

# POSITION

Themen und Denkanstöße für Investoren



## WAS VOM DOLLAR ÜBRIG BLEIBT

**EURO**

ginge viel besser digital.

**TECHAKTIEN**

bekommen viel Vorschuss.

**GOLD**

bleibt die ultimative Währung.





Angriff ist die beste Verteidigung, heißt es. Donald Trump scheint nur selten nicht im „Angriffsmodus“ zu sein. Für den US-Präsidenten gilt das Gesetz des Stärkeren. Daheim, in den USA, genauso wie in der weiten Welt. Zu spüren bekommen das nicht nur die Regierungschefs und -chefinnen anderer Länder, sondern nicht zuletzt der Vorsitzende der US-Notenbank Federal Reserve (Fed), Jerome Powell.

Trump nennt ihn einen verschwenderischen Trottel, der die USA schon sehr viel Geld gekostet habe. Weil er die Kosten für die Renovierungsarbeiten der Fed-Zentrale nicht im Griff hätte, vor allem aber, weil er sich weigerte, doch endlich die Zinsen zu senken!

Derartige Angriffe auf den Chef einer unabhängigen Institution sind gewiss kein Ruhmesblatt. Doch Trump interessiert das wenig. Er will niedrigere Zinsen. Er braucht niedrigere Zinsen, um den Staatshaushalt in den Griff zu bekommen. Und er beschädigt mit seinen wiederkehrenden Attacken auf die Fed das Vertrauen internationaler Investoren in die Verlässlichkeit der USA, insbesondere in den US-Dollar.



#### AUF EIN WORT

An den Börsen sind die Aktienkurse zuletzt weiter gestiegen. Trotz der erratischen Politik Donald Trumps. Trotz seiner Zölle. Trotz der Kriege in der Ukraine und im Nahen Osten. Viele Anleger fragen sich unweigerlich, wie das zusammenpasse. Die Frage ist berechtigt. Und die Antwort darauf vermutlich bekannt.

Das Thema Künstliche Intelligenz (KI) überlagert derzeit vieles, was den Kapitalmärkten möglicherweise schaden könnte. Die Investitionen der großen Techkonzerne sind beeindruckend, ja gewaltig – die Erwartungen an die Investitionen sind es noch mehr. Ob sie langfristig tatsächlich erfüllt werden können, lässt sich seriös kaum vorhersagen. Wir sind und bleiben skeptisch.

Denn eines hat uns die Geschichte gelehrt: Wenn an der Börse das Beste eingepreist wird, braucht es gewöhnlich nicht viel, um die Investoren vom Gegenteil zu überzeugen. Und die Euphorie ist vorbei ...

Heißt aus Investorensicht: Es kann dieser Tage nicht schaden, auch auf Unternehmen jenseits der Techindustrie zu schauen. Auf Geschäftsmodelle, die weniger spektakulär daherkommen als die der vermeintlichen KI-Gewinner. Auf Geschäftsmodelle, deren langfristiges Ertragspotenzial sich einigermaßen verlässlich und damit besser abschätzen lässt als das der „Highflyer“ – und deren Kurse zuletzt gelitten haben. Auf den ein oder anderen Konsumgüterhersteller etwa. Kurzum: auf „langweilige“ Aktien.

Bös' ist das gewiss nicht gemeint. Langfristige Geldanlage sollte möglichst „langweilig“ sein.

Nichtsdestotrotz wünschen wir Ihnen eine interessante Lektüre.

Kurt von Storch  
Gründer und Eigentümer der Flossbach von Storch SE



Flossbach von Storch  
**POSITION 3/2025**

als PDF-Download oder im kostenfreien Abo  
[www.flossbachvonstorch.de/position](http://www.flossbachvonstorch.de/position)







Flossbach von Storch  
**POSITION**  
 3/2025

### WELTBILD

- Zölle
- 6 **Immer mehr Hemmnisse**
- Unternehmen
- 14 **Wetten, dass..?**
- Immobilien
- 20 **Wenn das Haus unbezahlbar wird**
- Kolumne
- 22 **Mail aus Shanghai**

### ANLAGESTRATEGIE

- Titel
- 24 **Was vom Dollar übrig bleibt**
- 32 **Nicht aus Zucker**
- 38 **Der Euro als internationale Reservewährung**
- 46 **„Künftige Generationen werden bestohlen“**
- KI
- 48 **Die Gretchenfrage**
- Interview
- 52 **„Sorgen ja, Krisenstimmung nein“**
- Gold
- 56 **Die Tresore füllen sich**
- Wandelanleihen
- 62 **„Qualität zeigt sich nicht nur in der Krise“**

### KONTEXT

- Vermögensverteilung
- 66 **Rumänische Hausherren, hoch verschuldete Schweizer**
- Wettbewerb Wirtschaft und Finanzen
- 74 **Wirtschaft verstehen, Zukunft gestalten**
- Instagram
- 80 **Falsche Freunde**
- 82 Glossar



#### Zölle

### Immer mehr Hemmnisse

Der Welthandel ist alles andere als frei. Schuld daran trägt nicht Trump allein.

**6**



#### Gold

### Die Tresore füllen sich

Die großen Notenbanken kaufen Gold – in großem Stil. Und sie dürften es weiter tun.

**56**



#### Vermögensverteilung

### Rumänische Hausherren, hoch verschuldete Schweizer

Wie ist das Vermögen in der Welt verteilt? Ein Überblick mit Überraschungen.

**66**

# HEMMNISSE IMMER MEHR

von Agnieszka Gehringer



Mit seiner Zollpolitik  
sorgt Donald Trump  
für Schlagzeilen.  
Doch eine Studie zeigt,  
dass die Welt schon  
seit einiger Zeit tief im  
Sumpf des Protek-  
tionismus steckt.

Jeder im Mainstream ausgebildete Volkswirt schätzt den grenzüberschreitenden Freihandel. Denn seit Adam Smith sind die Vorzüge der Arbeitsteilung und seit David Ricardo die Vorteile der Spezialisierung im internationalen Warenhandel bekannt. Durch Protektionismus oder die Einschränkung des Freihandels gehen die Wohlfahrtsgewinne des länderübergreifenden Freihandels verloren. Kein Wunder also, dass die Zollpolitik des US-Präsidenten Donald Trump von den Mainstream-Ökonomen unisono verdammt wird.

Die Predigten der Ökonomen lassen Trump kalt. Vor seiner Wahl sagte er: „Für mich ist das schönste Wort im Wörterbuch der ‚Zoll‘, und es ist mein Lieblingswort.“ Und frisch gewählt präsentierte er Anfang April eine bizarre Liste „reziproker“ Zölle mit Sätzen bis zu 50 Prozent. Glücklicherweise erwies sich die Zolltafel bisher vor allem als Theaterdonner. Statt eins zu eins umgesetzt zu werden, eröffnete sie nur den Einstieg in Verhandlungen.

Die tatsächlichen Zölle fielen im Schnitt niedriger aus als die „reziproken“, aber immer noch höher als die früheren. Trotz Trumps Teilrückzug bleibt die grundsätzliche Frage, wie Handelspartner der USA bestmöglich reagieren; insbesondere die Europäische Union. Aus Ökonomensicht könnte der Verzicht auf Gegenmaßnahmen den Wohlstand für die Europäer sogar erhöhen. Das zeigen Lehre und Geschichte.

Doch wieso schafft Freihandel Wohlstand, während Protektionismus negativ wirkt?

#### **DURCH FREIHANDEL WOHLSTAND FÖRDERN**

David Ricardo veröffentlichte 1817 sein Hauptwerk. In seinem berühmten Beispiel zu den

Vorzügen des Freihandels spezialisiert sich England auf die Herstellung von Tuch und Portugal auf die Herstellung von Wein. Dadurch, dass jedes Land macht, was es am besten kann, steigt die Produktionsmenge beider Güter insgesamt. Und so können die Engländer mehr importierten Wein und die Portugiesen mehr importiertes Tuch konsumieren als ohne Freihandel.

Würde nun Portugal Zölle auf Tuchimporte einführen, ginge die portugiesische Nachfrage nach Importtuch zurück. Dann hätte England weniger Einnahmen und könnte sich weniger portugiesischen Wein leisten. Und in beiden Ländern würde der Wohlstand fallen. Würde England zur Vergeltung auch noch Zölle auf Importwein erheben, dann ginge der englische Konsum von portugiesischem Wein noch weiter zurück, und die Portugiesen würden noch weniger Importtuch kaufen. Der Wohlstandsverlust würde sich verstärken.

Um aus dieser Abwärtsspirale auszubrechen, könnten englische Textilproduzenten ihre Exportpreise senken, was die Wirkung der Zölle neutralisieren könnte, sodass das Handelsvolumen etwa gleich hoch bliebe. Der portugiesische Staat würde zwar Zolleinnahmen erhalten und auf kurze Sicht der Gewinner sein. Würde die Preissenkung jedoch von einer Produktivitätssteigerung begleitet, würden die Engländer gewinnen. Denn auch für die einheimischen Konsumenten würde Tuch billiger. Nachfrage und Produktion würden also steigen, und die zusätzlichen Steuereinnahmen des englischen Staats könnten die Zolleinnahmen des portugiesischen Staats letztlich übertreffen. Verlierer wären die portugiesischen Verbraucher, die höhere Preise für Tuch bezahlen müssten.

Keine Gegenmaßnahmen auf Zölle, so würde daher wohl der Rat von David Ricardo lauten.

#### **LEHREN AUS DER GESCHICHTE**

Wie sehr hohe Zölle eine Volkswirtschaft negativ beeinflussen können, zeigt auch die Geschichte. So sollten im Juni 1930 die US-Einfuhrzölle um 20 Prozent erhöht werden. 1.000 Wirtschaftswissenschaftler unterzeichneten damals einen Brief an den amtierenden US-Präsidenten Herbert Hoover, um ihn zu einem Veto zu bewegen, nachdem die Vorlage im zweiten Anlauf das Repräsentantenhaus passiert hatte. Eine beispiellose Aktion!

Dieser starke Widerstand entsprang damals nicht nur theoretischen Überzeugungen. Seit September 1922 war in den USA bereits das Fordney-McCumber-Zollgesetz in Kraft und die Importzölle auf ausgewählte Güter beliefen sich bereits fünf Jahre später auf durchschnittlich 38,5 Prozent. Bedeutende europäische Ökonomien hatten bereits Gegenzölle verhängt, beispielsweise auf Autos, die Teile der US-Industrie hart trafen. Mit dem Zollgesetz sollten ab 1930 nochmal 20 Prozent auf insgesamt 20.000 Produkte erhoben werden.

Nach der Unterzeichnung kam es, wie es die Ökonomen ihrem Präsidenten vorausgesagt hatten: Das neue Gesetz löste Vergeltungsmaßnahmen aus, der Welthandel brach ein, inländische Verbraucher wurden durch steigende Preise geschädigt und der wirtschaftliche Abschwung verschärft. Letzterer mündete in die Große Depression.

Auch die Geschichte warnt also vor Wohlstandsverlusten bei Zollerhöhungen.

