dauer. Turbulenzen an den Märkten können immer auch Chancen bieten – zumindest, wenn Anleger die Lage mit kühlem Kopf und unabhängig analysieren. Wenn sie aktiv investieren und ihre Liquidität gesichert ist.

Lars Conrad ist Portfolio Director Fixed Income bei der Flossbach von Storch SE in Köln.

i

Unsere Rubrik **„Bonds in the Spotlight“** erscheint regelmäßig auf unserer Internetseite – immer dann, wenn in der Geldpolitik oder an den Anleihemärkten etwas Relevantes passiert. Die Autoren arbeiten im Bond-Team von Flossbach von Storch. So erhalten Sie Ihre Informationen direkt aus erster Hand. Wenn Sie sich für das Thema Anleihen interessieren, möchten wir Ihnen unseren **Newsletter auf LinkedIn** empfehlen, der bereits 5.000 Abonnenten hat.

VON GLASKUGELN UND TODESKREUZEN

Börsenphänomene aus der Vergangenheit werden in der technischen Analyse für Prognosen in die Zukunft verwendet. Sollten Anleger aktuell beunruhigt sein?



von Thomas Lehr

Grafik

Das „Todeskreuz“

Wenn der 50-Tage-Durchschnitt den 200-Tage-Durchschnitt nach unten durchbricht

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

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2025



* Gleitender Durchschnitt der jeweils letzten 50 beziehungsweise 200 Handelstage.

Gerade für einen kurzfristig orientierten Trader sind langfristige, fundamentale Überlegungen oft wenig hilfreich. Aber auch vielen anderen Anlegerinnen und Anlegern dienen Trendlinien, Widerstände und Unterstützungen aus dem Bereich der Chartanalyse als Orientierung, um Kauf- und Verkaufsentscheidungen zu treffen.

Dabei gilt: Je mehr Anleger eine Chartformation beachten und ihr Verhalten danach ausrichten, weil sie zum Beispiel beim Bruch einer „wichtigen Unterstützung“ verkaufen, desto eher entfaltet die Charttechnik ihre tatsächliche Relevanz.

Vieles liegt im Auge des Betrachters. Andere Konstellationen hingegen sind objektiv zu bestimmen. Wie zum Beispiel das Todeskreuz (Death Cross), bei dem der gleitende Durchschnitt der letzten 50 Handelstage unter den der letzten 200 Handelstage fällt. Bildlich dargestellt durchschneidet die kurzfristige 50-Tage-Linie die langfristige Linie von oben nach unten. Das Kreuz steht also für den Schnittpunkt (siehe Grafik).

Schon der Name lässt nichts Gutes ahnen, und weil das Todeskreuz in den vergangenen Tagen in einer ganzen Reihe prominenter Aktienindizes (unter anderem MSCI World, S&P 500, Dow Jones und Nasdaq 100) auftrat, ist es aktuell das am meisten diskutierte Kursphänomen. Zu Recht?

WAS SAGT DIE STATISTIK?

Wenn eine Konstellation so leicht und präzise zu bestimmen ist, wie der Schnittpunkt zweier gleitender Durchschnitte, dann lässt sich auch leicht prüfen, wie zuverlässig daraus abgeleitete Prognosen in der Vergangenheit waren.

Nehmen wir beispielsweise den S&P 500, bei dem sich seit den späten 20er-Jahren des vergangenen Jahrhunderts 25 Todeskreuze finden. Tatsächlich entwickelte sich der Index über den jeweils folgenden Monat im Schnitt zwei Prozent schlechter.

Doch schon nach drei oder sechs Monaten ist kein nennenswerter Unterschied mehr zu entdecken und über ein Jahr liegt die Wertentwicklung beim S&P 500 nach einem Todeskreuz mit 9,45 Prozent (Median) über dem Jahresschnitt seit 1929 (der bei 7,72 Prozent lag).

Bei anderen Indizes sieht die Statistik sogar noch etwas besser aus. Wer beispielsweise nach Todeskreuzen im Nasdaq Composite oder Nasdaq 100 sucht, wird feststellen, dass die Wertentwicklung im folgenden Jahr noch deutlicher über dem langjährigen Mittel liegt.

VON GLASKUGELN UND TODESKREUZEN – WARUM DANN DER SCHLECHTE RUF?

In einem scharfen Kursrückgang ist es nicht ungewöhnlich, dass der Durchschnittskurs der kürzeren Periode unter den der längeren Periode rutscht. Das erklärt auch, weshalb das Todeskreuz bei fast jedem größeren Kurseinbruch zu beobachten ist.

Allerdings nicht als dessen Vorbote, sondern als mathematisch unvermeidliche Folge des Rückgangs. Hier liegt eine klassische vertauschte Kausalität vor: Nicht das Signal löst den Absturz aus, sondern der Absturz erzeugt das Signal.

Das bedeutet auch, dass in der Vergangenheit in vielen Fällen der Kursrückgang mit dem „Signal“ bereits beendet war. Gut möglich, dass dies auch diesmal der Fall ist. Während ein Großteil der Aktienindizes ihre Kurstiefs am 7. April markierten, erschienen die meisten Todeskreuze erst einige Tage später. ♦

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

von Michael Altintzoglou

Zeichen für einen Paradigmenwechsel



Lange gab es an Chinas Aktienbörsen nur wenige gute Nachrichten. Jetzt deutet immer mehr darauf hin, dass sich der Markt zurückmeldet.

Als Ende Januar bekannt wurde, dass das chinesische Start-up DeepSeek bedeutende Fortschritte bei der Künstlichen Intelligenz (KI) gemacht hatte, fielen die Halbleiteraktien weltweit. Der Aktienkurs des US-Herstellers von Hochleistungs-chips Nvidia stürzte um mehr als 17 Prozent ab und vernichtete einen Marktwert von rund 600 Milliarden US-Dollar – der historisch größte Tagesverlust für ein Unternehmen. Das Open-Source-KI-Modell von DeepSeek wurde Berichten zufolge mit weitaus weniger Rechenleistung und zu einem Bruchteil der Kosten konkurrierender US-Systeme entwickelt.

An den Börsen in Shanghai und Hongkong ging es hingegen in den ersten Wochen seit Jahresbeginn aufwärts. Dabei hatte die Wertentwicklung zuvor über mehrere Jahre enttäuscht. Am 2. April, als US-Präsident Donald Trump auch gegen China maßlose Zölle verhängte, wurde der Aufwärtstrend an den chinesischen Aktienbörsen zwar (zunächst) unterbrochen, und die Aktien gingen auf Talfahrt. Zudem sind die langfristigen Auswirkungen noch unklar. Dennoch stellt sich die Frage, ob der Durchbruch von DeepSeek ein Signal dafür sein könnte, dass sich die Wahrnehmung Chinas durch internationale Investoren wieder ändert und sie an diese Börsen zurückkehren.

ERWACHENDE KI-MACHT CHINA

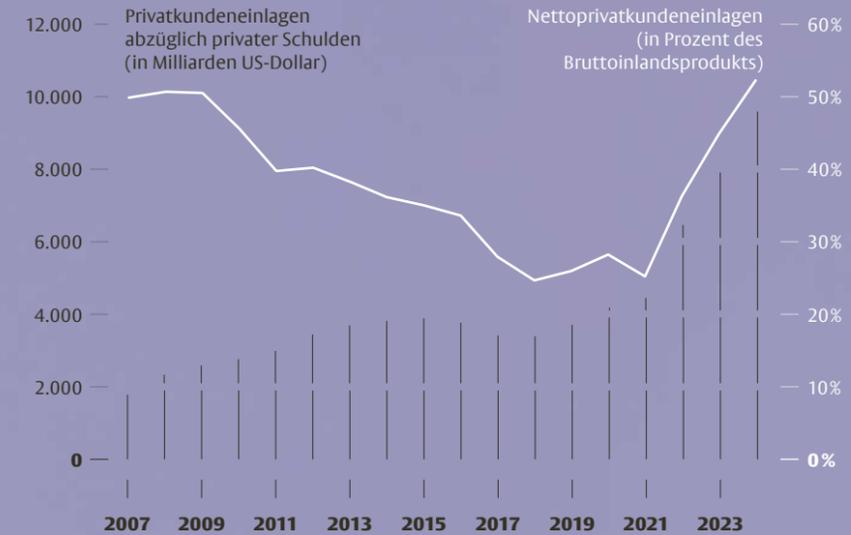
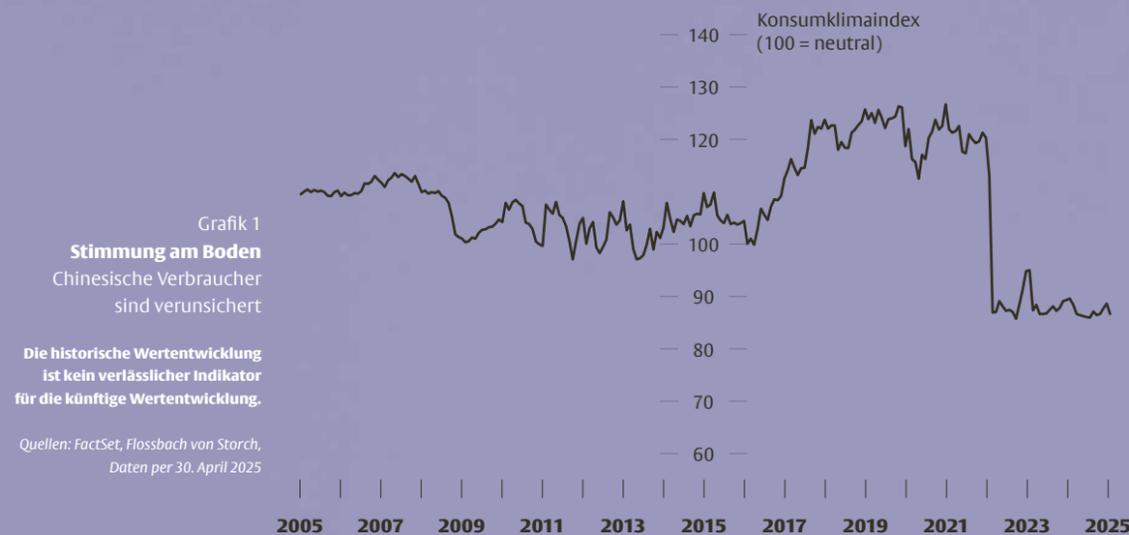
Wir glauben, dass dieser Wandel möglich ist. Zwar liegt China im Bereich der KI noch hinter den USA zurück, doch könnte sich die Lücke rasch schließen. China beheimatet fast die Hälfte der weltweiten KI-Talente, verglichen mit weniger als 20 Prozent, die in den USA leben. Hier werden jährlich mehr Studierende in den Bereichen Wissenschaft, Technologie, Ingenieurwesen und Mathematik ausgebildet als in jedem anderen Land der Welt.

China ist auch führend bei KI-Patenten und der Zahl der Programmierer. Aufgrund der US-Halbleiter-Exportkontrollen mussten chinesische Technologie-Unternehmen ihre Software optimieren, um die dadurch weniger fortschrittliche Hardware im Land auszugleichen. Das neueste Modell von DeepSeek zeigt, dass bei der Software-Innovation große Fortschritte gemacht wurden. Und nicht nur DeepSeek sorgte für Aufmerksamkeit.

Weitere Schlagzeilen machten humanoide Roboter von Unitree Robotics, als sie bei einer chinesischen Neujahrsgala neben menschlichen Darstellern tanzten. Das Besondere war die Fähigkeit dieser Roboter, ihre Bewegungen in Echtzeit an den Rhythmus der Musik anzupassen. Dafür sorgten fortschrittliche KI-Algorithmen.

So wie das neueste große Sprachmodell von DeepSeek mit dem ChatGPT von OpenAI konkurriert, scheinen die Unitree-Roboter mit den Optimus-Robotern von Elon Musk in einen Wettbewerb zu treten. Bemerkenswert ist, dass die Entwicklungsteams der chinesischen Unternehmen zudem größtenteils aus jungen Leuten bestehen, die ihre Abschlüsse an lokalen Universitäten erworben haben. →

Zwar liegt China im Bereich der KI noch hinter den USA zurück, doch könnte sich die Lücke rasch schließen.



POLITISCHER SEGEN FÜR CHINA-HIGHTECH

Schon in der Corona-Krise hatten einige chinesische Hightechaktien an den Aktienbörsen Höhenflüge erlebt. Kurz vor einem geplanten Börsengang der Alibaba-Tochter Ant Financial Ende 2020 verlor der Sektor jedoch das Wohlwollen der Regierung Xi Jinping, nachdem Alibaba-Mitgründer Jack Ma das chinesische Bankensystem kritisiert hatte. Eine unerwartete Regulierungswelle begann, in der manche Geschäftsmodelle empfindlich beschnitten wurden. Viele internationale Investoren zogen sich damals zurück, und die Aktienkursentwicklung enttäuschte.

Nun jedoch sorgte ein Symposium des chinesischen Präsidenten mit privaten Unternehmern für Schlagzeilen. Die staatlichen Medien zeigten, wie Xi Jinping auch Alibaba-Mitbegründer Ma die Hand schüttelte, der seit Ende 2020 aus dem Rampenlicht verschwunden war.

Das könnte ein Signal für seine Rehabilitierung sein. Das Treffen war zudem Xis erste hochkarätige Begegnung mit privaten Unternehmern seit Jahren. Er hob ihre Rolle für Chinas wirtschaftliche Stärke hervor und versprach gleiche Wettbewerbsbedingungen von staatlichen und privaten Unternehmen.

MEHR VERTRAUEN IN DEN PRIVATSEKTOR

Der neue Tonfall könnte einen Richtungswechsel andeuten, sodass künftig ein geringeres politisches Risiko für Privatunternehmen besteht. Die Anwesenheit des chinesischen Premierministers Li Qiang unterstrich das Engagement Pekings, das Vertrauen des Privatsektors wiederherzustellen. Letztlich entspricht die Förderung des Privatsektors dem Interesse der Regierung an der Ankurbelung der Wirtschaft. Zudem kündigte Alibaba kürzlich eine Partnerschaft mit dem US-Konzern Apple an, um KI-Dienste für iPhones in China zu unterstützen. Dort gibt es mehr iPhone-Nutzer

als in den USA. Die KI-Integration ist für Apple von entscheidender Bedeutung, da der Absatz der Geräte aufgrund der zunehmenden Konkurrenz durch inländische Wettbewerber in China rückläufig ist. Angesichts der Größe und Bedeutung beider Unternehmen hat diese Partnerschaft auch einen hohen symbolischen Wert.

REGULATORISCHES TAUWETTER KÖNNTE WACHSTUMSBREMSE LÖSEN

Nicht nur Xi, auch chinesische Unternehmen und Verbraucher brauchen nach Jahren des verlangsamten Wirtschaftswachstums und zunehmender geopolitischer Spannungen positive Nachrichten. Die Erwerbsbevölkerung leidet seit einiger Zeit unter einem schwachen Arbeitsmarkt, langsamen Lohnwachstum und einem unruhigen Immobilienmarkt.

Und so liegt das Verbrauchervertrauen heute noch auf dem Niveau des Covid-Lockdowns. Die Konsumnachfrage fällt zurückhaltender aus, und die Bankeinlagen von Privatkunden sind um umgerechnet fast zehn Billionen US-Dollar auf mehr als 21 Billionen US Dollar gestiegen. Abzüglich der privaten Schulden fallen sie damit mehr als halb so hoch aus wie das chinesische Bruttoinlandsprodukt vom vergangenen Jahr (vgl. Grafik 1 und 2).

Diese Herausforderungen werden nicht über Nacht verschwinden. Dass Peking aber regulatorische Lockerungen beschleunigt, könnte sich aus unserer Sicht sogar als wirksamer erweisen als die Steuer- und Geldpolitik des Landes.

So führten die aufsichtsrechtlichen Prüfungen von Internetunternehmen, die mit der Absage des Börsengangs von Ant Financial im Jahr 2020 begannen, zu einem starken Anstieg der Risikoprämien für chinesische Techaktien und somit zu einer erheblichen Abwertung, obwohl ihre Fundamentaldaten meist relativ →

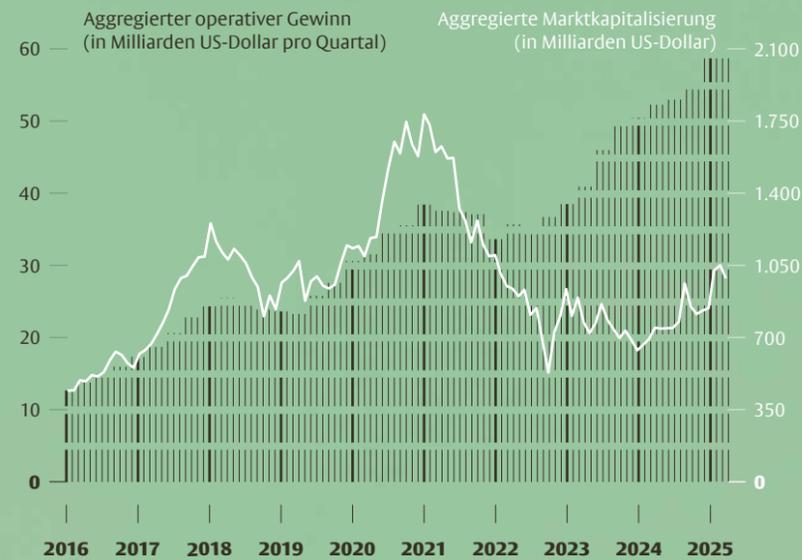


Grafik 3
Divergenz
Entwicklung des operativen Gewinns
und des Marktwerts von
fünf chinesischen Techaktien

Aktienkorb enthält:
Tencent, Alibaba, NetEase, JD.com, Baidu

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

Quelle: FactSet, Flossbach von Storch,
Daten per 30. April 2025



stabil blieben (vgl. Grafik 3). Mit einem Ansatz, der den privaten Sektor begünstigt, könnte sich der Markt nun wieder auf die fundamentalen Faktoren konzentrieren.

US-ZOLLKONFLIKT ALS RISIKO

Der sich verstärkende Zollkonflikt mit den USA wirkt der Markterholung entgegen. Doch machen US-Exporte derzeit nur knapp drei Prozent vom chinesischen Bruttoinlandsprodukt aus, so dass die Auswirkungen der Handelshemmnisse nicht zu überschätzen sind. Zudem lässt die erratische Haltung des US-Präsidenten keine verlässlichen Prognosen zu, was den Chinesen auch in die Hände spielen könnte: Während der Aufschlag für politische Risiken in China tendenziell sinken könnte, dürfte dieser für die USA aus der Sicht vieler Investoren gestiegen sein. Zumal die Aktien führender chinesischer Technologie-Unternehmen im Vergleich zu den US-Pendants nach der jahrelangen Durststrecke immer noch günstig bewertet erscheinen.

Nach Jahren mit einer enttäuschenden Entwicklung am chinesischen Aktienmarkt, in denen manche Investoren diesen sogar als „uninvestierbar“ betrachteten, könnte somit aus unserer Sicht ein Umdenken einsetzen. Und der immer noch erhebliche „China-Discount“ chinesischer Aktien könnte schrumpfen (vgl. Grafik 4). Aktuell befinden sich weniger als zehn Prozent der chinesischen Aktien im Besitz ausländischer Investoren.

VERTRAUEN ALS HEBEL

Die Wiederherstellung des Vertrauens in den privaten Sektor ist daher aus unserer Sicht ein entscheidender Faktor für den weiteren wirtschaftlichen Erfolg. Dafür müssten jedoch auf die Worte des chinesischen Präsidenten Taten folgen; beispielsweise durch marktfreundliche Reformen, Anreize für mehr Investitionen oder Unterstützungsmaßnahmen zur Steigerung der Verbrauchernachfrage.



Grafik 4
MSCI China Index
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf Basis der
erwarteten Gewinne der nächsten 12 Monate

Die Gewinnerwartungen basieren auf
spezifischen Annahmen. Die tatsächlichen Ergebnisse
können hiervon erheblich abweichen.

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

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch,
Daten per 30. April 2025

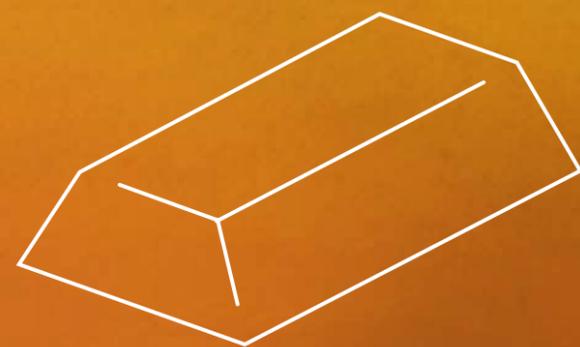
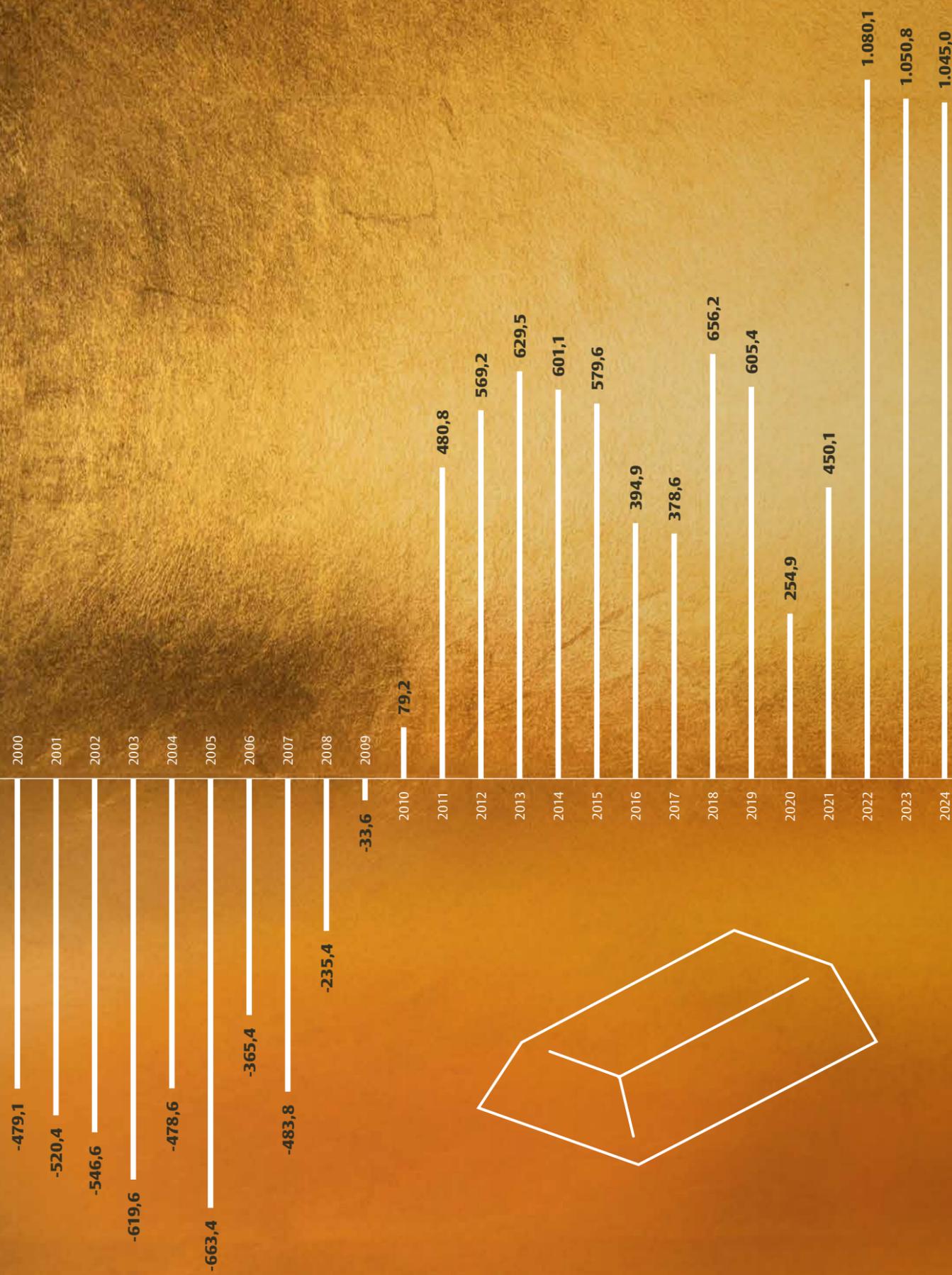
Hierzu gab es auf dem kürzlich abgehaltenen Nationalen Volkskongress erste Hinweise. So wurde dort beschlossen, dass das Haushaltsdefizit im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt von zuletzt etwa drei Prozent im laufenden Jahr auf vier Prozent steigen soll. Ebenso wurden die Quoten für die Emission von Sonderanleihen der Lokalregierungen erhöht.

Chinesische Regierungsbeamte haben allerdings auch betont, dass es kein einmaliges umfangreiches Konjunkturpaket geben wird. Vielmehr ist davon auszugehen, dass es sich eher um einen graduellen, aber stetigen Politikwechsel unterstützender Natur handeln soll. Dazu zählen auch die Förderung technologischer Entwicklungen und der energische Versuch, die private Konsumnachfrage anzukurbeln.

Dafür wurde in einem vom Staatsrat vorgelegten Aktionsplan beispielsweise ein Eintauschprogramm für Gebrauchsgüter vorgeschlagen, wobei Konsumenten, die alte gegen neue Geräte tauschen, mit einer Subvention rechnen können. Das wäre vergleichbar mit der „Abwrackprämie“, die im Zuge der großen Finanzkrise 2009 in Deutschland für den Autokauf eingeführt wurde. Zudem wurden eine Erhöhung der Kinderbetreuungszuschüsse und Verbesserungen des sozialen Netzes angekündigt.

Die offiziellen Verlautbarungen, dass der Rückgang des Immobilienmarktes gestoppt und der Aktienmarkt stabilisiert werden soll, haben dieses Mal aus unserer Sicht eine höhere Kreditwürdigkeit als in der Vergangenheit. Und so sehen wir einige ermutigende Signale dafür, dass sich der chinesische Aktienmarkt auf Dauer zurückmelden könnte. ♦

Michael Altintzoglou ist Portfoliomanager
bei der Flossbach von Storch SE in Köln.



G O L D DIE UNPOLITISCHSTE ALLER ANLAGEKLASSEN

Grafik 1
Die unpolitische Währung der letzten Instanz
Nettogoldkäufe der Zentralbanken in Tonnen pro Jahr

Die historische Entwicklung ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung.
Quelle: ISEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2025

Der unaufhörliche Anstieg des Goldpreises auf mehr als 3.000 US-Dollar je Unze ist ein Spiegelbild der globalen Unsicherheiten. Wenn ausländische Notenbanken und Investoren ihre Währungsreserven vor dem Zugriff (oder besser: den Manipulationen) der US-Regierung schützen möchten, dann bleibt ihnen praktisch nur Gold. Hier droht ihnen weder eine Konfiskation noch eine Transaktionssteuer, wie sie jüngst sogar für US-Staatsanleihen diskutiert wurde („Mar-a-Lago Accord“).

Im vergangenen Jahr lagen die Nettogoldkäufe der Notenbanken bereits das dritte Jahr in Folge bei mehr als 1.000 Tonnen (vgl. Grafik 1). Zu den größten Käufern zählten die chinesische, die indische, die polnische und die türkische Zentralbank.

Rückenwind erfuhr der Goldpreis jüngst aber nicht nur von den Notenbanken, sondern erstmals seit Jahren auch wieder von Finanzinvestoren, die Goldinvestments zumeist in Form von ETFs tätigen. In den ersten vier Monaten des Jahres 2025 sind die globalen ETF-Goldbestände um rund 200 Tonnen auf zuletzt knapp 2.800 gestiegen. Damit ist der Abwärtstrend der vergangenen Jahre gestoppt (vgl. Grafik 2). →



Der jüngste Anstieg der ETF-Nachfrage mag auch einem Nachholeffekt geschuldet sein. Der kontinuierliche Goldpreisanstieg war für all jene, die ihre Bestände in den vergangenen Jahren verkauft haben, äußerst ärgerlich. Die Hoffnung auf günstige Einstiegsniveaus wurde immer wieder enttäuscht. Und nun verdunkelt sich die geopolitische Lage weiter.

Auch hier steht der neue US-Präsident im Mittelpunkt. Für Donald Trump bleibt China der große Rivale. Mit seiner Freundschaft zu Wladimir Putin will er die einzige Weltmacht, die den USA die Stirn bieten kann, isolieren. Ein Grund für die Chinesen, ihre Währungsreserven lieber in Gold als in US-Staatsanleihen anzulegen.

Die Gold-Rally ist letztlich also kein Grund zur Freude. Selbst wer Gold hält, dürfte den Preisanstieg mit gemischten Gefühlen sehen.



— DIE ALTERSVORSORGE —

EINE KRANKENGESCHICHTE IN FÜNF AKTEN

von Sven Ebert

Die Rente ist nicht sicher. Zumindest, wenn es nicht zu substantziellen Reformen kommt. Über Symptome, Diagnosen – und eine mögliche Therapie.