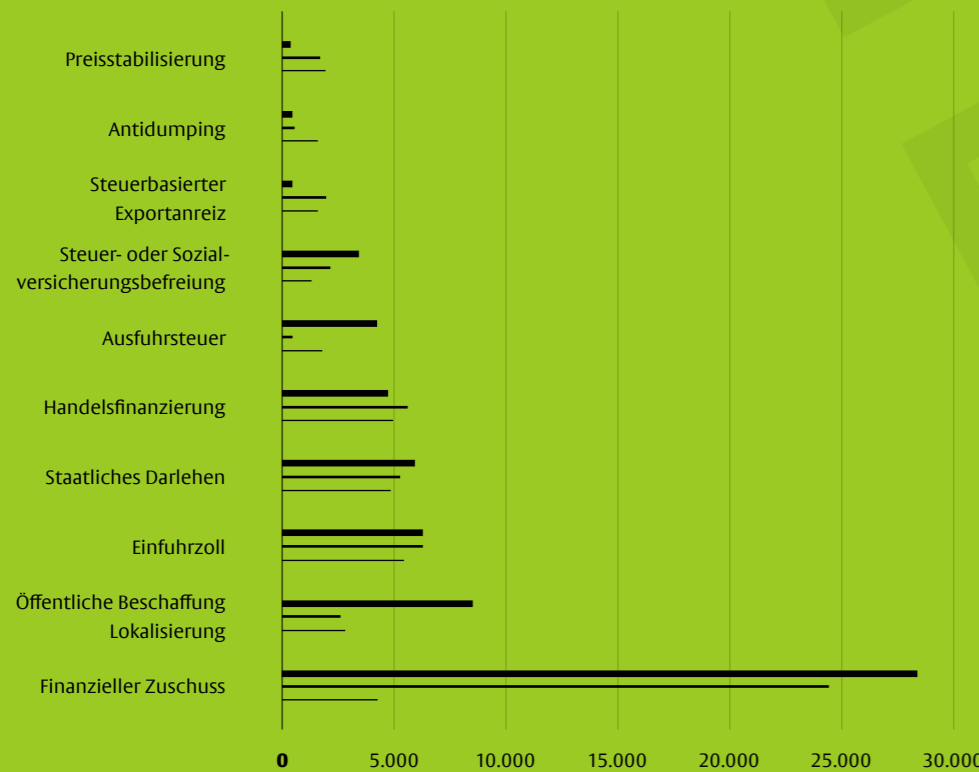
#### **PROTEKTIONISMUS SCHON LANGE EN VOGUE**

Und so, wie sich eine äußerst restriktive Außenhandelspolitik bereits ab 1922 in den USA ihren →





Grafik 1  
**Gesamtzahl der Interventionen von Regierungen weltweit, die eine Diskriminierung ausländischer Wirtschaftsinteressen beinhalten**



Grafik 2  
**Die 10 wichtigsten staatlichen Interventionen weltweit in den Jahren 2009, 2015 und 2023**

Quellen aller Grafiken:  
Eigene Darstellung des  
Flossbach von Storch Research  
Institute auf Basis der Datenbank  
von Global Trade Alert (GTA),  
Daten per 15. November 2024

Weg gebahnt hatte, so war die Welle des Protektionismus auch schon weit fortgeschritten, als Trump am „Liberation Day“ („Tag der Befreiung“) im vergangenen April seine Zolltafeln hochhielt.

Erhebungen von Global Trade Alert (GTA) – einer umfassenden Datenbank, in der detaillierte Informationen über verschiedene Formen staatlicher Eingriffe gesammelt werden, die sich auf die Wirtschaftsbeziehungen zwischen den Ländern auswirken –, zeigen: Die aktuelle Welle begann kurz nach der großen Finanzkrise. Eine erste spürbare Beschleunigung der Maßnahmen, die darauf abzielen, Handelskonkurrenten zu schädigen, trat jedoch vor allem in jüngerer Zeit ein, nämlich mit der ersten Präsidentschaft von Donald Trump in den Jahren von 2017 bis 2021. (vgl. Grafik 1).

Dabei hat sich jedoch die Art des Protektionismus – in Bezug auf die ergriffenen Maßnahmen – verändert. Während Trumps erklärte Vorliebe für Zölle anhält, wenden sich sowohl die USA als auch andere wichtige globale Akteure zunehmend alternativen Formen staatlicher Interventionen zu, die ausländischen Handelsinteressen schaden (sollen). Abseits der klassischen Standardinstrumente Zölle und Kontingente hat sich in den vergangenen Jahrzehnten ein neuer Protektionismus herausgebildet, der eine lange Liste von Hindernissen für freie internationale Transaktionen umfasst, die weniger offensichtlich sind und mehr dem Ermessen der ausländischen Vertragspartner unterliegen. Diese Hindernisse sind politisch leichter zu vertreten und umzusetzen.

Die Datenbank der GTA listet insgesamt 57 Varianten von protektionistischen Maßnahmen auf, die in neun Kategorien unterschieden werden. Die erfassten Interventionen reichen von nationalen Gesetzgebungsakten bis hin zu Vertragsbedingungen

einzelner staatlicher Stellen. Jeder Datenbankeintrag enthält Informationen über die Richtung der Änderung (schädlich für den Handel oder liberalisierend), das angekündigte politische Instrument, die von der Erklärung betroffenen Sektoren und die potenziell betroffenen Handelspartner.

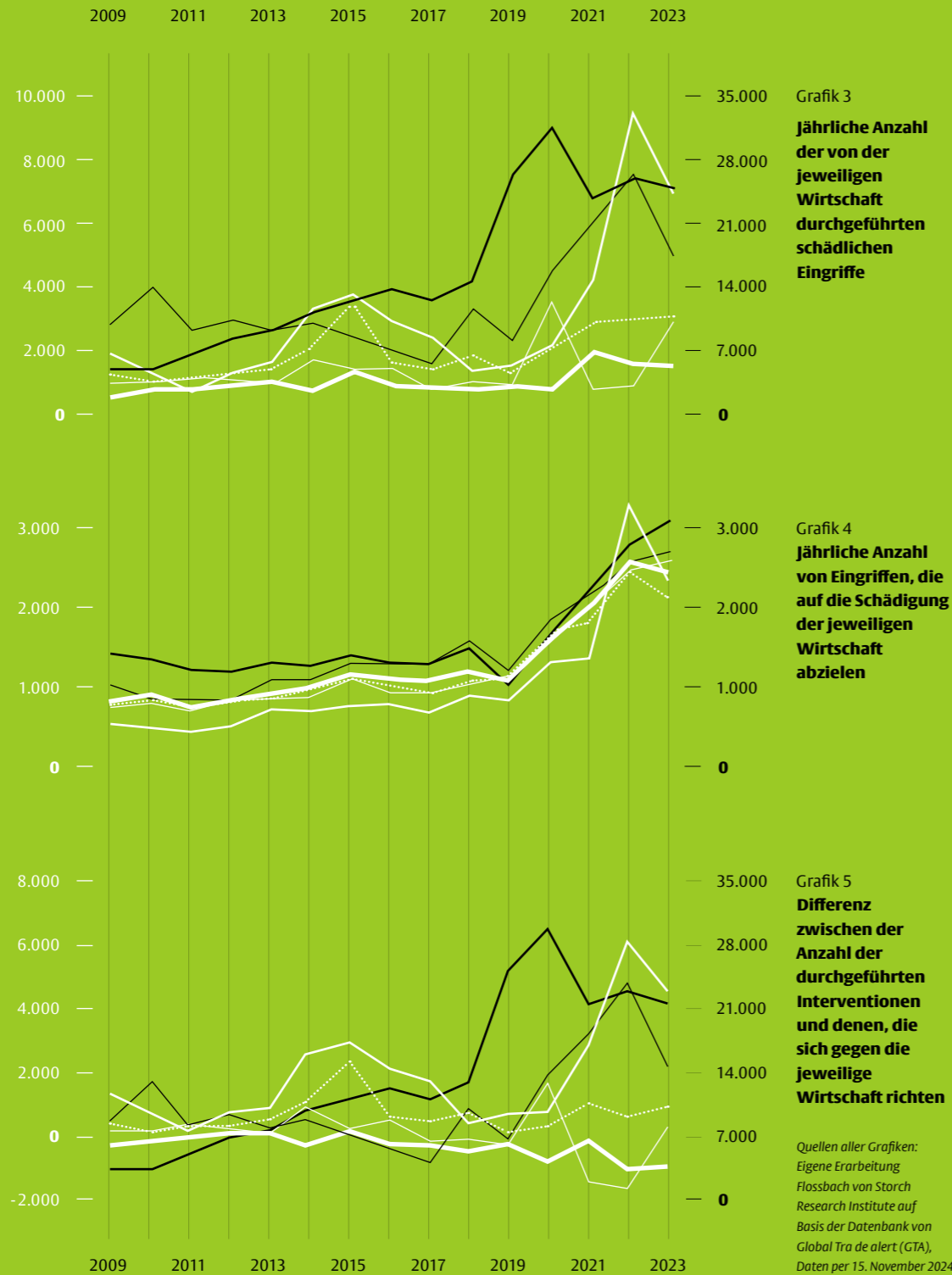
Basierend auf den GTA-Daten, waren die meisten staatlichen Eingriffe seit 2009 diskriminierend. Und unter den schädlichen Interventionen waren 2009 Importzölle, Handelsfinanzierung und staatliche Darlehen die am häufigsten eingesetzten Maßnahmen. Obwohl sie weiterhin in der Liste der bevorzugten Interventionen weit vorn rangieren, haben finanzielle Zuschüsse und öffentliche Aufträge bis Ende 2023 deutlich an Beliebtheit gewonnen (vgl. Grafik 2).

Es ist wichtig anzumerken, dass die GTA-Datenbank staatliche Eingriffe wahrscheinlich sogar unterschätzt, insbesondere in Fällen, in denen der Protektionismus in Vorschriften, Subventionen oder Steuerpolitiken eingebettet ist, die nicht ausdrücklich unter handelsbezogene Politiken fallen. Dies scheint zum Beispiel bei Umweltvorschriften der Fall zu sein, die in der EU häufig erlassen werden, oder bei fiskalischen Anreizen mit Anforderungen an den Inlandsanteil, wie dem Inflation Reduction Act in den USA. Diese Maßnahmen lassen sich schwerer als Handelsinterventionen einstufen.

**IN SACHEN PROTEKTIONISMUS SPITZE: DIE USA**

Dennoch waren Ende 2023 die USA und China nach den GTA-Daten weltweit führend bei der Umsetzung protektionistischer Maßnahmen. Insbesondere der von der ersten Trump-Administration angezettelte Handelskrieg mit China →





führte dabei zu einer erheblichen Verschärfung der schädlichen handelspolitischen Interventionen beider Länder im Vergleich zum Rest der Welt. Mit dem Krieg in der Ukraine wurde auch Russland zu einem leidenschaftlichen Emittenten von Maßnahmen, die Handelspartnern schaden. Die vier größten EU-Länder (Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien – EU-4-Durchschnitt) haben ebenfalls verstärkt schädigende Maßnahmen ergriffen. Das Niveau lag hier aber (noch) deutlich unter dem von China und den USA (vgl. Grafik 3).

Wenn man nun die Anzahl der schädlichen Eingriffe betrachtet, von denen die jeweiligen Volkswirtschaften betroffen waren, zeigt sich ein ähnliches Niveau bei den großen Global Playern, auch wenn sie, wie der EU-4-Durchschnitt selbst deutlich weniger Maßnahmen im Sinne der GTA-Maßgabe durchführte (vgl. Grafik 4).