„Da muss man kein Mathematiker sein.
Da reicht Volksschule Sauerland, um zu wissen:
Wir müssen irgendetwas machen.“

Franz Müntefering, SPD
Bundeminister für Arbeit und Soziales a. D.
zum Zustand der gesetzlichen Rente im Januar 2006

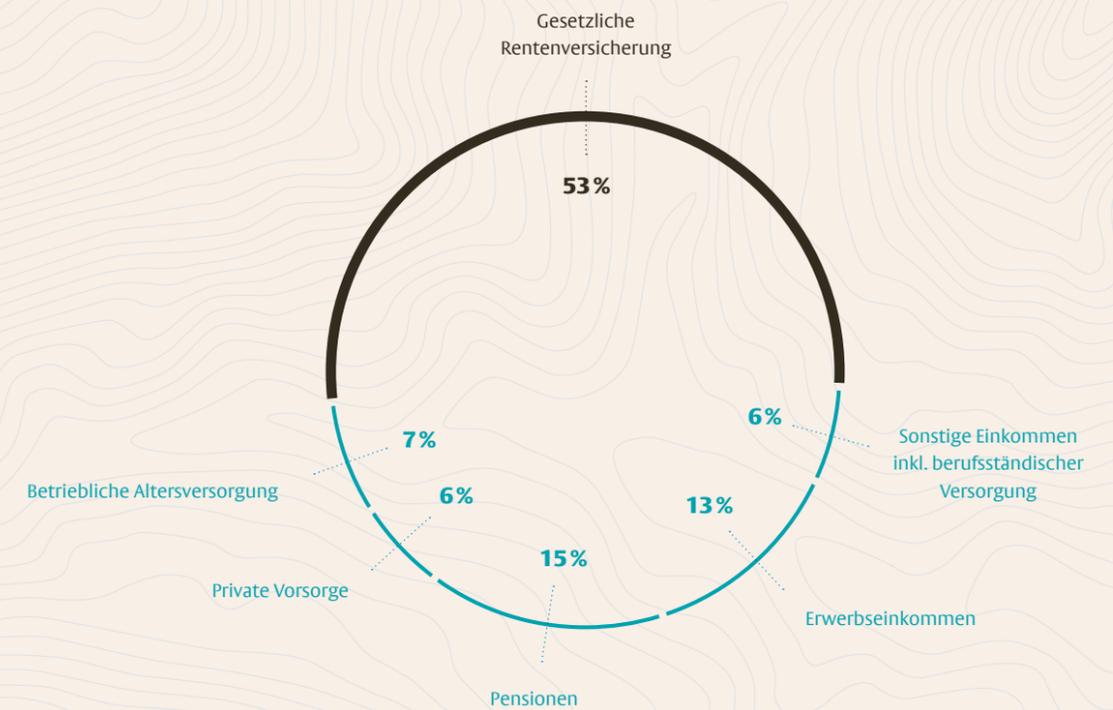
— I —

DER BEFUND

DER PATIENT ALTERSVORSORGE IST KRANK

Bei jeder neuen Regierung in Deutschland geht es immer auch um die Rente. So auch bei den Koalitionsgesprächen von CDU/CSU und SPD. Bereits das Sondierungspapier verspricht einiges für Rentner und Rentnerinnen – und solche, die es bald werden. Große Reformen sind wohl auch in der neuen Regierung eher nicht zu erwarten. Das Renteneintrittsalter wird nicht angehoben, das Rentenniveau gesichert. Die „Rente mit 63“ bleibt – und die „Mütterrente“ wird sogar noch ausgebaut.

Dabei hängt der „Patient Altersvorsorge“ schon heute am Tropf des Bundeshaushalts. Rund jeder vierte Euro wird in die Rente umgeleitet. 2024 waren das 116 Milliarden Euro. Und viele Deutsche sind von der gesetzlichen Rentenversicherung abhängig. Denn betriebliche und private Vorsorge liefern vergleichsweise geringe Beiträge zum Alterseinkommen, wie Grafik 1 zeigt.



Grafik 1

Die gesetzliche Rente ist die dominierende Einkommensquelle im Alter
Anteile am Bruttoeinkommen der Menschen ab 65 Jahren in Deutschland

Quelle: Flossbach von Storch Research Institute auf Basis des Alterssicherungsberichts des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales 2024, Seite 92



Erfüllt die neue Regierung all ihre Versprechungen, werden die jährlichen Gesamtausgaben der Rentenkasse in fünf Jahren fast 500 Milliarden Euro betragen. Das entspricht dem Gesamtvolumen des gerade verabschiedeten, schuldenfinanzierten „Sondervermögens Infrastruktur“. Der Bundeszuschuss muss dafür von den 116 Milliarden Euro für das Jahr 2024 auf fast 150 Milliarden Euro im Jahr 2030 anwachsen. Dazu kommen schon heute weitere 11 Milliarden aus Steuern für die Grundsicherung im Alter und bei Erwerbsminderung hinzu.

Und auch mit steigenden Sozialbeiträgen zur Rentenversicherung, ist zu rechnen. Laut einer Projektion des Bundes aus dem letzten Sommer wird der Beitragssatz für die Rentenversicherung von heute 18,6 Prozent auf 20,6 Prozent im Jahr 2030 steigen. Dieser Zuwachs von zwei Prozentpunkten entspricht zusätzlichen Belastungen von über 30 Milliarden Euro pro Jahr für die Unternehmen und deren Beschäftigte. Es ist der verzweifelte Versuch, einen schwerkranken Patienten mit der falschen Medizin zu kurieren.

II

DIE KRANKHEITEN

DEMOGRAFISCHER WANDEL UND SCHWÄCHELNDE WIRTSCHAFT

Das Umlagesystem der gesetzlichen Rente leidet schon lange unter der Alterung unserer Gesellschaft. Standen 1960 noch fünf Menschen zwischen 20 und 64 einem Menschen über 65 Jahre gegenüber, so sind es heute nur noch halb so viele. Im Jahr 2035 werden es etwas weniger als zwei sein. Grob gesprochen muss ein Ehepaar dann sich selbst, die eigenen Kinder und einen Rentner finanzieren.

Verschärft wird das Problem durch die schwächelnde deutsche Wirtschaft. Die Produktivität stagniert seit 2018 genauso wie das reale Bruttoinlandsprodukt. Ohne Produktivitätsgewinne und Wachstum können aber die Löhne in Deutschland langfristig nicht steigen. Damit erodiert nicht nur das wirtschaftliche Fundament der gesetzlichen Umlage für die Alterssicherung. Mit stagnierenden Löhnen und steigenden Sozialabgaben schwindet auch die Möglichkeit für den Einzelnen, vom Arbeitseinkommen privat etwas zurückzulegen.

III

FEHLERHAFTE THERAPIEN

POLITISCHE FEHLENTSCHEIDUNGEN VERSCHÄRFEN DAS PROBLEM

Aufgrund mangelhafter Familienpolitik sind Kinder – insbesondere in der Mittelschicht – zum Luxus geworden. Laut Statistischem Bundesamt geben die Eltern zweier Kinder bis zu deren 18. Lebensjahr im Schnitt 275.000 Euro für diese aus.

Entlastungen gibt es wenige. So gewährt die gesetzliche Rente zum Beispiel keine Beitragsrabatte für Eltern, sichert aber auch Kinderlose ab. Kinderbetreuung ist in einigen Teilen unseres Landes knapp und teuer. Die 255 Euro Kindergeld pro Monat sind schnell aufgebraucht. Vor allem Eltern mit mittleren Einkommen werden im Vergleich zu Haushalten mit niedrigem Einkommen weniger unterstützt und anteilig am Einkommen stärker als wohlhabende Haushalte belastet.

Dem gegenüber steht eine Vielzahl mutloser Geschenke der Politik an eine alternde Wählerschaft. Großzügige Frühverrentungsregelungen gehören zwar seit der Agenda 2010 der Vergangenheit an, aber die Einführung von „Mütterrente“ und „Rente mit 63“ entschädigt die ältere Generation bis heute für diese Einschnitte. Junge Menschen werden dagegen im Alter wohl kaum mehr in den Genuss dieser Vergünstigungen kommen können.

Betriebliche und private Altersvorsorge sind überreguliert. Weit verbreitet ist die gesetzliche Anforderung, eingezahlte Beiträge zu garantieren, um die Sparer vor Verlusten zu schützen. Das erschwert jedoch die Anlage in volatile, aber renditestarke Anlageklassen wie Aktien. In der Riester-Rente mündete dies in eine staatlich geförderte Kapitalvernichtung. Die Beitragsgarantien erzwangen in der Niedrigzinsphase der 2010er-Jahre, dass Ersparnisse in Staatsanleihen mit negativer Realverzinsung angelegt werden mussten.

IV

WIE (BE)HANDELT DAS AUSLAND?

Andere Länder haben besser vorgesorgt. Die betriebliche Altersvorsorge in den USA, der sogenannte 401(k)-Plan, ermöglicht steuerbegünstigte Einzahlungen bis zu 69.000 US-Dollar pro Jahr und erfordert keinerlei Kapitalgarantien. Das hat Anlagen in Aktien erleichtert, die seit der Jahrtausendwende stark im Wert gestiegen sind. In den Niederlanden stellen die Tarifverträge sicher, dass 90 Prozent der Angestellten eine betriebliche Altersversorgung besitzen. Pensionsfonds sorgen dafür, dass ein substanzieller Teil des gesparten Gehalts in Aktien investiert ist.

In Schweden herrscht seit rund dreißig Jahren Einigkeit darüber, dass der Beitragssatz zur gesetzlichen Rente nicht über 18,5 Prozent des Einkommens steigen darf. Alles andere belastet Wirtschaft und Arbeitnehmer über Gebühr, so der gesellschaftliche Konsens. Eine aus Steuern bezahlte Grundrente sichert das Existenzminimum für alle, die keine anderen Rentenansprüche besitzen. Zusätzliche staatliche Rentenzahlungen sind an die Beitragseinnahmen und damit an die demografische Entwicklung gekoppelt. Dazu wurden kapitalbildende Elemente eingeführt, sodass ein großer Teil der schwedischen Bevölkerung in der Altersvorsorge heute zusätzlich auf globale Aktienfonds setzt.



Kanada hat seine Anlagekultur fit gemacht, während in Deutschland nichts passierte. Die Kanadier haben seit Beginn der 1990er-Jahre in allen drei Säulen der Altersvorsorge die Aktienanlage gestärkt. In Deutschland entfällt ein großer Teil des privaten Finanzvermögens dagegen nach wie vor auf Bankeinlagen und Bargeld, was die Ersparnisse verwundbar für Inflation gemacht hat.

Und der norwegische Staat legt seine Einnahmen aus Öl- und Gasvorkommen in einem global gestreuten Multi-Asset-Portfolio an. Mit einer Aktienquote von 70 Prozent liegt die durchschnittliche Rendite seit 1998 bei durchschnittlich 6,3 Prozent pro Jahr. Deutsche Staatsfondsideen aus dem Wahlkampf sollte dies jedoch nicht befähigen, da es an staatlichem Vermögen fehlt. Ein schuldenfinanzierter staatlicher Rentenfonds könnte zum politischen Missbrauch der Einlagen verleiten und ergäbe vermutlich Renditen, die bestenfalls nur knapp oberhalb der Inflationsrate lägen.



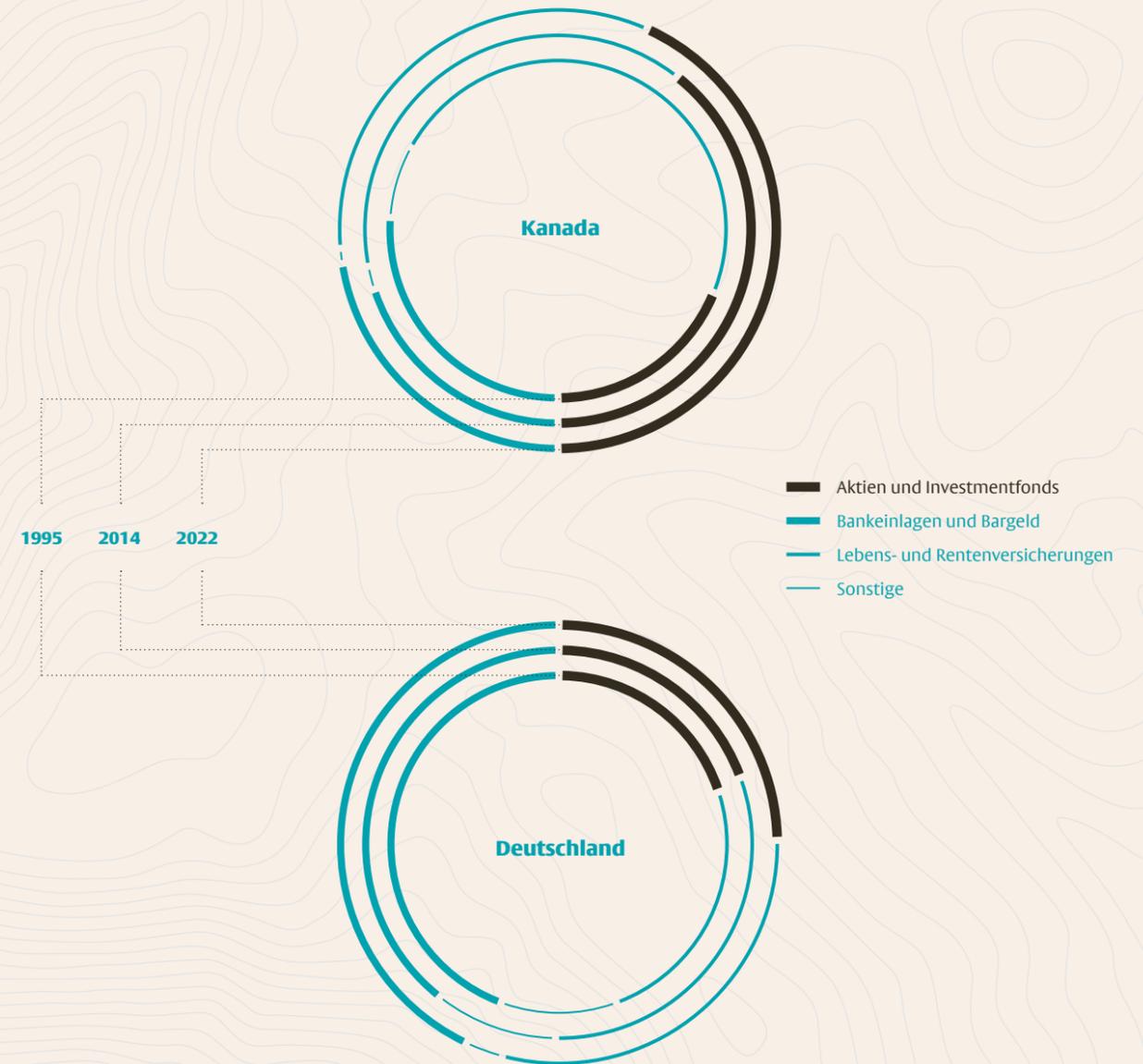
**WIRKSAME THERAPIEN
HANDLUNGSEMPFEHLUNGEN FÜR DEUTSCHLAND**

In Deutschland hätten wir besser gestern als heute eine Diskussion zur Zukunft unserer Altersvorsorge geführt. Insbesondere gilt es sich der Illusion zu stellen, dass das gesetzliche Umlageverfahren in seiner bestehenden Form zukunftsfähig ist. Vielmehr muss das Rentenalter steigen, bestenfalls auf 70 Jahre. Die „Rente mit 63“ und die „Mütterrente“ müssten zurückgenommen werden. Geringe Renten sollten moderat angehoben werden. Hohe Renten und Pensionen gilt es einzufrieren. Mit diesen Anpassungen würde sich die gesetzliche Rente in Richtung einer bezahlbaren Basisabsicherung im Alter bewegen.