Zuletzt zeigt der Vergleich zwischen den selbst durchgeführten schädlichen Eingriffen der Länder und der Anzahl der Maßnahmen, die von Dritten eingeführt und gegen die Volkswirtschaft wirken, vor allem eine positive Bilanz in den USA, China und Russland. Bei den EU-4 ist das Ergebnis ebenfalls positiv. Es wurden also mehr Eingriffe selbst durchgeführt als Maßnahmen verhängt, von denen die jeweilige Volkswirtschaft betroffen war. Im Vereinigten Königreich drehte die Bilanz nach dem Brexit ins Negative. Auch in Japan blieb sie fast immer negativ (vgl. Grafik 5).

**WAS ALSO TUN?**

Die Wahrscheinlichkeit, dass diese Welle des Protektionismus zu einem Negativsummenspiel eskaliert, ist also hoch und steigt mit der zunehmenden Intensität schädlicher staatlicher Eingriffe weltweit. Mit dem Amtsantritt von

Donald Trump rollt eine weitere Welle neuer US-Zölle auf die US-Handelspartner zu.

Dabei hat die Erfahrung der Vergangenheit gezeigt, dass die negativen Auswirkungen des Protektionismus über die Zölle hinausgehen dürften, da nicht tarifäre Maßnahmen an Bedeutung gewinnen und ein breites Spektrum schädlicher Maßnahmen umfassen. Diese Maßnahmen verlagern Ressourcen auf leistungsschwächere inländische Industrien.

So oder so müssen alle beteiligten Parteien letztendlich mit wirtschaftlichen Verlusten rechnen, die höchstwahrscheinlich ungleichmäßig verteilt sein werden. Denn: Freihandel schafft Wohlstand, Handelshemmnisse verringern ihn. An diesem jahrhundertealten ökonomischen Gesetz hat sich bis heute nichts geändert. Daher ist es nicht ratsam, auf Zölle eines Handelspartners mit Gegenzöllen zu reagieren. Durch den Verzicht auf Gegenmaßnahmen wird eine Abwärtsspirale des Wohlstands vermieden und die Unternehmen im betroffenen Land erhalten auch Anreize zur Steigerung ihrer Produktivität.

Für den gegenwärtigen Handelsstreit zwischen den USA und der EU heißt dies, dass die USA durch die Handelshemmnisse in jedem Fall verlieren werden. Die EU jedoch nur, wenn sie auf die US-Zölle mit Gegenzöllen reagiert hätte. ♦

Prof. Dr. Agnieszka Gehringer arbeitet für das Flossbach von Storch Research Institute.



# WETTEN DASS...?

von Theresa Eyerund

... sich allein an der Treibhausgasbilanz eines Unternehmens erkennen lässt, welches Unternehmen sich dahinter verbirgt? Ein Selbstversuch.

Theresa E. aus Köln wettet, dass sie 100 börsennotierte Unternehmen nur anhand ihrer Treibhausgasbilanz identifizieren und benennen kann. So ähnlich hätte man sich die Anmoderation von Thomas Gottschalk in einer Sendung „Wetten, dass..“ vorstellen können. Regelmäßig überraschten dort Menschen mit ausgeprägtem Erinnerungsvermögen, skurrilen Hobbies oder außergewöhnlichem Talent fürs Bagger-Fahren die Zuschauer mit ihren Auftritten.

Besonders in Erinnerung ist die Wette einer 11-jährigen im Jahr 2005 geblieben. Anhand kleinster Unterschiede im Muster der Schottenröcke konnte sie zwischen 100 verschiedenen Clans unterscheiden.

So ähnlich könnte man sich den Verlauf der Treibhausgasbilanz-Wette vorstellen: Ein mehr oder weniger prominenter Gast wählt aus einer Übersicht von 100 Unternehmen aus. Die Kandidatin hat während der Auswahl Augen und Ohren verdeckt und bekommt im Anschluss nur die Treibhausgasbilanz des Unternehmens präsentiert.

So wie Schottenröcke bei allen Unterschieden in den Farben und Mustern immer kariert sind, folgen auch Treibhausgasbilanzen immer dem gleichen Muster. Mindestens vier Zeilen mit den Kategorien, mindestens eine Spalte mit dem Berichtsjahr – gerne mehr. Die Zeilen beinhalten:

- **Scope 1:** Die Emissionen, die durch den direkten Energieverbrauch zum Beispiel durch eine Gasheizung oder den Kraftstoffverbrauch einer Fahrzeugflotte entstehen.
- **Scope 2:** Die Emissionen, die durch eingekauften Strom oder Fernwärme bei den Energieerzeugern entstehen.
  - Die standortbasierte Methode zeigt die Emissionen durch den lokalen, tatsächlichen Energiemix auf.
  - Die marktbasierende Methode zieht vom Unternehmen bewusst genutzte erneuerbare Energieinstrumente wie Zertifikate oder Grünstromverträge ab.
- **Scope 3:** Die Emissionen, die in der vor- und nachgelagerten Wertschöpfungskette im Zusammenhang mit der Unternehmensaktivität entstehen. Hierunter fallen bis zu 15 Kategorien wie eingekaufte Güter und Dienstleistungen, Transport durch Dritte oder die Nutzung der Produkte durch Endkunden.

Auf die Schottenwette bereitete sich die Kandidatin mit einem Gedächtnistrainer vor, der zu den kleinen und großen Unterschieden in den Mustern Merksätze oder Eselsbrücken entwickelte. Bei Treibhausgasbilanzen bräuhete es das nicht, denn aus ihnen kann man oft prägnante und reale Merkmale des Unternehmens ablesen, die als Heuristik dienen können. Die Zahlen zeigen tatsächliche Vorkommnisse und Eigenschaften im Unternehmen. →

tCO <sub>2</sub> e	2019	2021	2022	2023
<b>Scope 1</b>	700.185	659.226	647.707	620.124
<b>Scope 2</b> marktbasiert	570.557	484.200	484.471	486.384
<b>Scope 2</b> standortbasiert	557.783	491.174	500.399	500.077
<b>Scope 3</b>	3.654.577	4.443.091	9.419.427	4.338.487

**„MUSTER ERKENNEN“**

Sagen wir also: „Topp, die Wette gilt“ – und als erstes erscheint die folgende Tabelle:

**FALL 1**

**Direkte Emissionen (Scope 1) höher als indirekte (Scope 2), Ausreißerwert bei Scope 3 in 2022, obwohl Scope 1 und Scope 2 nahezu gleichgeblieben sind.**

Die Kandidatin könnte sich der Aufgabe folgendermaßen annähern: Es handelt sich vermutlich um ein produzierendes Unternehmen mit großem direkten Energiebedarf für Wärme oder Kühlung von Prozessen (Scope 1 ist größer als Scope 2). Der große Ausreißer in den Wertschöpfungsketten-Emissionen deutet auf ein besonderes Ereignis im Jahr 2022 hin.

**AUFLÖSUNG**

Es handelt sich um den Pharmakonzern Pfizer. Zur Produktion von Medikamenten sind nicht nur große Mengen an eingekauften Komponenten (hohes Scope-3-Niveau) nötig, sondern auch energieintensive Prozessschritte in Produktionssparks (nennenswerte Scope 1 und 2 Mengen). Wärme-

energie durch Kraftstoffe, Gas oder Öl sind für bestimmte Prozessschritte wichtig, daher ist der direkte Energieverbrauch hoch. Teilweise werden in Chemparks eigene Kraftwerke für Wärme und Strom betrieben. Besonders prägnant ist aber das Jahr 2022. Der Vertrieb des Corona-Impfstoffs in Kooperation mit Biontech ließ die Emissionen durch eingekaufte Güter und Dienstleistungen schlagartig ansteigen (Ausreißerwert Scope 3).

**FALL 2**

**Geringe direkte Emissionen (Scope 1) im Vergleich zu den indirekten (Scope 2). Großer Unterschied zwischen marktbasierten und standortbasierten Emissionen (Scope 2), starker Anstieg der Scope-2- und -3-Emissionen in den vergangenen Jahren, nicht aber von Scope 1.**

**ANNÄHERUNG/HEURISTIK**

Hierbei handelt es sich eher nicht um ein produzierendes, aber um ein großes Unternehmen. Es gibt geringe direkte Emissionen – vermutlich zum Beheizen von Büros und den Betrieb eines Fuhrparks. Die demgegenüber massiven indirekten Emissionen (Scope 2) weisen aber auf einen hohen Strombedarf hin, sodass der Betrieb von großen und vielen

tCO <sub>2</sub> e	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Scope 1</b>	81.900	55.800	64.100	91.200	79.400
<b>Scope 2</b> marktbasiert	835.500	911.400	1.823.100	2.492.200	3.423.400
<b>Scope 2</b> standortbasiert	5.116.900	5.865.100	6.576.200	8.045.400	9.252.900
<b>Scope 3</b>	8.754.000	7.600.000	8.888.000	10.034.000	10.812.000

Alle gezeigten Daten auf dieser Seite sind zum Stand Mai 2025.

tCO <sub>2</sub> e	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Scope 1</b>	909.382	614.971	503.221	901.714	993.347	921.163
<b>Scope 2</b> marktbasiert	898.696	681.456	687.042	679.506	727.414	572.653
<b>Scope 2</b> standortbasiert	913.359	714.874	675.984	702.062	782.066	745.985
<b>Scope 3</b>				10.637.943	10.849.252	

Rechenzentren nahe liegt. Da auch über die Pandemiejahre die Emissionen dort stiegen, scheinen die Dienstleistungen von der Pandemie nicht betroffen gewesen zu sein. Der große Unterschied zwischen marktbasierten und standortbasierten Emissionen zeigt den Einkauf erneuerbarer Energie im großen Stil.

**AUFLÖSUNG**

Es handelt sich um den Big-Tech-Player Alphabet beziehungsweise Google. Das Unternehmen hat im Zuge des KI-Booms massiv Datenzentrenkapazitäten erweitert (Anstieg Scope 2) und kauft in großem Stil erneuerbare Energien ein (marktbasierte Werte sind geringer). Kapitalinvestitionen, die in der jüngsten Vergangenheit auch wesentliches Thema der finanziellen Quartalsberichte waren (CapEx), beispielsweise der Einkauf von Chips, Elektronik oder Hüllen für Serverparks, führten zu einem Anstieg bei den Upstream-Emissionen (Scope 3).

**FALL 3**

**Starker Rückgang der direkten (Scope 1) und indirekten (Scope 2) Emissionen in 2020 und 2021, danach starker Wiederanstieg. Die direkten Emissionen sanken stärker als die indirekten und sprangen danach auch stärker wieder hoch.**

**ANNÄHERUNG/HEURISTIK**

Es scheint sich trotz hoher Scope-1-Emissionen nicht um ein produzierendes Unternehmen zu handeln, denn in der Industrie fiel die Produktion während Corona nicht schlagartig ab. Dass die Scope-2-Emissionen weniger stark sanken und auch danach moderater anstiegen zeigt, dass gegebenenfalls diversifizierte Aktivitäten mit unterschiedlich starkem Pandemie-Impact durchgeführt werden.

**AUFLÖSUNG**

Es handelt sich um das Entertainment-Unternehmen Walt Disney. Disney betreibt neben den Themenparks auch Kreuzfahrtschiffe, die signifikanten Treibstoffverbrauch haben und die während der Pandemie nicht im gewohnten Umfang in Betrieb waren (Abfall Scope 1). Gleichzeitig baute Disney seine TV- und Streaming-Angebote während der Pandemie stark aus, sodass der Stromverbrauch nicht gleichmäßig abfiel (Scope 2). Nach der Pandemie kam es zu Nachholeffekten beim Reisen, die Streaming Abonnenten nahmen jedoch tendenziell ab.

**FALL 4**

**Extrem hohe Wertschöpfungsketten-Emissionen bei relativ dazu geringen direkten Emissionen.**

tCO <sub>2</sub> e	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Scope 1</b>	335.755	341.107	297.725	226.131	227.215
<b>Scope 2</b> marktbasiert	422.675	365.862	367.379	389.928	393.573
<b>Scope 2</b> standortbasiert	519.589	512.458	501.745	474.715	474.155
<b>Scope 3</b>	291.462.668	285.269.261	274.934.685	267.433.725	293.303.832

Alle gezeigten Daten auf dieser Seite sind zum Stand Mai 2025.



## ANNÄHERUNG/HEURISTIK

Bei Scope-3-Emissionen von mehreren hundert Millionen Tonnen CO<sub>2</sub>e sind wir im Bereich von Ölkonzernen. Die im Vergleich dazu aber viel zu geringen direkten Emissionen weisen eher auf ein produzierendes Unternehmen mit energieintensiver vor- oder nachgelagerter Wertschöpfungskette hin. Die bereits erfolgten Reduktionen und ein deutlicher Hinweis auf erneuerbare Energienutzung durch die Differenz zwischen marktbasierter und standortbasierter Scope-2-Emissionen weisen auf ein „etabliertes“ Unternehmen hin.

## AUFLÖSUNG

Es handelt sich um den Kabelproduzenten Prysmian. Das Unternehmen stellt unter anderem Strom- und Telekommunikationskabel her, die aus Kupfer und anderen Rohmaterialien gewalzt und verarbeitet werden. Die großen Scope-3-Emissionen ergeben sich durch die Kategorie „Nutzung der Produkte“. Schicken Energieversorger ihren unter anderem aus fossilen Energieträgern gewonnenen Strom durch die Kabel, bilanziert Prysmian diese Emissionen (freiwillig).

VON DER BILANZ  
ZUR BEWERTUNG

Schon der oberflächliche Blick auf das grundsätzliche Muster kann also einige prägnante Informationen über Unternehmen verraten. Wäre es in der Schottenrock-Wette zulässig gewesen, auch weitere Details wie zum Beispiel die Dicke des Stoffs, die Verarbeitung der Nähte oder den Schnitt zu betrachten, wäre das Auswendiglernen beziehungsweise die Zuordnung der Clans vermutlich leichter gefallen. Ähnlich verhält es sich mit den Treibhausgasbilanzen. Die methodischen Fußnoten, die rückwirkenden Korrekturen, die einbezogenen Kategorien und so weiter verraten viel über ein Unternehmen; etwa wie transparent es mit seinem Fußabdruck umgeht und wie „reif“ es in seiner Erhebung ist. Selbstverständlich gibt es große Qualitätsunterschiede: Manch eine Treibhausgasbilanz befindet sich noch auf dem qualitativen Niveau eines Polyester-Schottenrocks aus dem Kostümladen.

**Manch eine Treibhausgasbilanz befindet sich noch auf dem qualitativen Niveau eines Polyester-Schottenrocks aus dem Kostümladen.**

Die obigen Beispiele zeigen, dass Treibhausgasbilanzen keineswegs nur eine regulatorisch erforderliche Arbeitsbeschaffungsmaßnahme sein müssen und sie trotz allem Erhebungsaufwand und den Ungenauigkeiten das Bild eines Unternehmens erweitern. Dabei können sie auch völlig wertfrei gelesen werden. Die Höhe der Emissionen sagt zunächst nichts darüber aus, ob das Unternehmen gut oder schlecht ist (siehe zum Beispiel den Kabelproduzent Prysmian). Für Stakeholder und Entscheidungsträger kann eine genaue Auseinandersetzung mit dem eigenen Fußabdruck und dem der Wertschöpfungskette aber relevante Risiken und Chancen aufzeigen: zum Beispiel über den Einfluss steigender Energie- oder CO<sub>2</sub>-Preise, standortspezifische Vor- und Nachteile durch die Verfügbarkeit erneuerbarer Energien oder regelmäßige Stromausfälle, die Kapitalintensität von Dekarbonisierungsmöglichkeiten der Branche (schwieriger bei Pharma, wo ganze Anlagen verändert werden müssen als bei Tech, die erneuerbare Elektrizität einkaufen können) oder Implikationen durch Wachstum und Diversifizierung (Beispiel Disney mit unterschiedlichem Pandemie-Impact).

Die Treibhausgasbilanz kann daher viele der Informationen aus den klassischen Bilanzen

und Berichten ergänzen. Ohnehin ergibt sich nur aus sorgfältiger Finanz- und ESG-Analyse ein umfassendes Bild. Eine Fundamentalanalyse und profunde Unternehmenskenntnis sind als langfristiger Investor wichtig. Viele Unternehmensanalysten und Portfoliomanager könnten sicher auch anhand der Gewinn- und Verlustrechnung oder des Cash-flow-Statements die Unternehmen, mit denen sie sich regelmäßig befassen, identifizieren. Wie sieht es aus, Bert F. aus K.? Wollen wir wetten? ♦

*Theresa Eyerund ist Research-Analystin bei der Flossbach von Storch SE in Köln.*





von Philipp Immenkötter

# Wenn das Haus unbezahlbar wird

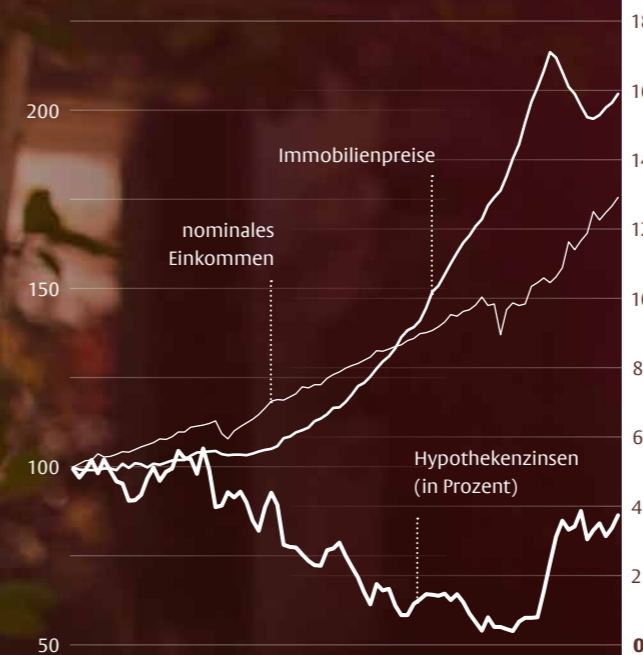


Die vollständige Analyse von Philipp Immenkötter finden Sie auf der Internetseite des Flossbach von Storch Research Institute [www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com](http://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com)

Dr. Philipp Immenkötter ist Senior Research Analyst beim Flossbach von Storch Research Institute in Köln.

Grafik 1  
Dauer bis zur vollständigen Tilgung eines Immobilienkredits (in Jahren)

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.  
Quelle: Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Daten per Juli 2025



Grafik 2  
Einkommen, Immobilienpreise und Hypothekenzinsen (indexiert auf 2003 = 100)

Anmerkung: Hypothekenzinsen entsprechen der Restlaufzeitverzinsung einer 10-jährigen Bundesanleihe zuzüglich 100 Basispunkten.

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.  
Quelle: Destatis, vdpResearch, ISEG, Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Daten per Juli 2025

Der Traum von den eigenen vier Wänden bleibt für viele Menschen unerfüllt. Die Preise für Immobilien sind in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen – dann gingen auch noch die Kreditzinsen und Baukosten deutlich hoch (ebenso wie die Kosten für Energie und Instandhaltung).

Eine Analyse des Flossbach von Storch Research Institute zeigt, vor welchen Herausforderungen Immobilienkäufer mittlerweile stehen. Die Tilgungsdauer für Immobilienkredite markierte im Jahr 2015 noch einen Tiefpunkt von 15 Jahren. Zu dieser Zeit waren Immobilien (im Zeitraum seit 2003) für die Menschen noch am erschwinglichsten (vgl. Grafik 1).

In den Folgejahren zogen zwar die Immobilienpreise an, der Zinsverfall und die Einkommenszuwächse konnten die steigenden Preise jedoch weitestgehend kompensieren (vgl. Grafik 2). Erst mit den gestiegenen Zinsen des Jahres 2022, die von anziehenden Energie- und Sanierungskosten begleitet wurden, wurde der Kauf einer Immobilie erheblich erschwert. Die erwartete Tilgungsdauer für die Kredite schoss in die Höhe und erreichte mit 37 Jahren 2022 einen Spitzenwert. In der Folgezeit fielen sowohl die Zinssätze als auch die Immobilienpreise, wodurch die Tilgungsdauer auf 25 Jahre abfiel. Der jüngste Preisanstieg bei Immobilien ließ die Tilgungsdauer dann jedoch wieder auf knapp 28 Jahre ansteigen.

Das Beispiel zeigt: Wer heute auf der Suche nach einer Immobilie ist, muss einen Immobilienkredit wesentlich länger tilgen – in manchen Fällen sogar fast doppelt so lange, wie noch vor zehn Jahren.

Ob in der Zukunft die Kreditzinsen fallen werden, und wie in den 2010er-Jahren steigende Immobilienpreise kompensieren können, ist ungewiss. Während nicht ausgeschlossen werden kann, dass die Europäische Zentralbank (EZB) den Leitzins im Herbst 2025 weiter senken könnte, hängt der Hypothekenzins eher von der Rendite langlaufender deutscher Staatsanleihen ab. Die geplante Neuverschuldung des Bundes könnte bewirken, dass die Marktzinsen ansteigen und so die Immobilienfinanzierung weiter verteuern. Auch der erneute Preisanstieg von Wohnimmobilien deutet an, dass die Erschwinglichkeit aktuell wieder schlechter wird. Schlechte Aussichten für junge Familien und alle, die in Zukunft Eigentum erwerben möchten. ♦



von Shenwei Li



# MAIL

## AUS

# S H A N G H A I

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

Fußball hat in China eine große Tradition. So wurde unser Fußballverband bereits 1924 gegründet. International wurde China 1979 nach einer 20-jährigen Pause wieder Mitglied beim internationalen Fußballverband FIFA und darf seither auch bei internationalen Wettbewerben mitspielen. Doch abgesehen von einer gelungenen Qualifikation zur Weltmeisterschaft 2002 ist Chinas Fußball-Nationalmannschaft eine Enttäuschung geblieben, obwohl auch bei uns in der ersten Liga Topgehälter bezahlt werden. Bei den Asien-Meisterschaften waren wir zwar durchgehend qualifiziert, einzig 2004 wurde aber ein zweiter Platz erreicht.

„Als Zuschauer weiß man bei dieser Mannschaft bis zum Ende nicht, wie der gegnerische Torwart aussieht“, schrieb ein genervter Fan nach einem wieder einmal verlorenen Spiel gegen Japan auf den sozialen Medien. „Das viele Geld für Spieler und Übertragungsrechte kann man sich gerne sparen“, schimpfte ein anderer. Und so ist auch das Interesse an der höchsten Profiligen im Land, der 2004 gegründeten „Super League“, verhalten.