Darüber hinaus sollte jeder Einzelne künftig individuell mehr vorsorgen. Um die betriebliche Altersvorsorge für Sparer attraktiver zu machen, könnte sie grundsätzlich von Kapitalgarantien befreit werden. Dies würde höhere Aktienquoten und folglich eine bessere Absicherung gegen Inflation möglich machen. Beitragsgarantien, die vor kurzfristigen Kursrücksetzern schützen, mindern im Kontext der langfristig angelegten betrieblichen Vorsorge in einem inflationären Umfeld die Rendite.

Als Alternative zur Riester-Rente wäre das Altersvorsorgedepot des ehemaligen Finanzministers Christian Lindner denkbar. Internationales Aktiensparen würde ins gesellschaftliche Bewusstsein rücken und noch leichter zugänglich für jedermann. Staatliche Zulagen für junge Menschen mit Kindern könnten helfen, die Demografie zu verbessern.

Und schließlich braucht Deutschland wieder eine starke Wirtschaft, denn ohne diese kann weder mehr umgelegt noch mehr gespart werden. Dafür braucht es eine auf marktwirtschaftliche Prinzipien ausgerichtete Wirtschaftspolitik, also mutige Reformen.



Grafik 2
Kanada kann Aktien
Unternehmensbeteiligungen sind wichtiger Baustein der kanadischen Altersvorsorge.

Quelle: OECD und eigene Berechnungen des Flossbach von Storch Research Institute

Dazu gehört auch eine Wende in der Finanzpolitik. Die künftige Regierung muss Prioritäten setzen. Die Modernisierung physischer und digitaler Infrastruktur und ein erstklassiges Bildungssystem sollten Vorrang haben. Ausufernde Rentenleistungen, fortwährend steigende Schuldenstände und Inflation sollten dagegen der Vergangenheit angehören. So würde die junge Generation die Möglichkeit zur beruflichen Entwicklung und finanziellen Spielraum für die eigene Altersvorsorge erhalten, statt in einem maroden Land mit hohen Steuer- und Sozialabgaben belastet zu sein.

AUSBLICK

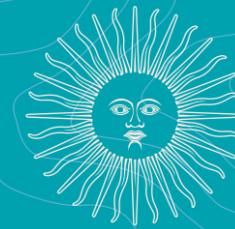
Nach Franz Münteferings großem Wurf aus dem Jahr 2007 – der Anhebung des Rentenalters auf 67 Jahre – ist in der Altersvorsorge in Deutschland wenig Hilfreiches passiert. Einige unserer Vorschläge finden sich so (oder so ähnlich) auch in einem Gutachten der Wirtschaftsweisen, aber in den Parteiprogrammen und gesellschaftlichen Diskussionen vermissen wir sie. Noch können wir die Dinge geraderücken. Wenn nicht uns selbst, so schulden wir es der jungen Generation, jetzt entschlossen und mutig zu handeln. ♦



ZUR PERSON

Dr. Sven Ebert

ist Senior Research Analyst beim
Flossbach von Storch Research Institute.



— ARGENTINIEN —

AFUERA!

von Gunther Schnabl

Der argentinische Präsident Javier Milei unterzieht das Land einer Radikalkur. Wird er Erfolg damit haben?



Viele waren überrascht! „Rechtspopulist Milei gewinnt Präsidentschaftswahl in Argentinien.“ titelte am 20. November 2023 die Tagesschau. Das Parteienbündnis von Javier Milei La Libertad Avanza (Die Freiheit schreitet voran) lag mit 55,76 Prozent klar vor Sergio Massa von der linken „Union für das Vaterland“. „Ich will eine Regierung, die ihre Pflicht erfüllt, die das Privateigentum und den freien Handel respektiert“, verkündete der neue Präsident.

Die Presse in der westlichen Welt reagierte pikiert. „Beobachter im In- und Ausland sind schockiert über den Aufstieg des Außenseiters. Mileis Sieg könnte die argentinische Demokratie auf die schwerste Belastungsprobe seit dem Ende der Militärdiktatur 1983 stellen.“ schrieb Der Spiegel. Die New York Times fand in Mileis forschem Stil und seiner Affinität zu Verschwörungstheorien sogar Parallelen zu Donald Trump.

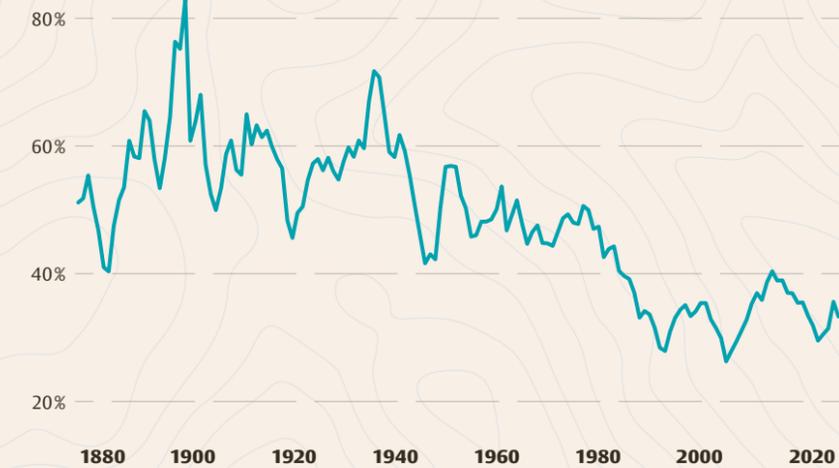
In einer nicht enden wollenden Wirtschaftskrise hatte der „Anarchokapitalist“ für viele, gerade junge Menschen die Hoffnung auf eine Kehrtwende geweckt. Mit dem Plan, den wuchernden Staat „mit der Kettensäge“ zurechtzustutzen, grenzte sich Javier Milei klar gegen Sergio Massa ab, welcher für die Fortsetzung der massiven Staatseingriffe in die Wirtschaft einschließlich großzügiger Sozialprogramme stand. Was blüht Argentinien unter Javier Milei?

DIE GESCHICHTE DES WIRTSCHAFTLICHEN ABSTIEGS

Ein Blick zurück: Argentinien war zur Wende vom 19. zum 20. Jahrhundert eines der wohlhabendsten Länder der Welt. Dank der fruchtbaren Pampas war das Land zu einem Hauptlieferanten von Weizen und Rindfleisch für Europa aufgestiegen, was viele Devisen für den Ausbau der Infrastruktur einbrachte. Millionen von Einwanderern aus Europa brachten Know-how. Rechtsstaatlichkeit und Eigentumssicherheit garantierten wirtschaftliche und politische Stabilität. Buenos Aires war das „Paris Südamerikas“!

Im Juni 1946 wurde der Militär Juan Perón als Kandidat der Arbeiterpartei Präsident. Er stärkte die Rechte der Arbeiter und vergrößerte den Personenkreis, der Anrecht auf Rentenzahlungen hatte von einer halben Million auf 10 Millionen. Mit der Unterstützung der Gewerkschaften trieb er die Industrialisierung Argentiniens mit Verstaatlichungen, staatlicher Kreditlenkung und hinter hohen Zollschränken voran.

Das zehrte die Finanzreserven auf und ließ die Staatsverschuldung und die Preise steigen. Auch nach Perón blieb trotz zahlreicher Regierungswechsel, Putsche sowie Reformversuche unter Carlos Menem (1989–1999) und Mauricio Macri (2015–2019) das Grundmuster der Wirtschaftspolitik unverändert. Der wirtschaftliche Abstieg setzte sich fort (vgl. Grafik 1). Javier Milei fasste im Dezember 2023 nüchtern die Lage mit „No hay plata!“ (Es ist kein Geld mehr da!) zusammen. Die Inflationsrate lag zu diesem Zeitpunkt bei über 200 Prozent.



Grafik 1
Pro-Kopf-Einkommen Argentiniens relativ zu den USA (in Prozent)

Quelle: Maddison Project, Flossbach von Storch Research Institute

MILEIS PLAN

Der neue Präsident hat seinen Plan mit dem Wort „Afuera!“ (frei übersetzt: „Weg damit!“) griffig gemacht: radikale Ausgabenkürzungen, entschlossene Deregulierung und Stabilisierung der Währung. Mileis Denken ist in der Österreicherischen Schule der Nationalökonomie verankert, die individuelle Freiheit, einen schlanken Staat und Geldwertstabilität als die Grundpfeiler von Wohlstand sieht. Nach Nobelpreisträger Friedrich August von Hayek bremsst die Macht der Regierung über die Zentralbank via Inflation das Wachstum und schafft Ungleichheit.

Der Stanford-Ökonom Ronald McKinnon hat argumentiert, dass die finanzielle Repression – das heißt die Kombination aus künstlich niedrig gehaltenen Zinsen, staatlich gelenkter Kreditvergabe und Inflation – Wohlstand vernichtet, weil die Ersparnisse nicht den leistungsfähigsten Investitionen zufließen. Die Ungleichheit nimmt zu, weil der Staat die schwindenden Ressourcen bevorzugt seinen Unterstützern – zum Beispiel den Gewerkschaften und Rentnern – zukommen lässt. Alle bezahlen mit steigenden Preisen an den Ladenkassen und durch die Entwertung ihrer Ersparnisse.

Im Lichte des Zusammenbruchs der mittel- und osteuropäischen Planwirtschaften in den frühen 1990er-Jahren hat McKinnon eine Reihenfolge für die wirtschaftliche Liberalisierung konzipiert, die das Wachstum wiederbelebt. Da



billiges Geld auf freien Güter- und Finanzmärkten Inflation und Banken Krisen erzeugt, müsse vor einer Liberalisierung der Märkte die Notenpresse stillstehen. Das sei nur möglich, wenn kein Staatsdefizit mehr besteht. Regulierungen sollen übrigens in dem korporatistisch organisierten Argentinien eine größere Rolle bei der Umverteilung von Wohlstand gespielt haben als die Staatsausgaben.

DER AUSGLEICH DES STAATSHAUSHALTES

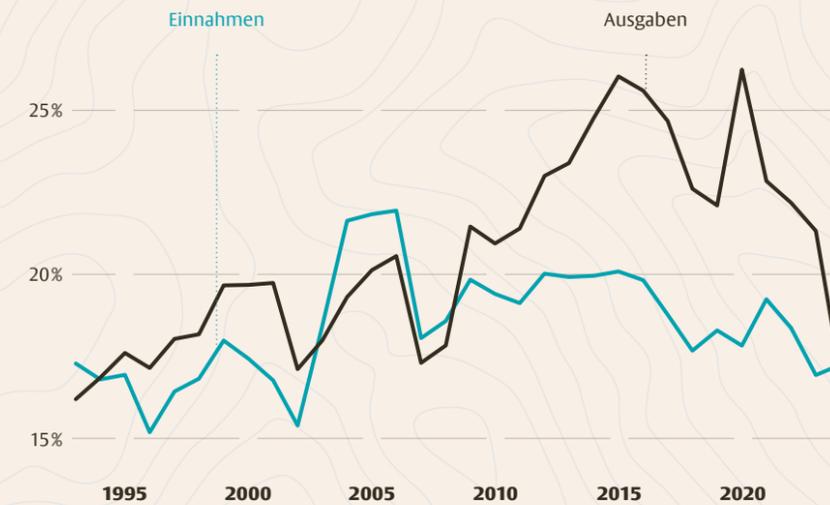
Entsprechend war Mileis erster und wichtigster Schritt die Konsolidierung der Staatsfinanzen. Er hat betont, dass es etwas anderes sei, ein Haushaltsdefizit durch höhere Steuern oder durch niedrigere Ausgaben zu reduzieren. Da er Ausgabenkürzungen anvisierte, war „No hay plata“ eine Kampfansage an alle, die es sich im öffentlichen Sektor oder bei Staatsunternehmen mit guten und sicheren Gehältern gemütlich gemacht hatten. Das Staatsdefizit lag im Jahr 2023 bei 5,6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP).

Milei kürzte weniger die Sozialausgaben, sondern vor allem die Beschäftigung im öffentlichen Sektor sowie die Ausgaben für öffentliche Bauprojekte, die er mit Korruption verband. Die Anzahl der Ministerien wurde halbiert und 40.000 Beschäftigungsverhältnisse im öffentlichen Sektor wurden gestrichen. Diejenigen, die blieben konnten, mussten Gehaltserhöhungen unterhalb der Inflationsraten akzeptieren.

Das Ergebnis kann sich sehen lassen (vgl. Grafik 2). Bereits für das Jahr 2024 war das Budget ausgeglichen. So wurde auch die Inflation unter Kontrolle gebracht, weil zuvor die überbordende Kreditvergabe der staatlich kontrollierten Banken an den Staat die Staatsausgaben und die Bankeinlagen der Empfänger der staatlichen Leistungen (und damit die Geldmenge) nach oben getrieben hatte. Das hatte die Inflation angeheizt. Mit den Staatsausgaben ging deshalb auch die Kredit- und Geldschöpfung der Banken zurück. Die Inflation fiel von 257 Prozent im Februar 2024 auf zuletzt noch 56 Prozent (vgl. Grafik 3).

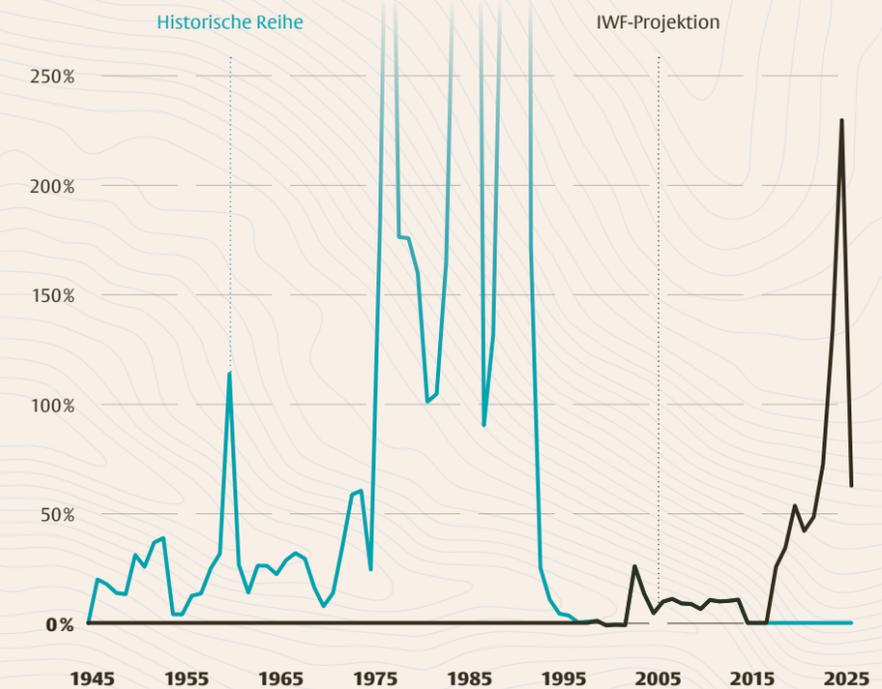
DIE STABILISIERUNG DER WÄHRUNG

Doch das Vertrauen in die Banco de la República Argentina war weiterhin gering, weil diese viele wertlose Staatsanleihen in ihrer Bilanz hatte. Sie hatte sich zur Auszahlung hoher Devisenbeträge an Importeure verpflichtet, obwohl sie nicht über ausreichende Dollarreserven verfügte. Zudem hatte sie versucht, das von Staat und Banken geschaffene Geld durch die Ausgabe eigener Anleihen zu absorbieren, um die Inflation einzudämmen. Da sie für diese Anleihen bei hoher Inflation hohe Zinsen bezahlen musste, geriet die Zentralbank in ein tiefes Defizit. Das gemeinsame Defizit von Zentralbank und Staat lag 2023 bei 15 Prozent des Bruttoinlandsprodukts!



Grafik 2
Einnahmen und Ausgaben des argentinischen Staates (in Prozent des BIP)

Quelle: IWF, Flossbach von Storch Research Institute



Grafik 3
Inflation in Argentinien aus historischer Sicht (in Prozent)

Quelle: Banco Central de la República Argentina, IWF, Flossbach von Storch Research Institute; historische Reihe: Gran Buenos Aires; 2025: IWF

Mit der Konsolidierung der Staatsfinanzen nahm Javier Milei einerseits den Druck von der Zentralbank, Staatsanleihen anzukaufen. Mit den erwirtschafteten Überschüssen konnten andererseits die Devisenverpflichtungen der Zentralbank sowie der kostspielige Bestand von ausstehenden Zentralbankanleihen reduziert werden. Um den Peso auch auf Dauer zu stabilisieren, könnte Milei die Zentralbank unabhängig machen. Doch jede zukünftige Regierung könnte dies wieder revidieren. Eine Wechselkursbindung des Pesos an den Dollar, mit der Mileis Vorgänger Carlos Menem ab 1991 erfolgreich die Inflation stabilisiert hatte, würde der Zentralbank die Möglichkeit nehmen, vom geldpolitischen Kurs der US-amerikanischen Fed abzuweichen. Doch Menems Currency Board, das die Wechselkursbindung sogar gesetzlich festgeschrieben hatte, brach 2001 zusammen.

So bleibt für Javier Milei die Abschaffung der Zentralbank eine wichtige Vision, um dem Missbrauch des Geldmonopols dauerhaft ein Ende zu setzen. Der Schritt Argentiniens zu einer Dollarisierung wäre gar nicht so groß, weil bereits jetzt viele Dollar halten. Die Kreditvergabe der Banken in Dollar wurde erlaubt, um die Dollarisierung des Kreditmarkts zu befördern. In Ecuador, das sein Währungssystem im Jahr 2000 dollarisiert hat, unterstützt die Mehrheit in der Bevölkerung diesen Weg, weil er als Garant für Stabilität von Banken und Wirtschaft gilt. Noch steht die Dollarisierung aber nicht auf der Agenda.

DIE LIBERALISIERUNG DER MÄRKTE

Rund 300.000 Gesetze, Dekrete und Beschlüsse soll es vor Milei in Argentinien gegeben haben. Das „Gesetz der Grundlagen und Ausgangspunkte für die Freiheit der Argentinier“ (Ley Bases) gibt dem „Ministerium für Deregulierung und Staatstransformation“ unter Federico Sturzenegger für ein Jahr das Recht, ohne Parlament Dekrete zu ändern, aufzuheben und umzusetzen. 20.000 sollen es schon weniger sein. Nur 90.000 Gesetze, Dekrete und Beschlüsse sollen am Ende bestehen bleiben.

Der erste und wichtigste Schritt war die Aufhebung von Preiskontrollen, zum Beispiel für Grundnahrungsmittel wie Milch, Zucker und Gas. „Buy Argentina“ wurde abgeschafft, einschließlich der Regeln, die vorschrieben, welche Produkte von welchen Unternehmen und welcher Nationalität in welcher Reihenfolge und in welchem Verhältnis in den Läden präsentiert werden durften. Auf dem Wohnungsmarkt brachte die Aufhebung der einschneidenden Mietpreiskontrollen in Buenos Aires zuerst die Mieten nach oben. Dann weitete sich jedoch das Angebot aus, weil viele Wohnungen aufgrund der Regulierung leer gestanden hatten. Inzwischen liegen die Mieten preisbereinigt niedriger als vor den Reformen. Nach Sturzenegger senkt die Deregulierung eines Sektors das Preisniveau um circa 30 Prozent.

Eine große Herausforderung bleibt die Liberalisierung der Außenwirtschaft. Die Regierung hat viele Zölle stark reduziert und die pauschale Steuer von 7,5 Prozent auf alle importierten Waren aufgehoben. Sie bekämpft die Bürokratie bei der Zollbehörde. Vorschriften, dass inländische Industrien bei gewissen Importen zustimmen mussten, sind abgeschafft. Der Abbau von Exportkontrollen und das Ende der Exportbesteuerung hat die Exporte wachsen lassen. Da Devisenkontrollen ein großes Hindernis für den freien Handel sind, hat Javier Milei früh die unterschiedlichen Wechselkurse vereinheitlicht und den Peso stark abgewertet. Damit hat sich der offizielle Wechselkurs dem Schwarzmarktkurs – dem sogenannten blauen Dollar – deutlich angenähert.

Auch die Kapitalverkehrskontrollen (ceto) schmelzen. Die langen Wartezeiten für die Abwicklungen internationaler Zahlungen wurden verkürzt. Die Grenze, was Argentinier für den persönlichen Gebrauch aus dem Ausland bestellen dürfen, wurde auf den dreifachen Betrag angehoben. Die 30-prozentige Steuer auf Kartenkäufe im Ausland wurde im Dezember 2024 abgeschafft. So entsteht mehr Wettbewerb, der die inländischen Unternehmen zu Effizienzgewinnen zwingt. Die Wirtschaftsstruktur dürfte sich weg von der Industrie hin zu Agrarprodukten und Rohstoffen entwickeln, welche international wettbewerbsfähig sind.

WAS DEUTSCHLAND VON MILEI LERNEN KANN

Ob Javier Milei seine Reformen erfolgreich zu Ende bringen und so auf Dauer blühende Landschaften schaffen kann, wird sich zeigen. Die Liberalisierung des Kreditmarkts hängt zurück, weil viele Banken immer noch dem Staat gehören und die Realzinsen immer noch negativ sind. Die versprochene Vereinfachung des Steuersystems steht noch an. Doch langsam dominieren die Erfolgsmeldungen. Nachdem zu Beginn der Reformen das Wachstum eingebrochen und die Armutsquote gestiegen ist, war das Wachstum 2024 positiv. Für 2025 prognostiziert der Internationale Währungsfonds sogar 5,5 Prozent. Die Armutsquote liegt inzwischen unter dem Niveau vor Beginn der Reformen. Denn Inflation trifft am stärksten die Schwächsten.

Es zeichnet sich zudem ab, dass die radikale Schocktherapie erfolgreicher ist als die schrittweisen Reformen unter Menem und Macri. Denn Widerstand ist bei einem schnellen Vorgehen schwerer zu organisieren. Die Erfolge werden für die Bevölkerung schneller sichtbar. Die Beliebtheit des neuen Präsidenten hat trotz der harten Einschnitte nicht gelitten. Sogar der IWF, bei dem Argentinien mit 44 Milliarden Dollar in der Kreide steht, hat gratuliert. Es fehlt nur noch, dass die Bevölkerung Argentiniens ihr immenses Auslandsvermögen nach Hause bringt. Das würde die Währung und die Wirtschaft stärken.

Außerhalb des Landes kann sich Javier Milei nun als Vorbild präsentieren. Auf dem Weltwirtschaftsforum in Davos hat er ein leidenschaftliches Plädoyer



für die Marktwirtschaft gehalten und vor den Gefahren des Kollektivismus gewarnt. Er erinnerte daran, dass der Wohlstand der westlichen Welt auf Freiheit und Individualismus beruht, während im politischen Diskurs der westlichen Demokratien sozialistische Ideen die Oberhand gewonnen hätten. Donald Trump und Elon Musk haben mit staatlichen Ausgabenkürzungen und Deregulierung – aber nicht bei der Liberalisierung des internationalen Handels – einen ähnlichen Weg eingeschlagen.

Und was kann Deutschland lernen? Auch hierzulande bürden eine stark gewachsene Anzahl von Beschäftigten im öffentlichen Sektor und großzügige Sozialsysteme der Bevölkerung große Lasten auf, die ohne den Rückhalt der Europäischen Zentralbank auf Dauer wohl nicht zu stemmen sind. Schleichende Kaufkraftverluste haben eine große Anzahl von Verlierern geschaffen, die an die politischen Ränder gedrückt sind. Doch weil die Bevölkerung – im Gegensatz zu Argentinien – nicht bereit für Einschnitte ist, haben sich Union und SPD neuen staatlichen Ausgabenverpflichtungen und Schulden zugewandt. In den Augen von Friedrich Merz ruiniert Milei sein Land. Deshalb bleibt abzuwarten, wer sich eines Tages zu einem deutschen Javier Milei entpuppt, um unsere Stimmung endlich wieder aufzuhellen.



ZUR PERSON

Prof. Dr. Gunther Schnabl leitet das Flossbach von Storch Research Institute und ist Professor an der Universität Leipzig. Er war Advisor bei der Europäischen Zentralbank und hat an den Universitäten Leipzig, Paris 1 Panthéon-Sorbonne, Stanford, Tokyo, Leuven und Tübingen geforscht. Er war Gastwissenschaftler bei der Deutschen Bundesbank, der Europäischen Zentralbank, der Bank von Japan und der Federal Reserve Bank of New York.



Was Deutschen die Angst vor der Rentenlücke nimmt

Egal, welche Studie man liest: Auf viele Deutsche kommen im Alter schmerzhaft Einschränkungen zu – sie werden nicht genug Rente haben, um den Lebensstandard halten zu können. 1.054 Euro: Das ist die durchschnittliche gesetzliche Altersrente nach Abzug der Beiträge für Kranken- und Pflegeversicherung im Monat. Wie hoch – oder niedrig – die eigene Rente später konkret wird, ist allerdings nur knapp jedem Dritten heute schon klar! Das geht aus der aktuellen Deloitte-bAV-Studie hervor. Der Rest hat entweder keine Ahnung (18 Prozent von 2.000 befragten Beschäftigten) oder nur eine ungefähre Vermutung, wie viel Geld im Alter bei der gesetzlichen Rentenversicherung herauspringt. Die Situation ist paradox. Obwohl die meisten Deutschen wissen, dass eine zusätzliche private oder betriebliche Altersversorgung (bAV) wichtig ist, um die Rente aufzubessern, wollen sich viele nicht einschränken. Statt Geld für später zurückzulegen, wird am Black Friday lieber noch der neueste Smoothie-Mixer geshoppt. Aktiv gegen die eigene Rentenlücke angehen, das heißt die Differenz zwischen der Nettorente und dem letzten Nettoeinkommen vor Rentenbeginn, davon halten die Deutschen nicht viel. In der Studie gaben 21 Prozent an, gar keine zusätzliche Vorsorge zu betreiben. Und von denjenigen, die es doch tun, wird häufig noch das schlecht verzinst Sparbuch oder Festgeldkonto genutzt, wo nach Abzug von Inflation und Kosten oft nur noch eine Mini-Rendite übrig bleibt. Um die Börse machen viele Deutsche noch immer einen Bogen. Dabei liefern Aktien sehr guter Unternehmen langfristig (10–15 Jahre und mehr) die mit Abstand höchsten Erträge. Sie müssen kein Millionär sein, um am Finanzmarkt aktiv zu werden. Schon mit kleinen Sparplänen auf Fonds und ETFs können Sie das Risiko von Schwankungen reduzieren und breit gestreut optimal vorsorgen. Je jünger Sie sind und je früher Sie starten, desto stärker wirkt der Zinseszineffekt. Zugegeben: Wer mit Aktien fürs Alter spart, braucht starke Nerven und viel Geduld. Am Ende zahlt sich der Schritt an die Börse aber in aller Regel aus. Die Moral von der Geschichte: Ohne Konsumverzicht geht es nicht – entweder während des Berufslebens oder dann eben später im Ruhestand.



Interessiert an weiteren Posts und Stories? Dann folgen Sie unserem Kanal auf Instagram.



Instagram
flossbachvonstorch

ZAHLEN
LÜGEN
NICHT

... ODER?

von Julian Marx

„Fake News“ oder Falschnachrichten – das ist ein Begriff, den der US-Präsident Donald Trump in seiner ersten Amtszeit prägte. Dabei hat es dieses Phänomen schon immer gegeben. Wieso selbst Statistiken ein falsches Bild vermitteln können.

→

Schon am zweiten Tag seiner ersten Präsidentschaft erklärte Donald Trump, damals 45. Präsident der Vereinigten Staaten, die Medien zu Feinden. Sie würden „Fake News“ über ihn verbreiten. Schnell wurde der Begriff zum geflügelten Wort.

„Fake News“ oder gefälschte Nachrichten entstehen durch reißerische Schlagzeilen, manipulierte Bilder und Behauptungen, die einen falschen Eindruck vermitteln, aber auf den ersten Blick wie echte Nachrichten klingen. Und Trump selbst dürfte wohl einer der Könige in diesem Bereich sein. Nach einer Statistik der Washington Post soll er in den vier Jahren dieser ersten Amtszeit insgesamt 30.573 falsche oder irreführende Angaben verbreitet haben. Nutzte doch Trump auch als amtierender Präsident seinen privaten Twitter-Account, um seine Politik darzustellen – bis sein Account nach dem Sturm auf das Kapitol im Januar 2021 abgedreht wurde – trotz 88 Millionen Followern.

DER FAKTENCHECK IST ABGESCHAFFT

Gleich zu Beginn seiner zweiten Amtszeit als 47. Präsident der Vereinigten Staaten wurden die von ihm ungeliebten Faktenchecks bei bedeutenden sozialen Medien abgeschafft. Wie kann man sich nun davor schützen, ein Opfer von „Fake News“ zu werden?

Gerade die moderne Medienlandschaft bietet Nutzerinnen und Nutzern enorme Möglichkeiten, um sich ein eigenes Bild zu machen – auch gestützt von den Möglichkeiten Künstlicher Intelligenz. Jeder, der dort recherchiert, ist nur wenige Klicks davon entfernt, sich zu nahezu jedem Thema umfassend informieren zu können. Und tatsächlich zeigen die Suchanfragen, dass es im Internet für die meisten längst nicht mehr nur, wie in früheren Zeiten, um den Lieblingsverein, die nächste Urlaubsreise oder ein neues Kochrezept geht. Auch Themen wie Altersvorsorge oder das aktuelle Welt- und Politikgeschehen stehen inzwischen hoch im Kurs. Möglichkeiten zur Informationsbeschaffung stehen also bereit – und sie waren noch nie so schnell und so schrankenlos zugänglich wie heute.

GEFÄHRLICHE FALLE IM UNTERBEWUSSTSEIN

Doch bekanntlich hat jede Medaille zwei Seiten. Informationen zu beschaffen, ist die eine, sie richtig zu verstehen und einzuordnen die andere. Während bei manchen Qualitätsmedien wichtige Thesen oft durch mehrere Quellen zu belegen sind oder teils jeder einzelne Fakt mit Quellenangaben zu belegen ist, gibt es bei der Informationsbereitstellung im Internet oft überhaupt keine Sicherheitsfilter.