Dem Engagement einer Lokalregierung ist zu verdanken, dass der Funke der Begeisterung für diesen Sport bei uns in diesem Frühjahr wieder geweckt wurde. Und das funktioniert dieses Mal nicht mit noch größeren Ausgaben für Spielerstars oder Übertragungsrechte. Im Mai begann die Lokalregierung der Provinz Jiangsu stattdessen eine lokale amateurhafte Su-Liga zu organisieren, in der die Mannschaften der 13 Städte der Provinz gegeneinander antreten. Damit traf sie offenbar einen Nerv: Die Zuschaueranzahl ist bei diesen Spielen (im Schnitt) etwa dreimal so hoch wie bei „Super League“-Spielen, wovon selbst der regionale Reisemarkt profitiert. Die Zahl der Touristen ist um 48 Prozent gestiegen; die Ausgaben in diesem Bereich um 15 Prozent. Im Durchschnitt ist der Ticketverkauf hier 30-fach überbucht.

Denn hier kann man nach langer Zeit endlich wieder Fußballspiele und -spieler sehen, die aus Leidenschaft und nicht nur für viel Geld spielen. Und die Leidenschaft der Fans hat die Provinz Jiangsu gekonnt verstärkt. So werden bei uns lokale Teams traditionell mit dem Stadt- plus Vereinsnamen bezeichnet. Bei diesem Wettbewerb wird nur der Stadtname genannt, weil sich die Zuschauer vor allem mit den Städten identifizieren. Haben doch die 13 Städte der Jiangsu-Provinz, die allesamt hinsichtlich ihrer Wirtschaftsentwicklung und des Wohlstandsniveaus ähnlich aufgestellt sind, immer schon gerne aktiv und im guten Sinn miteinander konkurriert. Die Fußballspiele sind somit eine Fortsetzung der gewohnten Konkurrenz.

Eine Eintrittskarte kostet zudem nur zwischen fünf und zehn Renminbi, also weniger als einen Euro, sodass jeder dabei sein kann – theoretisch. In der Praxis sorgt der Nachfrageüberhang für einen regen Zwischenhandel. Hier werden die Tickets zu Preisen von bis zu 900 Renminbi beziehungsweise 110 Euro gehandelt. In den ersten fünf Spielen seit dem 10. Mai kamen bereits 130.000 Zuschauer in die Stadien, also im Schnitt 26.000 pro Spiel. Eine rekordho-

he Anzahl war am 21. Juni mit 37.000 Zuschauern in den entsprechenden Jiangsu-Stadien. Weitere Spiele werden wohl künftig in größeren Stadien stattfinden müssen.

Bereits beim vierten Spiel kamen mehr als 20 Prozent der Zuschauer von außerhalb der Jiangsu-Provinz. Bieten doch die 13 Städte oft kostenlose Tickets oder Ermäßigungen für bekannte Sehenswürdigkeiten an. Sogar Sonderzüge für Fußballanhänger werden eingesetzt. Kostenlose Shuttlebusse fahren dann vom Ausstiegsbahnhof bis zum Stadion. Die Provinz Jiangsu schätzt, dass pro Saison der Su-Liga etwa 300 Millionen Renminbi erwirtschaftet werden können oder etwa 20 Millionen pro Stadt. Der kommerzielle Wert der Su-Liga erhöht sich dementsprechend. Gab es Anfang Mai nur sechs Sponsoren, sind es nun bereits mehr als 20. Darunter wenig bekannte lokale Namen, nationale Größen wie JD, Li Auto und Xiaomi, aber auch internationale Unternehmen wie Kia aus Südkorea oder Heineken aus den Niederlanden zählen dazu. Top-Level-Sponsorship ist angeblich ab einer Million Euro zu haben.

Andere Lokalregierungen wollen dem Beispiel folgen. Können doch gut organisierte Fußballspiele Geschäft ins Land bringen und Gegenden beleben. Auch die Zentralregierung sieht es gerne, wenn Lokalregierungen untereinander auf diese Art konkurrieren. Zumal es auch für den bekennenden Fußballfan Xi Jinping nach jahrzehntelanger Enttäuschung von der Nationalmannschaft eine Freude sein dürfte, leidenschaftliche Fußballspiele mit begeisterten Zuschauern und Spielern zu sehen. ♦

Shenwei Li ist Analytistin in Shanghai.





# Was vom Dollar übrig bleibt





## Die US-Währung hat zuletzt so stark gegenüber anderen Währungen abgewertet wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Einmal mehr wird das Dollar-Privileg der Amerikaner infrage gestellt – zu Recht?

von Bert Flossbach

Schon oft wurde die Geschichte vom Ende der Dollar-Dominanz geschrieben; zahlreiche (Fach-)Buchseiten füllen das Thema mittlerweile. In jüngster Zeit soll das „Genre“ einen kleinen Nachfrageschub erhalten haben. Zumindest hat das ein uns bekannter Verleger berichtet – Anekdoten.

Tatsächlich schaffte es der US-Dollar in den vergangenen Wochen und Monaten häufiger auf die prominenten Plätze der (Wirtschafts-)Zeitungen. Der Grund: Nach einer langen Phase der Stärke ist die US-Währung gegenüber anderen zuletzt deutlich unter Druck geraten. Anleger aus dem Euro-Raum, die in US-Aktien oder -Anleihen investiert sind, mussten das leidvoll erfahren.

So hat der viel beachtete Dollar-Index, er bildet die Entwicklung von insgesamt sechs Währungen zum Dollar ab,

im ersten Halbjahr rund elf Prozent verloren (vgl. Grafik 1). Das ist der kräftigste Rücksetzer innerhalb eines ersten Halbjahres seit 1973 gewesen.

Der Grund für die wachsende Skepsis gegenüber der Weltleitwährung ist die wenig vertrauensfördernde Politik des US-Präsidenten Donald Trump – dessen Haushaltspolitik („Big Beautiful Bill“), der damit einhergehende wachsende Schuldenberg und nicht zuletzt die wiederkehrenden, an Schärfe zunehmenden Attacken auf die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) und deren Vorsitzenden, Jerome Powell.

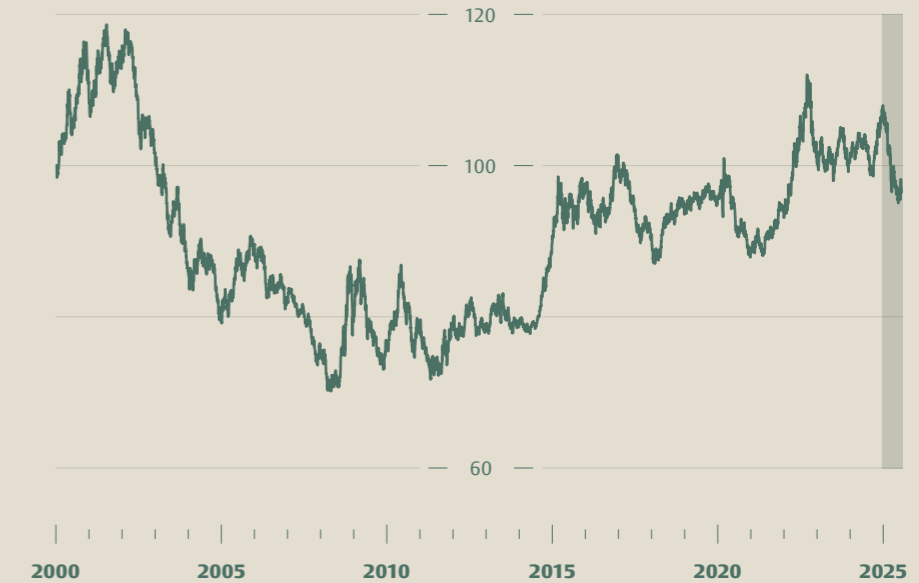
### WENN DIE ALARMSIRENEN SCHRILLEN

Die Fed ist eine unabhängige Institution. Sie macht eine „unpolitische“ Geldpolitik, zumindest soll sie das. Dabei ist sie allein zwei Zielen verpflichtet:

der Geldwertstabilität sowie der wirtschaftlichen Prosperität der USA. Wenn ein Präsident, so wie Donald Trump das tut, versucht, die Notenbank für seine politischen Ziele einzuspannen, schrillen an den Kapitalmärkten die Alarmsirenen.

Bemerkenswert sind nicht nur die Regelmäßigkeit der Attacken, sondern vor allem die Schärfe, mit der Trump Fed-Chef Jerome Powell, einen Republikaner, den er einst selbst inthronisierte, immer wieder attackiert.

Den „dümmsten und destruktivsten Menschen“ hat er ihn beispielsweise vor laufenden Kameras genannt. Oder ihm den Spitznamen „Too Late“ gegeben – weil Powell sich hartnäckig weigert, Trumps Wünschen nach schnellen und deutlichen Zinssenkungen nachzukommen. Und so überrascht es nicht, dass der US-Präsident



Grafik 1  
**Vertrauensverlust –  
Die Weltleitwährung wird  
zum Politikum**

Dollar-Index: Wertentwicklung des US-Dollars gegenüber einem Korb aus 6 Währungen (indiziert auf den 1. Januar 2000 = 100)

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

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch,  
Daten per 15. August 2025

unbeirrt auf Veränderungen im mächtigen Fed-Gremium drängt.

Dazu passt auch der Besuch Trumps auf der Baustelle. Gemeinsam mit Powell nahm er Ende Juli die Renovierungsarbeiten bei der Zentralbank Fed in Washington in Augenschein. Dabei kritisierte er, der Fed-Chef habe die Kosten aus dem Ruder laufen lassen. Als Powell den Kopf schüttelt, holt Trump ein Dokument aus der Tasche seines Jacketts, das eben jene Verschwendung dokumentieren soll – es sei gerade erst festgestellt worden, raunt Trump. Powell setzt seine Lesebrille auf und sagt, dass der Präsident bei seiner „Kalkulation“ ein Gebäude hinzugefügt habe, das bereits seit fünf Jahren fertiggestellt sei. Stromberg hätte es sich nicht besser ausdenken können ...

Im Mai 2026 läuft Powells Amtszeit als Vorsitzender der US-Notenbank aus.

Bis dahin muss er für Trump die Rolle des Sündenbocks übernehmen. Wann immer es irgendwo nicht läuft, kann Trump ihm beziehungsweise der Fed die Schuld in die Schuhe schieben.

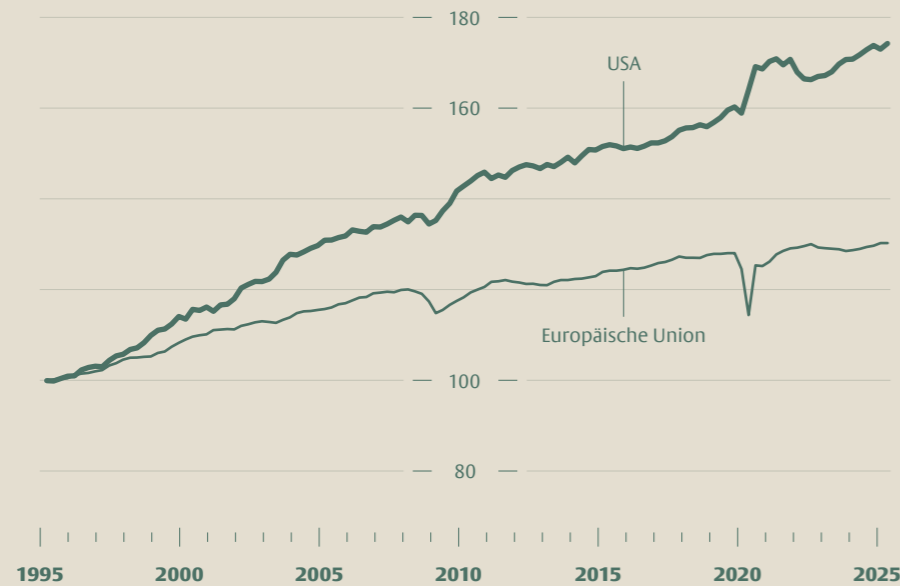
### POSTEN FÜR LOYALISTEN

Trump's Ziel ist es, möglichst viele Posten mit Loyalisten zu besetzen, die für eine lockere Geldpolitik stehen. Allerdings ist das nicht so einfach, denn die Neubestimmung des Fed-Vorsitzenden allein reicht nicht aus. Zinsentscheidungen werden von zwölf stimmberechtigten Mitgliedern

getroffen, und nur zwei davon kann Trump bis zum Ende seiner Amtszeit austauschen. Hätte Trump hier völlig freie Hand, wäre der Dollar wahrscheinlich weitaus stärker gefallen, als er es ist.