Zudem macht das Unterbewusstsein Menschen besonders empfänglich für „Fake News“. So erzeugen laute Schlagzeilen üblicherweise eine höhere Aufmerksamkeit als wissenschaftliche Texte. Ein Umstand, mit dem sich eine Studie des renommierten Massachusetts Institute of Technology (MIT) im Jahr 2018 auseinandersetzte. Dazu analysierten die Studienautoren etwa 126.000 Nachrichtenkaskaden des Nachrichtendienstes Twitter, die zwischen den Jahren 2006 und 2017 von etwa drei Millionen Personen über 4,5 Millionen Mal getwittert wurden. Ein Ergebnis der Studie: Wahrheitsgemäße Angaben benötigten in diesem sozialen Medium ungefähr sechsmal so lange wie Falschangaben, bis sie auf eine Reichweite von 1.500 Menschen kommen.

Einen Erklärungsansatz für Ergebnisse wie diese liefert nach Ansicht der Studienautoren die Informationstheorie. Demnach können neue Informationen zu einer produktiven Entscheidungsfindung beitragen und den Informationsaustausch fördern, weil sie unser Verständnis von der Welt aktualisieren. Daher werden vermeintlich bahnbrechende Informationen als besonders wertvoll eingestuft und ziehen die Aufmerksamkeit des Menschen an. Zudem spielen soziale Gesichtspunkte bei der Informationsaufnahme eine Rolle. Denn neue Informationen können den sozialen Status vermitteln, dass man „auf dem Laufenden“ ist oder Zugang zu „Insiderinformationen“ hat. Das führt dazu, dass Menschen besonders empfänglich für laute oder schrille Neuigkeiten sind – ob sie nun wahr oder falsch sind.

Die Unterscheidung zwischen Wahrheit und Lüge gelingt also intuitiv nicht immer. Hilfreich ist eine kritische Grund-

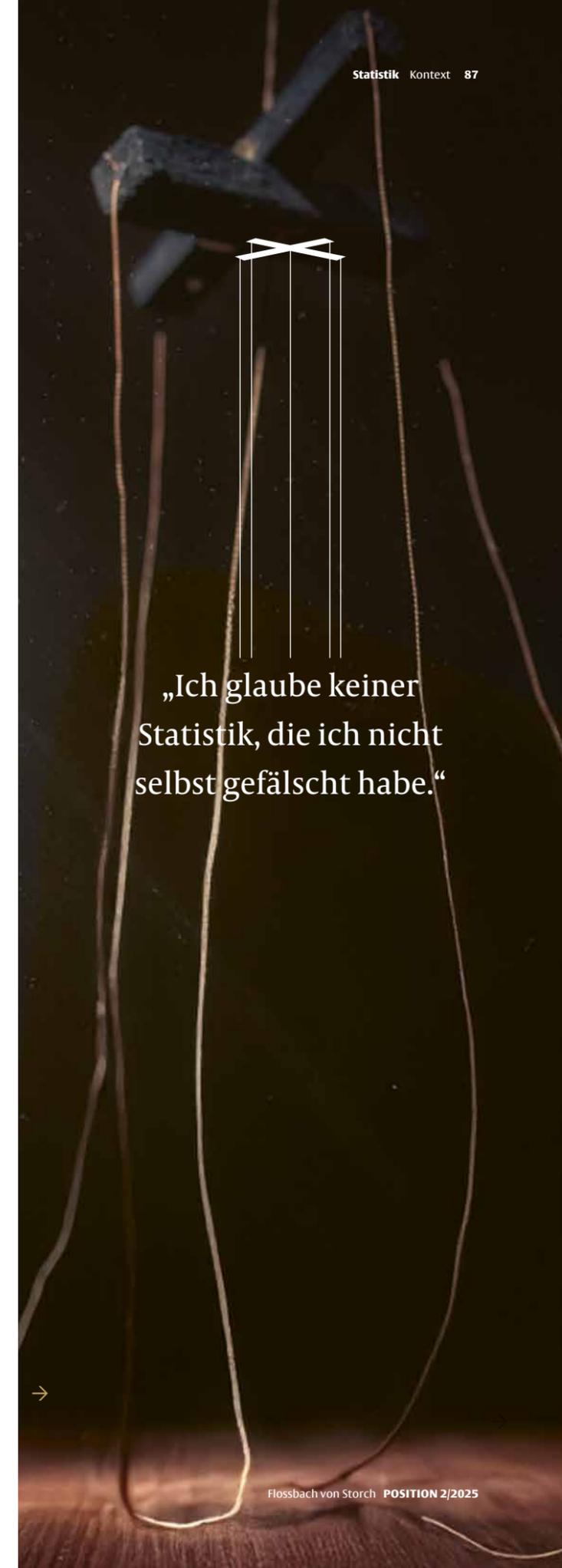
haltung, die nicht alles für bare Münze nimmt – gerade bei vermeintlich bahnbrechenden Neuigkeiten. Doch manchmal sind sogar Informationen falsch, bei denen man es zunächst nicht vermuten würde: harte Zahlen!

EIN ZITAT, DAS JEDER KENNT, ...

Ein älterer Herr, der gern Zigarren rauchte und eine Vorliebe für prägnante Formulierungen besaß, Literaturnobelpreisträger im Jahr 1953 war und im Zweiten Weltkrieg der Motor des britischen Widerstands gegen Adolf Hitler: Der frühere britische Premierminister Sir Winston Churchill. Er soll gesagt haben: „Ich glaube keiner Statistik, die ich nicht selbst gefälscht habe.“ Über Jahrzehnte wurde ihm hierzulande dieses Zitat zugeschrieben. Als geflügeltes Wort erhielt es Einzug in zahlreiche Reden und Schriften. Dabei gibt bis heute keinen Beleg dafür. Ganz im Gegenteil.

Werner Barke, ein ehemaliger Referent im Statistischen Landesamt Baden-Württemberg, beschäftigte sich viele Jahre mit der Herkunft des Zitats. Nach seiner Meinung spreche „nichts für dessen Richtigkeit und alles dagegen“. So ist dieses Zitat in Großbritannien gänzlich unbekannt. Weder beim Statistischen Amt des Landes noch bei der auflagestarken britischen Tageszeitung „The Times“ hat offenbar jemals jemand davon gehört. Also einfach erstunken und erlogen?

Nicht ganz. So äußerte Churchill während des Zweiten Weltkriegs nachweislich erhebliche Zweifel an Hitlers militärischen Erfolgsstatistiken. Gleichzeitig sollten Medien im deutschen Reich – auf Weisung des damaligen Propagandaminister Joseph Goebbels – Churchill als Lügner vorführen und griffen zu diesem Zweck selbst oft auf gefälschte Zahlen zurück. Vermutlich wurden irgendwann der propagierte Status von Churchill als Lügner und dessen Zweifel an deutschen Militärstatistiken miteinander verwoben, und so ist ihm im deutschen Sprachraum dieses Zitat zugeschrieben worden, das es vermutlich so nie gab. Anders als das Zitat suggerieren könnte, galt Churchill nämlich als großer Anhänger einer korrekten amtlichen



„Ich glaube keiner
Statistik, die ich nicht
selbst gefälscht habe.“

Statistik. So betonte er im Laufe des Zweiten Weltkriegs etwa, dass es „lebenswichtig“ sei, dass Informationen über britische Schiffsverluste nicht in falsche Hände geraten. Dadurch würde man dem Feind wichtige Informationen über den Erfolg oder Misserfolg seiner immer neuen Angriffsformationen liefern.

Zahlen und Statistiken genossen bei Winston Churchill also hohes Ansehen. Nichtsdestotrotz war sich der frühere britische Premierminister darüber im Klaren, dass der Informationsgehalt von Zahlen und Statistiken auch an einen verantwortungsvollen Umgang mit diesen geknüpft ist.

**BESCHÄFTIGT DER DEUTSCHE STAAT
ZU VIELE MENSCHEN ...**

Nicht umsonst gelten hierzulande für die Arbeit der amtlichen Statistik die Grundsätze der Neutralität, Objektivität und fachlichen Unabhängigkeit. Doch selbst bei korrekten Daten besteht die Gefahr von Fehlinterpretationen, wie folgendes Beispiel illustrieren soll.

So war die Notwendigkeit des Bürokratieabbaus (auch) im jüngsten Wahlkampf ein wichtiges Thema. Und beim Gespräch über deutsche Amtsstuben glaubt fast jeder mitreden zu können. Unzählige Beispiele illustrieren seit vielen Jahren, dass der Amtsschimmel wiehert. So dauert das Warten auf Baugenehmigungen zu lange, die oft über Jahre ausstehende Arbeitsgenehmigung für ausländische Fachkräfte kommt zu teuer oder Formulare werden immer länger und unverständlicher. Kurzum: Der öffentliche Dienst wird in der öffentlichen Meinung immer wieder als (zu) träge wahrgenommen. Dabei ist die Zahl der Beschäftigten im öffentlichen Dienst seit 2008 von 4,5 Millionen auf zuletzt 5,3 Millionen gestiegen (vgl. Grafik 1).

Wie passt das zusammen? Für diejenigen, die Kritik an einer trägen öffentlichen Hand üben möchten, sind solche Zahlen ein gefundenes Fressen. Nach dem Motto: „In 15 Jahren 800.000 neu geschaffene Stellen und die Probleme sind weiter gestiegen.“ Doch Vorsicht! Eine weitere Statistik zeichnet ein anderes Bild.

**... ODER GIBT ES
ZU WENIGE BEAMTE?**

Zahlen der Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) könnten sogar vermuten lassen, dass der öffentliche Dienst in Deutschland möglicherweise zu gering ausgestattet sein könnte. So lag der Anteil der im öffentlichen Dienst Beschäftigten an der Gesamtbeschäftigung hierzulande im Jahr 2021 bei elf Prozent und somit im internationalen Vergleich relativ niedrig. Der OECD-Durchschnitt betrug knapp 19 Prozent – Deutschland befindet sich damit auf demselben Niveau wie der Musterschüler Schweiz, der für seine hohe Innovationskraft bekannt ist und seit Jahren den ersten Platz beim Global Innovation Index belegt (vgl. Grafik 2).

Wie also steht es tatsächlich um die öffentliche Hand? Haben wir zu viele „Faultiere“ beschäftigt? Die vorgenannten Statistiken verdeutlichen bereits: Ein Puzzle besteht aus vielen Teilen. Entsprechend kann sich eine werthaltige Analyse nicht auf einzelne Puzzleteile beschränken.

BLICK HINTER DIE KULISSEN

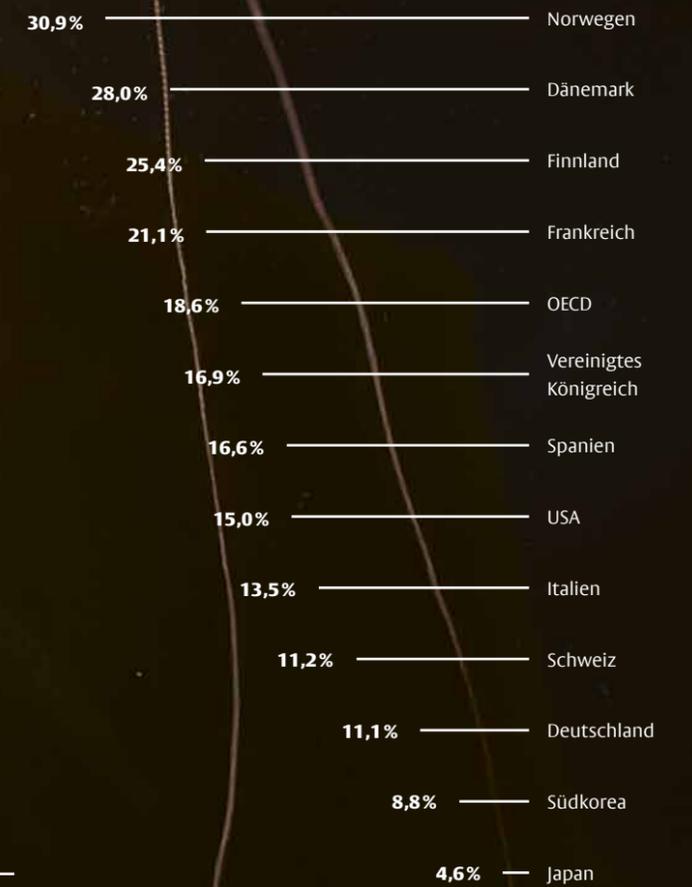
Ein erster Schritt für einen besseren Gesamteindruck wäre, näher zu untersuchen, in welchen Bereichen das Beschäftigungswachstum in diesem Zeitraum besonders hoch ausgefallen ist. Besonders auffällig ist insbesondere der Personalszuwachs bei Kindertageseinrichtungen. Zwischen 2008 und 2023 hat sich die Zahl der Erzieherinnen und Erzieher auf 278.900 Personen mehr als verdoppelt. Damit ist knapp ein Fünftel des Beschäftigungsanstiegs zu erklären.

Das dürfte die Gemütslage etwas beruhigen: Ist doch dieser Zuwachs gut begründet. Einerseits ist der Betreuungsbedarf erheblich gestiegen. Nicht nur, dass die Zahl der in Kindertageseinrichtungen betreuten Kinder allein zwischen 2014 und 2024 von knapp 3,3 Millionen auf mehr als 3,9 Millionen angestiegen ist. Darüber hinaus ist der Betreuungsumfang je Kind gestiegen. Wurden 2014 etwa 42 Prozent der Kinder „mehr als 35 Stunden pro Woche“ betreut, waren es zuletzt 46 Prozent. Dabei geht der gesellschaftliche Wert der Kindergärten zudem über die soziale Komponente hinaus, indem →

Grafik 1
Zu viele Beschäftigte im öffentlichen Dienst?
Seit 2008 ist deren Zahl in Deutschland um 17 Prozent gestiegen.

Zahl der Beschäftigten im öffentlichen Dienst (in Millionen)

Quelle: Statistisches Bundesamt, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2025



Grafik 2
Zu wenige Beschäftigte im öffentlichen Dienst?
Die Quote im Verhältnis zur Gesamtbeschäftigung lag 2021 in Deutschland unter dem OECD-Durchschnitt.

Zahl der Beschäftigten im öffentlichen Dienst im Verhältnis zur Gesamtbeschäftigung (in Prozent)

Quelle: OECD, Flossbach von Storch, Daten per 30. April 2025



Zahlen und Statistiken
sind wertvolle Hilfsmittel,
um sich in einer immer
komplexeren Welt
zurechtzufinden.
Sie lügen nicht,
bedürfen aber einer kritischen
Auseinandersetzung.

sie den ersten Ort der sekundären Sozialisation bieten. Aus wirtschaftlichen Gesichtspunkten bildet die Kindertagesbetreuung ebenfalls einen wesentlichen Eckpfeiler. So dürfte der Kita-Ausbau erheblich dazu beigetragen haben, dass die Erwerbstätigenquote bei Frauen von 58 Prozent im Jahr 2000 auf knapp 74 Prozent im Jahr 2023 gestiegen ist.