Wie wir Trump kennen, hält ihn das aber nicht davon ab, einen möglichst großen Einfluss auf die US-Geldpolitik gewinnen zu wollen. Dazu dient auch die öffentliche Diskussion über den möglichen Nachfolger Powells und dessen vorzeitige Nominierung noch in diesem Jahr – ein ungewöhnlich früher Zeitpunkt mit Signalwirkung.

Denn damit könnte ein Schattenvorsitzender installiert werden, der die Markterwartungen an die zukünftige Zinspolitik schon weit vor dem eigentlichen Amtswechsel beeinflusst und den amtierenden Notenbankchef zur lahmen Ente degradiert. →



Grafik 2  
Amerikaner sind produktiver  
Output je Arbeitskraft  
(indexiert auf 1995 = 100)

Quelle: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics,  
Flossbach von Storch,  
Daten per 15. August 2025

### AM ENDE ZÄHLT ETWAS ANDERES ...

Am liebsten würde Trump den Posten natürlich selbst übernehmen. Da ihm das verwehrt ist, wird er alles daran setzen, seinen Einfluss auf die US-Notenbank Schritt für Schritt auszubauen. Dem Vertrauen in den US-Dollar dürfte das eher nicht helfen.

Am Ende ist es aber die wirtschaftliche Prosperität eines Landes, die den Wert der Währung bestimmt. Und da spricht einiges für die USA – weiterhin. Die Wirtschaft wächst robust, der Arbeitsmarkt erscheint nach wie vor sehr stabil. Die US-Amerikaner machen gerade einmal vier Prozent der Weltbevölkerung aus; dabei erwirtschaften sie mehr als ein Viertel der globalen Wirtschaftsleistung und ungefähr ein Drittel der globalen Unternehmensgewinne. Auf US-Unternehmen entfallen

nach Schätzungen der EU-Kommission 42 Prozent der weltweiten Ausgaben für Forschung und Entwicklung. Bei den Aufwendungen für Softwareentwicklung sind es sogar 70 Prozent.

Das ist ein wesentlicher Grund für die hohe Produktivität der USA, die in den vergangenen zwanzig Jahren deutlich stärker gestiegen ist als in Europa (vgl. Grafik 2). Das Produktivitätswachstum hat sich nach der Finanzkrise 2008 nochmal beschleunigt. Gründe sind massive Investitionen und Innovationen im Hightechbereich. Die großen Technologie-Unternehmen haben sich eine weltweite Vormachtstellung erarbeitet, die sich auch in deutlich ge-

stiegenen Börsenwerten niederschlägt. Ende 2008 lag die Marktkapitalisierung der im S&P 500 enthaltenen Unternehmen bei nur acht Billionen US-Dollar. Zuletzt waren es über 50 Billionen und damit mehr als 6-mal so viel.

### AUS MANGEL AN ALTERNATIVEN

Alexis de Tocqueville hatte bereits in den 1830er-Jahren die USA in seinem Werk „Democracy in America“ als ein einzigartiges Land beschrieben, geprägt von Demokratie, Individualismus und Chancengleichheit; ein Land, das sich aufgrund einer besonderen Verbindung von Freiheit, Religion und wirtschaftlichem Fortschritt von den europäischen Gesellschaften unterschied.

Seit Jahrzehnten ist der Dollar weltweit als Wertaufbewahrungsmittel gefragt. Der Handel mit den wichtigsten

Ein Abgesang auf den Dollar kommt zu früh – auch diesmal. Zumal es schlicht an geeigneten Alternativen fehlt. Es braucht den US-Dollar – weiterhin.

Rohstoffen wird größtenteils in US-Währung abgewickelt. Keine Volkswirtschaft verfügt über einen so „tiefen“ Kapitalmarkt wie die USA.

Insofern kommt ein Abgesang auf den Dollar zu früh – auch diesmal. Zumal es schlicht an geeigneten Alternativen fehlt. Der Euro? Ist qua Konstruktion ungeeignet. Schweizer Franken oder norwegische Krone? Robuste Währungen, aber viel zu wenig liquide. Chinas Renminbi? Keine Rechtssicherheit für internationale Investoren. Es braucht den US-Dollar – weiterhin.

Aber: Sollte die US-Wirtschaft schwächeln und die Inflation trotzdem über der Zielmarke von zwei Prozent verharren, könnte ein Trump-loyaler Notenbankchef die Geldwertstabilität ignorieren und sich in den Dienst der Regierung stellen. Sollte es dazu kommen, dürfte sich die Dollarschwäche fortsetzen.

Heißt für die Zukunft: Der Status des Dollars als Leitwährung ist zwar nicht in Gefahr. Seine Bedeutung könnte dennoch abnehmen. Investoren, uns eingeschlossen, könnten zu der Überzeugung gelangen, dass der ideale Dollaranteil in einem globalen, breit aufgestellten Portfolio in Zukunft (deutlich) niedriger sein sollte als in der Vergangenheit.

Staaten wie China versuchen ohnehin seit längerem, ihre Devisenreserven unabhängiger vom Dollar zu disponieren, wengleich aus eher geostrategischen Gründen. Ablesen lässt sich das nicht zuletzt an dem deutlichen Anstieg des Goldpreises in den vergangenen Jahren. →

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







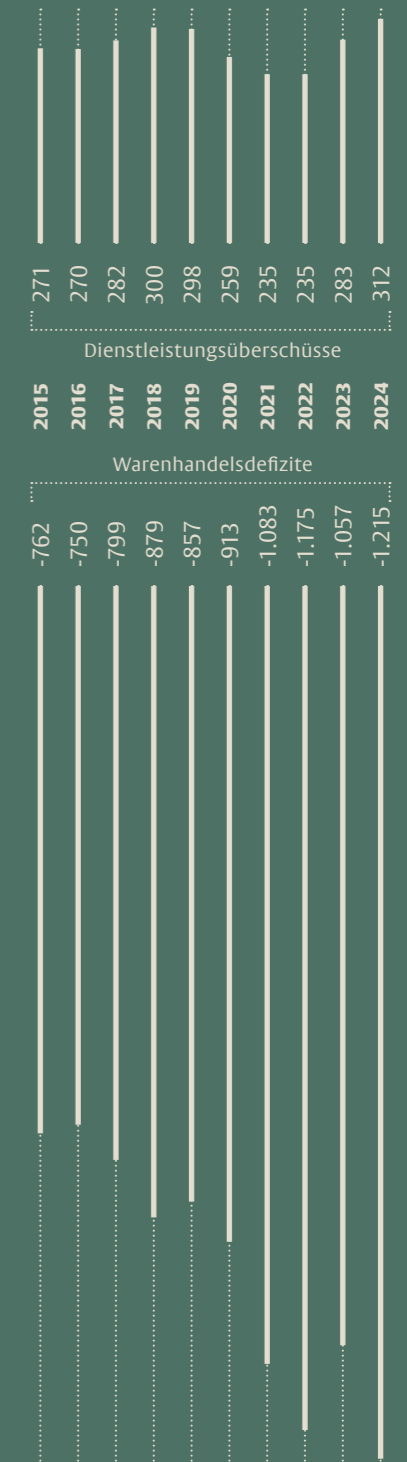
# → Auf der Wachstumsbremse

Dass steigende Zölle kein Wachstumsbooster sind, ist historisch bewiesen. Ein prominentes Beispiel ist das Smoot-Hawley-Zollgesetz aus dem Jahr 1930; auf der Homepage des US-Senats wird es als einer der katastrophalsten Rechtsakte in der Geschichte des Kongresses „gewürdigt“.

Ziel war es damals, in Not geratenen Landwirten zu helfen. Am Ende stieg die durchschnittliche Zollbelastung um etwa 20 Prozentpunkte. Amerikas wichtigste Handelspartner reagierten mit aggressiven Gegenzöllen und Einfuhrbeschränkungen auf amerikanische Waren. Die Ausfuhren der USA in Länder, die Vergeltungsmaßnahmen ergriffen, fielen um bis zu 33 Prozent. Besonders fatal: Der Rückgang schlug sich insbesondere bei den wertmäßig wichtigsten amerikanischen Exportprodukten, etwa bei Autos und Agrarerzeugnissen, nieder – und das obwohl das Gesetz gerade diese schützen sollte.

Ein Defizit der USA im Warenhandel ist jahrzehntelange Normalität (vgl. Grafik 3). Daran ändern auch höhere US-Zölle nur wenig. Gleichzeitig erfreuen sich die USA eines hohen Dienstleistungsbilanzüberschusses, der vor allem von den großen US-Technologie-Konzernen erwirtschaftet wird. Hier haben die Handelspartner der USA, insbesondere die Europäische Union (EU), einen Punkt, denn theoretisch könnten sie mit dem gleichen Argument wie Trump bei den Handelsüberschüssen Zölle auf US-Dienstleistungen erheben. Empfehlenswert wären derartige Zölle allerdings kaum. Nicht zuletzt, weil Trump ein solches Vorgehen als Provokation werten und es ihn zu weiteren Gegenmaßnahmen verleiten dürfte.

Wie stark sich der Zollkonflikt letztlich auf das Wachstum in den USA und der gesamten Weltwirtschaft auswirken wird, lässt sich weiter nicht präzise beurteilen – geholfen hat er zweifelsfrei nicht. Und ob die jüngst von Trump geschlossenen „Deals“ auch längerfristig Bestand haben werden, ist ebenfalls mit Fragezeichen zu versehen. Nur wenige Tage nach der Handelseinigung mit der EU hatte der US-Präsident bereits wieder gedroht, die vereinbarten Zölle von 15 Prozent auf 35 Prozent hochschrauben zu können, wenn die EU-Unternehmen in den kommenden Jahren nicht im beabsichtigten Umfang von 600 Milliarden US-Dollar in den USA investieren. Dass Trump je nach Lage und Stimmung auch weiterhin von seinem liebsten Druckmittel Gebrauch machen wird, scheint daher so gut wie sicher. ♦



Grafik 3  
**Historisches Ungleichgewicht**  
 US-Defizite im Warenhandel und Überschüsse bei den Dienstleistungen

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 15. August 2025



# Nicht aus Zucker

**Immer wieder brandeten in den vergangenen Monaten Sorgen um die Unabhängigkeit der US-Notenbank auf. Zu Recht? Ein Blick auf die Widerstandsfähigkeit der mächtigsten Zentralbank der Welt.**

von Julian Marx





Karoline Leavitt, die gerade einmal 28 Jahre alte Pressesprecherin von US-Präsident Donald Trump, ist den Umgang mit Medien gewöhnt. Wöchentlich stellt sie sich im Weißen Haus den Fragen der Presse. Als Sprachrohr des Präsidenten trägt sie für gewöhnlich auch Notizen mit sich, deren Inhalte sie vor den Kameras präsentiert. Das beschriebene Papier steht dabei normalerweise nicht im Fokus der Kameralinsen.