Neben den Kita-Betreuern ist die Zahl der Beschäftigten an Hochschulen zwischen 2008 und 2023 um rund 189.000 auf knapp 622.000 angestiegen. Ein Plus von 44 Prozent. Im Gleichlauf hat auch die Zahl der Studierenden um 42 Prozent zugelegt. Wie im Bereich der Kindergärten lassen sich die Beschäftigtenzahlen an Hochschulen also ebenfalls mit den gestiegenen Anforderungen begründen. Beide Beispiele zeigen, dass hier einfach die Personaldecke bedarfsgerecht ausgebaut wurde. Dennoch lassen sich natürlich nicht alle Kritikpunkte in Sachen Bürokratie von der Hand weisen.

WAS IST ZU VIEL REGULIERUNG?

Wenig umstritten ist bei Unternehmensleuten und Wirtschaftswissenschaftlern zudem der Umstand, dass wir zu viel Regulierung in Deutschland und der Europäischen Union haben. Beispielsweise ist die Zahl bundesrechtlicher Gesetze und Verordnungen zwischen 2014 und 2024 weiter geklettert – von 4.391 auf 4.646. Die Zahl der darin enthaltenen Einzelnormen hat sogar noch stärker zugelegt und ist um 17 Prozent auf 96.427 angewachsen.

Dabei ist Regulierung nicht per se schlecht. Im Gegenteil kann sie auch als Zeichen des Fortschritts interpretiert werden. Ein Beispiel ist der Umweltschutz, zu dem es Anfang der 1960er-Jahre nahezu keine Gesetzgebung gab. So forderte der spätere Bundeskanzler Willy Brandt im Jahr 1961 noch, dass „der Himmel über dem Ruhrgebiet wieder blau werden muss“. Damit rückte er den Umweltschutz ins Blickfeld gesellschaftlicher Debatten. Seither gingen von der Umweltpolitik zahlreiche positive Impulse aus. So befindet sich die Wasserqualität in deutschen Badeseen seit mittlerweile mehr als 20 Jahren auf einem konstant hohen Niveau. Hielten 1992 nicht einmal 30 Prozent der Badeseen die vorgesehenen Grenzwerte ein, wurden zuletzt mehr als 90 Prozent

der Badeseen eine „ausgezeichnete“ Badewasserqualität attestiert. Im Bereich des Straßenverkehrs haben gestiegene Sicherheitsanforderungen und Verkehrsvorschriften im Verlauf der Zeit zu einer gesunkenen Zahl an Verkehrstoten beigetragen. Lag die Zahl der Verkehrstoten allein im früheren Bundesgebiet im Jahr 1970 noch bei 19.193 Menschen, ist sie in der heutigen Bundesrepublik zuletzt auf weniger als 3.000 gesunken.

Doch trotz solcher Erfolge darf Bürokratie niemals Selbstzweck werden. Steigender Wohlstand, aber auch eine Veränderung der gesellschaftlichen Werte haben im Zeitablauf dazu geführt, dass verschiedene Interessengruppen immer neue Regelungen einfordern: immer mehr Datenschutz, immer mehr Bankenregulierung, immer mehr ESG-Auflagen für Unternehmen. Für sich genommen sind viele Gesetzesvorhaben gut begründet und gehen auf nachvollziehbare Bedürfnisse der Bevölkerung ein. Doch im Ergebnis hat das Regulierungsdickicht ein Ausmaß erreicht, in dem verschiedene Regelungen sich sogar oft gegenseitig „blockieren“. Das macht eine immer komplexere gesetzliche Abstimmung und einen immer umfangreicheren Verwaltungsvollzug notwendig – mit einem entsprechend höheren Personalbedarf in vielen Verwaltungsbereichen.

DIE DEMOKRATISCHE REAKTIONSFALLE

In den Politikwissenschaften wird in diesem Zusammenhang regelmäßig von der „demokratischen Reaktionsfalle“ (democratic responsiveness trap) gesprochen – einem wohlwollenden Staat, der sich in zunehmender Bürokratie verstrickt. Das verlangsamt und erschwert Prozesse wie Investitionsentscheidungen; lähmt das Wirtschaftsgeschehen. Eine ifo-Studie aus dem vergangenen Jahr schätzte die Bürokratiekosten in Form von entgangener Wirtschaftsleistung hierzulande auf 146 Milliarden Euro pro Jahr. Dabei können verschiedene Interessen und Gesetze nicht nur zwischen unterschiedlichen Ressorts aufeinanderprallen, wie etwa beim Abwägen zwischen Datenschutz und einer personalisierten Krankenakte zur effizienten und bestmöglichen Patientenversorgung. Es können sich sogar Zielkonflikte innerhalb eines Ressorts ergeben. In

der Umweltpolitik weiß man das nur zu gut. Nicht selten kollidieren Artenschutz und der Wunsch nach dem Ausbau erneuerbarer Energien.

Das Beispiel der öffentlichen Beschäftigung zeigt, wie schwierig es selbst bei einfachen Statistiken sein kann, diese nicht einseitig zu interpretieren. An vielen Stellen wurden im öffentlichen Bereich richtige und notwendige Maßnahmen ergriffen. Der gesehene, enorme Beschäftigungsaufbau im Bereich der Kindertagesbetreuung ist für zahlreiche Familien eine notwendige Voraussetzung, damit beide Elternteile einer Arbeit nachgehen können.

Auf der anderen Seite steht die öffentliche Hand unbestritten auch vor enormen Herausforderungen. Sie muss sich ihren Weg bahnen, heraus aus der demokratischen Reaktionsfalle.

SICH AUSEINANDERSETZEN STATT VORSCHNELL URTEILEN

Die Welt ist offenkundig nicht nur schwarz und weiß. In einem Umfeld, das zunehmend polarisiert, gewinnt die sachliche Auseinandersetzung mit verschiedensten Themen an Bedeutung. Zahlen und Statistiken sind dabei wertvolle Hilfsmittel, um sich in einer immer komplexeren Welt zurechtzufinden. Sie lügen nicht, bedürfen aber einer kritischen Auseinandersetzung.

Viel wichtiger als die Sorge vor einem unsachgemäßen Einsatz von Zahlen sind daher die Möglichkeiten, die gute Statistiken bieten. Gut eingesetzt tragen sie zu Effizienzgewinnen und Fortschritt bei. Beispielsweise lässt sich mit den Geburtenraten von heute bereits abschätzen, wie hoch der Lehrerberuf in zehn Jahren sein dürfte. Derartige Erkenntnisgewinne gilt es zu nutzen. Der gesunde Menschenverstand kann uns dabei helfen – auch oder vielleicht sogar gerade im Informationsdschungel des digitalen Zeitalters. ◆

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

Ökonomische Bildung

Warum sie unsere Demokratie stärkt

von Verena von Hugo

Demokratie lebt von mündigen Bürgerinnen und Bürgern, die ihre Zukunft selbstbestimmt gestalten können. Doch in einer Welt, in der wirtschaftliche Fragen immer stärker politische Entscheidungen beeinflussen, reicht politisches Wissen allein nicht mehr aus.

Wirtschafts- und Finanzbildung ist ein Schlüssel, um faktenbasiert zu entscheiden, populistischen Parolen zu widerstehen und wirtschaftliche Gerechtigkeit zu fördern. Wer versteht, was sich hinter Schulden, Zinsen oder Inflation verbirgt, trifft finanzielle Entscheidungen besser. Das schützt vor Überschuldung und stärkt die Unabhängigkeit der Menschen. Ohne ökonomisches Grundwissen sind politische Debatten über Steuersenkungen oder die Schuldenbremse schwer zu durchschauen. Wer Wirtschafts- und Finanzbildung hat, erkennt eher, welche Versprechen realistisch sind und welche nur leere Wahlkampfparolen.

Wirtschaftliche Ungleichheit kann Demokratien destabilisieren, doch Ökonomische Bildung hilft, sich abzusichern und Chancen beispielsweise für den Vermögensaufbau und die Vorsorge zu nutzen. Das stärkt den sozialen Zusammenhalt, eröffnet Handlungswege und beugt damit Frustration vor. Wer versteht, wie Finanzmärkte oder Rentensysteme funktionieren, kann fundierte (wirtschafts-)politische Entscheidungen treffen.

Trotz ihrer Bedeutung bleibt Ökonomische Bildung in vielen Lehrplänen ein Randthema. Junge Menschen starten oft ohne grundlegendes Wirtschafts- und Finanzwissen ins Leben. Doch es gibt Lösungen: Wirtschafts- und Finanzbildung sollte fester Bestandteil des Schulunterrichts werden, es braucht Angebote für lebenslanges Lernen und eine offene Gesprächskultur, in der Geld kein Tabuthema mehr ist. Wer über Finanzen spricht und aktiv mit ihnen umgeht, bekommt Übung und trifft bessere Entscheidungen. →

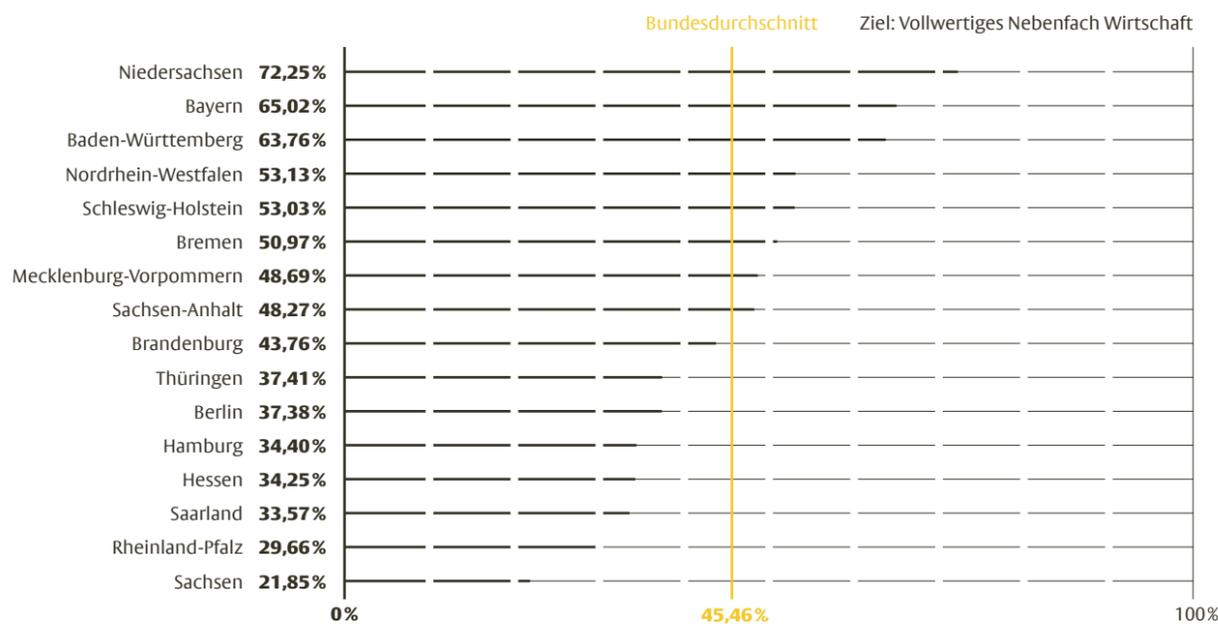
HINTER DEN ERWARTUNGEN

Ökonomische Bildung ist in Deutschland eine ungelöste Herausforderung. Bereits vor mehr als 20 Jahren wurde der flächendeckende Mindeststandard für ökonomische Bildungsinhalte in der Sekundarstufe I gefordert. Im Februar 2003 legte eine wirtschafts- und bildungspolitisch interdisziplinäre Arbeitsgruppe das „Kerncurriculum Wirtschaft“ mit einem Umfang von 200 Unterrichtsstunden vor, was drei Schuljahren à zwei Schulstunden entspricht. Doch fast ein Vierteljahrhundert später hinkt die Umsetzung dieser Forderung hinterher. Ein Drittel der Bundesländer erreicht in ihren nicht-gymnasialen Schulformen fast die angestrebte Stundenzahl, doch die Mehrheit der Bundesländer bleibt – besonders im Gymnasialbereich – weit zurück. In sechs Jahren Sekundarstufe I kommt Berlin im Gymnasium nur auf rund 18 Schulstunden, Thüringen in den nicht-gymnasialen Schulformen auf nur 28,5 Stunden.

Das ideale Modell für eine regulär ausgestattete Ökonomische Bildung sieht nicht nur 200 Unterrichtsstunden für die Sekundarstufe I vor, sondern auch die verbindliche Prüfung ökonomischer Bildungsinhalte im Abitur in den entsprechenden Ankerfächern. Doch auch hier ist die Realität weit entfernt: Zehn Bundesländer erfüllen nicht einmal 50 Prozent der Anforderungen, die für die Etablierung eines regulär ausgestatteten Nebenfachs Wirtschaft notwendig wären. Lediglich Niedersachsen, Bayern, Baden-Württemberg, Nordrhein-Westfalen, Schleswig-Holstein und Bremen haben die 50-Prozent-Marke überschritten. Insgesamt ist also noch sehr viel Luft nach oben.

Grafik
Gesamtindex Ökonomische Bildung in Deutschland (OeBiX)

Quelle: OeBiX-Studie „Zur Ökonomischen Bildung in Deutschland (Index)“, Hg. Flossbach von Storch Stiftung, wissenschaftliche Realisation: IÖB Oldenburg Daten per 31.05.2024 www.oebix.de/studien



VIELE FÄCHER, WENIG SUBSTANZ

Im Rahmen der OeBiX-Studie hat das Institut für Ökonomische Bildung (IÖB) auch die Lehrpläne für die Ankerfächer der Ökonomischen Bildung untersucht. Dabei zeigt sich, dass sich die Ökonomische Bildung in der weiterführenden Schule stark unterscheidet – sowohl in Bezug auf den Umfang als auch auf die inhaltlichen Schwerpunkte der Fächer. In eigenständigen Wirtschaftsfächern sind die zentralen Themen der Ökonomischen Bildung am gleichmäßigsten verteilt. Doch in Fächergruppen, zum Beispiel in Kombination mit Politik oder Soziologie, wird diese Bildung häufig unzureichend integriert. Die Wahl des Fachs, in dem ökonomische Inhalte vermittelt werden, beeinflusst maßgeblich, wie die Lehrkräfte aus- und fortgebildet werden, wie viel die Schülerinnen und Schüler lernen und welche Schwerpunkte gesetzt werden.

Eine fundierte Wirtschafts- und Finanzbildung ist unerlässlich, um in der wirtschaftlich geprägten Welt mündig und selbstbestimmt handeln zu können. Sie hilft dabei, wirtschaftliche Zusammenhänge zu verstehen und informiert Entscheidungen zu treffen. Eine konsequente Integration ökonomischer Themen in alle relevanten Lehrpläne ist notwendig, um zukunftsfähige Bildung zu gewährleisten. Der Fächerkanon spielt dabei eine zentrale Rolle, da er nicht nur das Fachwissen beeinflusst, sondern auch den Erwerb von Zukunftskompetenzen sowie die Perspektiven, die Schülerinnen und Schüler gewinnen.

KEIN LUXUS

Ökonomische Bildung ist kein Luxus, sondern eine demokratische Notwendigkeit. Sie hilft, klügere Entscheidungen zu treffen, schützt vor Manipulation und stärkt den gesellschaftlichen Zusammenhalt. In Deutschland bleibt die Umsetzung jedoch noch immer eine Herausforderung. Die meisten Bundesländer sind von einer flächendeckenden und konsequenten Umsetzung der Ökonomischen Bildung noch weit entfernt. Es bleibt viel zu tun. Eine starke Demokratie braucht informierte Bürgerinnen und Bürger, und dies beginnt mit einer soliden Ökonomischen Bildung in der Schule. ♦



ZUR PERSON

Verena von Hugo ist Vorständin der Flossbach von Storch Stiftung. Die gemeinnützige Stiftung wurde von Bert Flossbach und Kurt von Storch 2006 mit dem Ziel gestiftet, Bildung, Erziehung und Wissenschaft, insbesondere in den Bereichen Wirtschaft und Finanzen, zur wirtschaftlichen Unabhängigkeit der Menschen und zur Stabilität unserer Gesellschaft zu fördern.



Warum das GEHIRN GEGEN RENDITE kämpft

von Maren Kebbel

Lange Zeit bestimmte der Homo oeconomicus die Kapitalmarktforschung – der stets rational handelnde, allwissende Anleger. Emotionen galten schlicht als Störung in den Modellannahmen. Als etwas, was sich eh kaum erklären lässt und womit sich Ökonomen und andere Zahlenmenschen ohnehin eher ungern beschäftigen. Das Problem: Viele immer wiederkehrende Phänomene an den Finanzmärkten – etwa Spekulationsblasen – lassen sich ohne den Blick auf menschliche Emotionen nicht erklären.

Dann kamen die Psychologen Amos Tversky und Daniel Kahneman. Ihre Studien rüttelten am Idealbild des Homo oeconomicus und revolutionierten das Denken über die Treiber der Finanzmärkte. Ihre Forschung zeigte: Menschen handeln eben nicht rein vernünftig. Kahneman erhielt 2002 für diese wegweisenden Erkenntnisse den Wirtschaftsnobelpreis.

Behavioral Finance kombiniert Ökonomie mit Psychologie und zeigt, dass wir uns oft irrational verhalten – als Einzelne und als Gruppe. Verhaltensauffälligkeiten werden untersucht, kognitive Verzerrungen entlarvt. Doch welche Fehler kosten uns am meisten Geld?

WARUM MAN SELBST SEIN GRÖSSTER ANLAGEFEIND IST

Beim Investieren lauern überall psychologische Denkfallen, die Anlegerinnen und Anleger viel Geld kosten können. Wir haben mal die wichtigsten zusammengefasst.

Selbstüberschätzung: Der Irrglaube an den eigenen Börsen-Instinkt

Schon ein paar erfolgreiche Trades – und plötzlich fühlt man sich wie der neue Warren Buffett. Dabei war es oft nur Glück. Diese übertriebene Selbstsicherheit führt dazu, dass Anleger zu große Risiken eingehen oder an schlechten Investments festhalten. Spoiler: Das geht natürlich selten gut aus.

Verlustaversion: Lieber leiden als loslassen

Warum fällt es so schwer, eine schlechte Aktie einfach zu verkaufen? Weil Verluste in unserer Wahrnehmung rund 2,5-mal schwerer wiegen als gleich hohe Gewinne. Anleger realisieren Gewinne zu früh, Verluste aber lassen sie laufen – in der Hoffnung, dass sich das Blatt noch wendet. Ein typischer Dispositionseffekt, der oft teuer wird.

Bezugspunktabhängigkeit: Warum der eigene Einstiegspreis nichts mit der Zukunft zu tun hat

Anleger bewerten ihre Gewinne und Verluste oft relativ zu einem bestimmten Referenzpunkt, meist dem Kaufpreis. Eine Aktie, die einst bei 100 Euro stand und nun bei 80 Euro liegt, wird nicht als Investition betrachtet, sondern als „Minus 20 Euro“ – was emotional schwerer wiegt als die eigentliche Zukunftsaussicht des Unternehmens. Doch: Die Börse kennt die eigenen Einstiegspreise nicht!

Herdentrieb: Wenn alle kaufen, kann es doch nicht falsch sein?

Oh doch! Der Bitcoin-Boom? Die Dotcomblase? Meme-Aktien? Immer das gleiche Muster: Alle stürzen sich auf einen Hype – und viele bleiben am Ende auf überbewerteten Werten sitzen. Besonders kritisch: Oft entfalten Hypes dann ihre größte Wirkung, wenn sie bereits ihren Höhepunkt erreicht haben. Vorsicht vor dem Herdentrieb – wer der Masse blind folgt, landet oft genau dort, wo die Party schon vorbei ist.

Selektive Wahrnehmung: Nur sehen, was ins eigene Bild passt

Kaum hat man in eine Aktie investiert, erscheinen alle positiven Nachrichten plötzlich viel relevanter als die negativen. Anleger neigen dazu, nach Bestätigung für ihre Entscheidungen zu suchen. Widersprechende Informationen werden dann systematisch ignoriert. Mangelnde Selbstkritik und Bequemlichkeit führen aber oft zu schlechten Entscheidungen.

Gewöhnungseffekte: Warum Verluste sich mental anders anfühlen

Verluste tun weh, klar. Doch je länger eine Aktie im Minus bleibt, desto stärker gewöhnt man sich an den Zustand. Anleger entwickeln oft eine emotionale Bindung zum Einstandspreis und klammern sich an die Hoffnung, dass die Kurse irgendwann wieder steigen. Hoffen allein ist aber keine Anlagestrategie.

WIE MAN DIE EIGENEN FINANZEN VOR SICH SELBST SCHÜTZT

Die gute Nachricht: Emotionen gehören zwar zu jedem Menschen. Aber jeder kann sein Gehirn austricksen. Behavioral Finance zeigt, dass unser Gehirn nicht unbedingt unser bester Finanzberater ist. Wer die eigenen Denkfehler aber kennt, kann sie gezielt umgehen – und erfolgreicher investieren.

Anleger sollten für sich klare Kauf- und Verkaufsregeln aufstellen, um spontane Panik-Verkäufe und Euphorie-Käufe zu vermeiden. Schließlich ist Vermögensaufbau ein Marathon und kein Sprint! Ein Lebensprojekt, das auch die nächste Generation betrifft.

Risiken sollten breit gestreut werden. Ausdauerendes Investieren glättet Marktschwankungen und reduziert das Risiko von Fehlentscheidungen.

Erfahrene Anleger wissen: Das Gehirn spielt jedem schon mal einen Streich. Wer Vertrauen in seine Anlagen hat, weil er sie sehr genau kennt, nicht alles auf eine Karte setzt und einen langen Horizont hat, der investiert besser. Hirn schlägt Herz – das gilt zumindest bei der Geldanlage. ♦

Maren Kebbel ist Autorin für Verbraucher- und Finanzbildung.

Glossar

Fachbegriffe kurz erklärt

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

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

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

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

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

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.

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

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 Markts. Diese ist dann gegeben, wenn die Differenz zwischen dem Geld- und Briefkurs niedrig ist und auch größere Volumina gehandelt werden können, ohne den Marktpreis substantiell zu beeinflussen.

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

Nikkei 225 Index – Der Nikkei 225 ist der Leitindex mit Blick auf den japanischen Aktienmarkt. Er bildet die Wertentwicklung von 225 der größten börsennotierten Unternehmen Japans ab. Beim Nikkei 225 handelt es sich um einen preisgewichteten Aktienindex.

Portfolio – Bestand an Wertpapieren im Depot.

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

RECHTLICHER HINWEIS

Diese Publikation dient unter anderem als Werbemittel.

Die in dieser Publikation 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 dieser Publikation wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die erhaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlage- Rechts- und/oder Steuerberatung oder sonstige Empfehlung dar.

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

Diese Publikation richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen der Zugang zu den darin enthaltenen Informationen nicht zulässig ist (z. B. aufgrund der geltenden Gesetzgebung).

Diese Publikation unterliegt urheber-, marken- und gewerblichen Schutzrechten. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Bereithaltung zum Abruf oder Online-Zugänglichmachung (Übernahme in andere Webseite) der Publikation ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung von Flossbach von Storch zulässig. Es ist dann der Umfang der Gestattung zu beachten und ein Hinweis auf die Herkunft der Vervielfältigung und die Rechte von Flossbach von Storch anzubringen.

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

Ein umfangreiches Glossar zu Themen und Begriffen finden Sie auch auf www.flossbachvonstorch.com/glossar.

© 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

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

Vorstand: Christoph Adamy, Markus Müller,
Christian Schlosser
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Kurt von Storch

Umsatzsteuer-ID: LU25691460
Handelsregister: Luxemburg Nr. B 171513
Zuständige Aufsichtsbehörde: Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)
283, route d'Arlon, 1150 Luxemburg

Kontakt Schweiz:
Flossbach von Storch Invest S.A.
Vertretung Zürich
Fraumünsterstrasse 21, 8001 Zürich

Kontakt Österreich:
Flossbach von Storch SE
Zweigniederlassung Österreich
Schottenring 2 – 6/8, 1010 Wien

www.flossbachvonstorch.com

Redaktionsschluss: 30. April 2025

EU 112 0525 XXXX DE

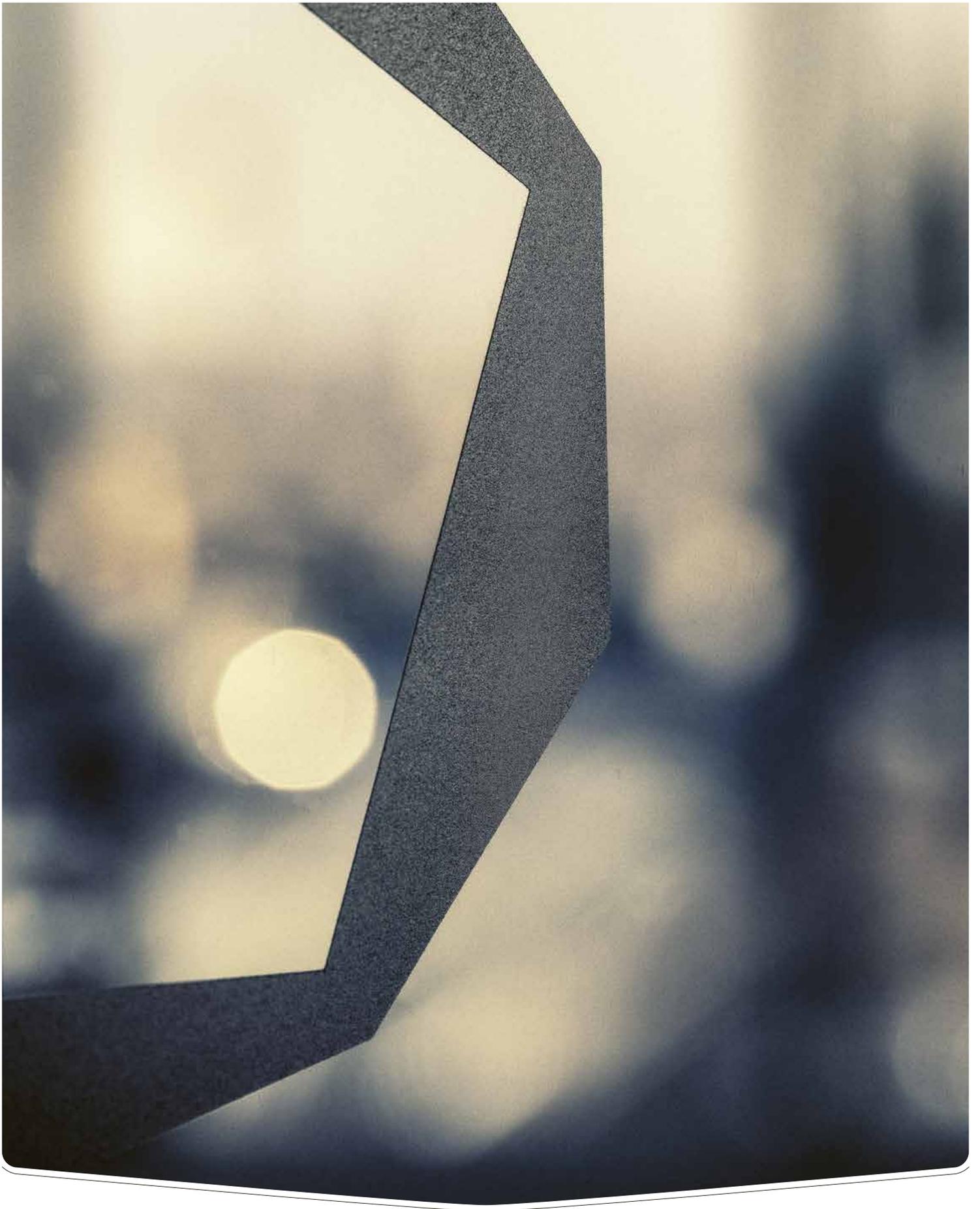
Nachdrucke des Dokuments sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträgern aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE.

Redaktion:
Michael Altintzoglu, Lars Conrad, Sven Ebert
Dr. Bert Flossbach, Jens Hagen, Verena von Hugo,
Dörte Jochims, Maren Kebbel, Carina Kontio,
Thomas Lehr, Shenwei Li, Julian Marx, Christian Panster,
Dr. Tobias Schafföner, Prof. Dr. Gunther Schnabl,
Kurt von Storch, Philipp Vorndran

Design: Markus Taubeneck, Carolin Euskirchen,
Franziska Fritz und Heller & C
Druck: TheissenKopp GmbH

FOTONACHWEIS

Bildrechte: © Carolin Euskirchen, Illustration (Cover); © Marc Comes, CHB-P (S. 3); © John lund, Getty Images (S. 5 oben); © Karoly Effenberger (S. 5 mittig); © Carolin Euskirchen, Illustration (S. 6 – 17); © Carl & Ann Purcell, Getty Images (S. 18); © John lund, Getty Images (S. 24 – 29); © Jinhe Li (S. 30); © Jeffrey Coolidge, Getty Images (S. 32 – 36); © Karoly Effenberger (S. 38 – 44); © Helen King, Getty Images (S. 46 – 47); © Dirk Wüstenhagen Imagery, Getty Images (S. 48 – 49); © Oleq Slabinskiy, Getty Images (S. 51 – 52); © Chiew Ropram, Getty Images (S. 54 – 57); © Javier Zayas, Getty Images (S. 58 – 63); © Katsumi Murouchi, Getty Images (S. 64 – 66); © Marcus Becker, sichtplan (S. 74, 82); © Kayra Sercan, unsplash (S. 83); © Aaron Lam, Getty Images (S. 84 – 90); © Klaus Vedfelt, Getty Images (S. 92 – 95); © Marcus Becker, sichtplan (S. 95 mittig); © Zoner Photo Studio X, Getty Images (S. 96 – 97); © Marc Comes, CHB-P (S. 100, Rückseite)



Konsequent unabhängig



Flossbach von Storch