Anders am 30. Juni 2025. Gut sichtbar hielt Leavitt einen Zettel in die Luft. Darauf zu sehen waren die Leitzinsniveaus in 44 Währungsräumen, sortiert nach der Höhe der Zinsen – und einige handschriftliche, etwas krakelige Zeilen des US-Präsidenten, die sich direkt an Jerome Powell, den Vorsitzenden der US-Notenbank Federal Reserve (Fed), richteten:

**„Jerome, du hast die USA ein Vermögen gekostet und solltest die Zinsen deutlich senken!“**, stand (frei übersetzt) auf dem Zettel. Eine unmissverständliche Botschaft.

Nach Ansicht Trumps sollten die USA am Anfang dieser Liste stehen, mit Leitzinsen von weniger als zwei Prozent. Zu seinem Ärger fanden sich die Vereinigten Staaten von Amerika mit einem Leitzinsniveau von 4,5 Prozent aber am unteren Ende der Liste wieder. Damit war das Theaterstück über die Ausrichtung der amerikanischen Zinspolitik um eine kuriose Szene reicher. Denn bereits in den Monaten zuvor hatte Trump zahlreiche Versuche unternommen, politischen Druck auf die Geldpolitik auszuüben. Bis dato vergeblich.

Doch die Sorge bleibt, dass eine politische Einflussnahme an der Unabhängigkeit der US-Notenbank kratzen könnte. Es wäre auch nicht das erste Mal in der Geschichte der Fed, dass sich die Geldpolitik an den Bedürfnissen eines Präsidenten orientiert.

### UNRÜHMICHE VERGANGENHEIT

Es war die Geschichte zweier Männer, von denen einer um seine Wiederwahl zum US-Präsidenten bangte und ein anderer ihm zum Erfolg verhelfen sollte. Die Rede ist von Richard Nixon, dem 37. Präsidenten der Vereinigten Staaten (von 1969 bis 1974), und Arthur Burns, den Nixon im Jahr 1969 erfolgreich als Fed-Vorsitzenden nominierte. Burns galt als Experte auf dem Gebiet der Konjunkturzyklen. Der Grund für seine Nominierung könnte aber auch ein anderer gewesen sein.

Denn Nixon schätzte Burns aus früheren Begegnungen auch als republikanischen Loyalisten. So rief Burns den damaligen Vize-Präsidenten Richard Nixon

im März 1960 an, um ihn zu warnen, dass die Wirtschaft vor den Wahlen im November wahrscheinlich einbrechen würde. Mit Nachdruck soll Burns darauf gedrängt haben, alles zu tun, um diese Entwicklung abzuwenden. Vergeblich. Präsidentschaftskandidat Nixon konnte Noch-Präsident Eisenhower nicht für eine expansivere Fiskalpolitik erwärmen, und so machte Nixon einen leichten Anstieg der US-Arbeitslosenquote für seine Wahlniederlage 1960 verantwortlich.

Die Niederlage hatte Nixon ins Mark getroffen. Ein Schicksal, das ihn besser nicht mehr ereilen sollte. Elf Jahre später, als er selbst das Amt des Präsidenten bekleidete und die Arbeitslosenquote im Laufe des Jahres 1971 von knapp fünf auf gut sechs Prozent anstieg, zeigte sich Nixon entsprechend alarmiert. In der Folge wurde der Versuch der politischen Einflussnahme auf die amerikanische Zinspolitik immer offensichtlicher, wie Tonbandaufnahmen belegen.

Als Notenbankchef Burns den US-Präsidenten am 10. Oktober 1971 schließlich im Oval Office aufsuchte, wurde Nixon deutlich: „Ich will nicht so schnell aus der Stadt verschwinden“, sagte er und bezog sich damit offenbar auf die Möglichkeit, bei der bevorstehenden Wiederwahl verlieren zu können. Es folgten zahlreiche Gespräche, in denen Nixon auf eine expansivere Geldpolitik drängte. Burns sollte ihm den Gefallen tun.

Und so zielte Nixon unentwegt darauf ab, die Unabhängigkeit der US-Notenbank zu untergraben – so, wie er es bereits im Oktober 1969 gegenüber Arthur Burns angekündigt, kurz nach dessen Nominierung zum Fed-Vorsitzenden:

**„Ich weiß, es gibt den Mythos der autonomen Fed“, so Nixon. „Meine Beziehungen zur Fed werden anders sein als die mit (dem vorherigen Fed-Vorsitzenden) Bill Martin. Er kam immer sechs Monate zu spät, wenn er etwas tun wollte. Ich zähle auf dich, Arthur, dass du uns vor einer Rezession bewahrst.“**

Der Rest ist Geschichte. Nixon gewann die Präsidentschaftswahlen im November 1972 mit einem erdrutschartigen Sieg und erhielt fast 61 Prozent der abgegebenen Stimmen. Unterdessen sah sich die US-Geldpolitik in den 1970er-Jahren mit der sogenannten „Great Inflation“ konfrontiert – hohen Inflationsraten, die aus Ölpreisschocks und einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik resultierten.

Ob Burns bei seiner expansiven geldpolitischen Ausrichtung aber vorwiegend auf politischen Druck hin oder auch aus persönlicher Überzeugung gehandelt hat, wird vielleicht nie endgültig geklärt werden. Was bleibt, ist ein fader Beigeschmack. →



### KRITISCHE GEGENWART

Wie stark der Beigeschmack unter einem US-Präsidenten Donald Trump noch werden könnte, muss sich erst noch zeigen. Für Brisanz sorgt die Tatsache, dass Trump einen neuen Fed-Vorsitzenden nominieren kann, weil Powells vierjährige Amtszeit als Fed-Vorsitzender im Mai 2026 endet. Die Gefahr besteht, dass er einen Fed-Vorsitzenden installieren könnte, dessen Loyalität vor allem Trumps Person und dessen Wunsch nach niedrigeren Zinsen gilt, und weniger dem dualen Mandat der US-Notenbank.

Insofern dürfte das verbale Geplänkel über eine mögliche Indoktrination des kommenden Fed-Vorsitzenden noch eine Weile anhalten. Der Praxistest steht dann ab dem kommenden Jahr bevor. Allerdings stellt sich die Frage, wie weit der Einfluss eines „fehlgeleiteten“ Notenbankpräsidenten überhaupt reichen könnte.

### DER STAFFELSTAB WANDERT WEITER

Denn etwaige Zinsentscheidungen werden nicht im verschlossenen Büro des Notenbankchefs getroffen. Vielmehr sind sie ein Mehrheitsbeschluss eines zwölfköpfigen Gremiums, des „Federal Open Market Committee“, kurz FOMC. Und auf dessen Zusammensetzung hat ein einzelner US-Präsident nur einen sehr begrenzten Einfluss. Lediglich sieben der zwölf stimmberechtigten Mitglieder des FOMC werden überhaupt von einem US-Präsidenten nominiert. Diese sieben Personen bilden das „Board of Governors“, das Leitungsgremium des Federal Reserve System mit Sitz in Washington, D.C.

Die übrigen fünf Mitglieder des FOMC speisen sich hingegen aus den Präsidenten der zwölf Federal-Reserve-Banken, die in ihrem jeweiligen Distrikt in den Vereinigten Staaten operative Pflichten wie die Bankenaufsicht wahrnehmen und gemeinsam mit dem „Board of Governors“ das Federal Reserve System bilden. Während der Präsident der Federal Reserve Bank of New York einen ständigen Sitz im FOMC innehat, werden die verbleibenden vier Sitze nach einem rotierenden System auf die Präsidenten der übrigen elf Federal Reserve Banken verteilt. Und auf die Nominierung dieser zwölf Präsidenten hat der US-Präsident keinen direkten Einfluss.

Auch bei den sieben Mitgliedern des „Board of Governors“, die der US-Präsident nominieren kann, ist die Einflussnahme stark begrenzt. Denn eine volle Amtszeit eines Mitglieds beträgt stolze 14 Jahre. Zudem sind die Ernennungen in den Gouverneursrat gestaffelt – alle zwei Jahre läuft die Amtszeit eines Gouverneurs

In Summe ist es also gar nicht so einfach, die US-Notenbank für die eigenen Zwecke zu instrumentalisieren. Auch nicht für einen US-Präsidenten.

ab. Und genau diese Staffelung trägt ganz entscheidend zur politischen Unabhängigkeit der Fed bei. Denn ein Präsident kann seine Macht bei der Ernennung der Gouverneure nicht dahingehend ausnutzen, dass er während seiner vierjährigen Amtszeit sämtliche Fed-Gouverneure austauscht und ausschließlich auf diejenigen setzt, die seine Politik unterstützen. Während Trumps verbleibender Präsidentschaft laufen dann auch lediglich zwei Amtszeiten im Gouverneursrat regulär aus: Im Januar 2026 von Adriana Kugler, die aber bereits Anfang August zurückgetreten ist und somit vorzeitig ihren Posten räumte, sowie im Januar 2028 von Noch-Notenbankchef Jerome Powell. Somit sorgt die gestaffelte Amtszeit für Stabilität und Kontinuität im Gouverneursrat.

### NICHT AUS ZUCKER

In Summe ist es also gar nicht so einfach, die US-Notenbank für die eigenen Zwecke zu instrumentalisieren. Auch nicht für einen US-Präsidenten. Die bevorstehende Ernennung eines neuen Notenbankvorsitzenden muss dann auch keineswegs in einer Trump-hörigen Geldpolitik münden. Neben dem Notenbankchef haben da schließlich noch elf weitere Mitglieder ein Wörtchen mitzureden, die nicht ohne Weiteres von Trump ausgetauscht werden können.

Gleichwohl könnte ein „fehlgeleiteter“ Notenbankchef für reichlich Unruhe bei der mächtigsten Zentralbank der Welt sorgen. Die Unabhängigkeit einer ganzen Institution wie der US-Notenbank sollte das idealerweise aber nicht infrage stellen. Damit das auch so bleibt, ist allerdings die Integrität der handelnden Personen unerlässlich. Die Mitglieder der US-Notenbank blicken üblicherweise auf lange und erfolgreiche Karrieren zurück, sind gefestigte Persönlichkeiten am Höhepunkt ihrer Laufbahn.

Sollte Donald Trump ihre Unabhängigkeit tatsächlich weiter herausfordern wollen, sind sie es, die an vorderster Front über Wohl und Wehe einer mehr als hundert Jahre alten Institution entscheiden.

Bleibt zu hoffen, dass die Mitglieder des FOMC nicht aus Zucker sind und sich nicht in die unrühmliche Vergangenheit eines Arthur Burns einreihen möchten. Dann dürfte das Getöse eines Donald Trump der Unabhängigkeit der US-Notenbank nicht viel anhaben können. ♦

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



# DER EURO ALS INTERNATIONALE RESERVEWÄHRUNG

Noch Ende letzten Jahres haben Finanzjournalisten und Bankanalysten den „amerikanischen Exzeptionalismus“ hochgeschrieben. Damit versuchten sie, der exzeptionellen Performance des amerikanischen Aktienmarkts Gravitas zu verleihen. Anfang dieses Jahres haben wir darauf verwiesen, dass die Analogie zu der Wortschöpfung des französischen Aristokraten Alexis de Tocqueville nicht in erster Linie wegen der Performance des Aktienmarkts, sondern wegen der Entwicklung der Wirtschaft gerechtfertigt ist.

von Thomas Mayer

---



Die US-Wirtschaft beeindruckt seit Längerem durch hohes Produktivitätswachstum, insbesondere im Vergleich zu Europa und Japan. Damals folgerten wir: „Auch heute dürfte früher oder später eine Bereinigung vorangegangener Aktienpreisanstiege kommen. Daraus dann auf das Ende des amerikanischen Exzeptionalismus und Verhältnisse wie nach dem Platzen der japanischen „Bubble Economy“ Anfang der 1990er-Jahre zu schließen, wäre jedoch falsch.“<sup>1</sup>

Mit der Anfang 2025 zwischenzeitlich einsetzenden Schwäche des US-Aktienmarkts schrieb die gleiche Zunft, die ihn vor kurzem noch hochgeschrieben hat, den „amerikanischen Exzeptionalismus“ nun herunter. Die Korrektur am US-Aktienmarkt zu Jahresbeginn, zeitweise spürbar steigende US-Staatsanleiherenditen und die Schwäche des US-Dollars werden als Zeichen gewertet, dass die amerikanische Dominanz der Weltfinanzmärkte zu Ende geht. Natürlich kommt es immer wieder zu geopolitischen Verschiebungen und damit verbunden zu Veränderungen in der finanziellen Vormachtstellung in der Welt, vom Römischen Reich bis zum britischen Empire. Doch erscheint es verfrüht, das Ende der Dollardominanz auszurufen. Denn trotz aller Schwächen der USA, die unter der Regierung Donald Trumps besonders auffallen, gibt es heute noch keine realistische Alternative zum US-Dollar als internationale Reservewährung. Das britische Pfund ist nur noch ein Schatten seiner Selbst im 19. Jahrhundert, der japanische Yen ist die Währung eines schrumpfenden Volks, und dem chinesischen Yuan fehlt jede Rechtssicherheit.

Eine viel beschworene Alternative wäre der Euro. Doch in seiner gegenwärtigen Verfassung ist er eine unvollendete Währung.

Seine Vollendung droht an der Unfähigkeit der europäischen Völker zu scheitern, durch politische Vereinigung eine Fiskal- und Bankenunion zu bilden. Doch eine politische Union ist nur dann eine unabdingbare Voraussetzung für eine vollendete Währung, wenn diese als Staatsgeld in Form von Fiat-Kreditgeld konzipiert ist. Im Folgenden möchte ich zeigen, dass der Euro vollendet werden könnte, wenn er in einer anderen Form aufgestellt wird. Dann würde er auch die notwendigen Bedingungen erfüllen, die ihn zu einer internationalen Reservewährung machen könnten.

#### WAS EINE RESERVEWÄHRUNG BRAUCHT

Das Konzept der Reservewährung stammt aus der Zeit fester Wechselkurse. Fiel die außenwirtschaftliche Zahlungsbilanz (Leistungs- und Kapitalverkehrsbilanz) ins Defizit, brauchte es Währungsreserven, um dieses Defizit zu finanzieren. Ansonsten drohte eine Abwertung der Währung – und möglicherweise der Staatsbankrott, wenn die Schuld in Fremdwährung denominiert war, die Abwertung zu lange hinausgezögert worden war oder sie den Zahlungsbilanzausgleich nicht zeitnah herstellen konnte. Mit dem Aufkommen flexibler (oder „floatender“) Wechselkurse nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Währungssystems Anfang der 1970er-Jahre schienen Währungsreserven zunächst überflüssig geworden zu sein. Bald wurde jedoch klar, dass die Devisenmärkte nicht immer geräuschlos für einen Zahlungsbilanzausgleich sorgten, sondern zuweilen auch ein Eigenleben entwickeln konnten, dem die Politik mit Interventionen begegnen wollte. Dazu brauchte es weiterhin eine Reservewährung.

Was aber braucht eine Devisen, um zur Reservewährung zu werden? Dafür muss sie auf internationaler Ebene die bekannten Eigenschaften aufweisen, die dem Geld auf nationaler Ebene zugeschrieben werden. Sie muss also (1) als globales Transaktionsmittel akzeptiert werden, (2) zur Wertaufbewahrung taugen und (3) als Recheneinheit dienen. Diese üblicherweise lexikografisch gelisteten Eigenschaften stehen in Beziehung zueinander. Damit eine Devisen als globales Transaktionsmittel taugt, muss sie als Recheneinheit eingeführt sein und – um zum Zeitpunkt der Transaktion zur Verfügung zu stehen – aufbewahrt werden können. Ebenso hängt ihre Funktion als Recheneinheit davon ab, dass sie als Mittel für Transaktionen benutzt wird. Und die Funktion der Wertaufbewahrung ist redundant, wenn die Akzeptanz als Transaktionsmittel und Recheneinheit fehlt. Andererseits können sich die Funktionen als Transaktionsmittel und Recheneinheit nicht entwickeln, wenn die Möglichkeit der Wertaufbewahrung fehlt.

Der US-Dollar war die Reservewährung des Bretton-Woods-Wechselkurssystems, das im Jahr 1944 aus der Taufe gehoben worden war. Dort hatte er die Funktion der Ankerwährung, an welche die anderen Währungen gekoppelt waren. Aufgrund der wirtschaftlichen Bedeutung der USA für die damalige westliche Welt war der US-Dollar zudem natürlicher Erbe des britischen Pfunds als internationales Transaktionsmittel, internationale Recheneinheit und Wertaufbewahrungsmittel.

Mit dem Ende des Bretton-Woods-Systems und der Liberalisierung der Kapitalmärkte erlebten die globalen Finanzmärkte einen enormen Aufschwung. Der Dollar wurde nun

auch auf den internationalen Finanzmärkten als Transaktionsmittel immer wichtiger, da er dort den Status eines globalen Vehikels für Liquidität einnahm. Parallel dazu entwickelten sich amerikanische Staatsanleihen zur „sicheren Anlage“. Ihre Rendite gilt für die Rendite aller anderen Finanzinstrumente weltweit als Maßstab.

#### WIE DER EURO ZUR INTERNATIONALEN RESERVEWÄHRUNG WERDEN KÖNNTE

Im Vergleich zum US-Dollar leidet der Euro vor allem an drei Schwächen. Erstens hat er eine einheitliche Kreditqualität nur in Form des von der Europäischen Zentralbank (EZB) emittierten Bargelds. Die Qualität der von den Banken durch Kreditvergabe geschaffenen Einlagen hängt von der Finanzkapazität der diese Einlagen in letzter Instanz garantierenden Staaten ab. Diese Garantie dürfte in Deutschland aufgrund der (noch) relativ soliden Staatsfinanzen einen höheren Wert haben als zum Beispiel in Italien oder Griechenland.

Zweitens berühren internationale Transaktionen oft den US-Dollarraum, da US-Banken als Korrespondenzbanken im Swift-Netzwerk für Überweisungen eine zentrale Rolle spielen. Daher sind auch Eurozahlungen über Ländergrenzen hinweg nur schwer ganz ohne Beteiligung von US-Instituten durchzuführen. Diese Erfahrung machten europäische Länder, als sie die von der ersten Trump-Regierung auferlegten US-Sanktionen für den Handel mit dem Iran umgehen wollten und dazu ein von den USA unabhängiges Zahlungssystem mit dem Namen Instex (Instrument in Support of Trade Exchanges) schufen. Die Implementierung des Systems

Als  
Reservewährung  
muss eine Devisen  
als globales  
Transaktionsmittel  
akzeptiert werden,  
zur Wert-  
aufbewahrung  
taugen und  
als Recheneinheit  
dienen.





## Der erste Schritt zum Euro als 100 Prozent digitales Zentralbankgeld wäre die Schaffung einer Euro-Bankeinlage, die vollständig durch Zentralbankgeld gedeckt ist.

→ erwies sich als komplex und erforderte umfangreiche bürokratische Prozesse, die den Betrieb erschwerten. Außerdem fürchteten Unternehmen US-Sanktionen, wenn sie das System nutzten – ein Risiko, das sie nicht eingehen wollten. Folglich blieb Instex weitgehend wirkungslos.

Drittens fehlt dem Euroraum eine sichere Anlage, in der die in Euro denominierten Transaktionsmittel geparkt werden könnten. Im Euroraum gelten deutsche Bundesanleihen als sichere Anlage. Das Volumen des Markts für Bundesanleihen mag für die Funktion der sicheren Anlage im Euroraum ausreichen, obwohl es kleiner ist als das Volumen des Markts für italienische Staatsanleihen. Doch für eine globale sichere Anlage ist der Markt für Bundesanleihen schlichtweg zu klein: Sein Volumen beträgt nur ein Elftel des Markts für US-Staatsanleihen.

An Ideen für den Bau einer sicheren europäischen Anlage in Euro mangelt es nicht. Schon lange wird die Einführung von „Euro-Bonds“ diskutiert, für die Eurostaaten gemeinsam haften sollen.<sup>2</sup> Oder man will die Emission von EU-Anleihen, wovon eine für den NextGenerationEU-Fonds angeblich einmalig ausgegeben wurde, verstetigen. Dem widersetzen sich jedoch Deutschland und andere Staaten mit solideren Staatsfinanzen, da sie die Ausfallrisiken höher verschuldeter Eurostaaten nicht übernehmen wollen.

Zur Umgehung dieses Hindernisses haben der US-Ökonom Markus Brunnermeier und andere strukturierte Anleihen unter dem Namen „ESBies“ vorgeschlagen.<sup>3</sup> Wie bei Collateralized Debt Obligations sollen Staatsanleihen von Euroländern gebündelt und zwei damit gedeckte Tranchen des Ge-

samtportfolios emittiert werden. Eine Senior-Tranche soll Vorrang bei der Rückzahlung haben und daher besonders sicher sein. Die Junior-Tranche soll als Puffer für die Senior-Tranche dienen und ein höheres Risiko tragen (das mit einer höheren Rendite vergolten wird). Bisher scheiterte die Umsetzung dieses Plans jedoch an der Furcht der finanziell stärkeren Länder, doch in Haftung genommen zu werden, wenn Zahlungsausfälle das Volumen der Junior-Tranche übersteigen. Außerdem ist die Schaffung und Verwaltung von „ESBies“ technisch komplex und würde wohl eine weitere EU-Behörde erfordern.

Doch die Einführung eines digitalen Euros bietet die Chance, diese Hindernisse zu beseitigen. Der digitale Euro könnte allen Nutzern als elektronisch übertragbares Zentralbankgeld zur Verfügung gestellt werden, seine Übertragung könnte unabhängig von Zahlungssystemen mit US-Bezug erfolgen und die Europäische Zentralbank könnte eine „sichere Anlage“ emittieren.

### DER DIGITALE EURO ALS „VOLLGELD“

In früheren Veröffentlichungen habe ich die Aufstellung des digitalen Euros als Vollgeld schon ausführlich beschrieben.<sup>4</sup> Der erste Schritt zum Euro als 100 Prozent digitales Zentralbankgeld wäre die Schaffung einer Euro-Bankeinlage, die vollständig durch Zentralbankgeld gedeckt ist. Das für die Besicherung der Einlage erforderliche Zentralbankgeld wäre wiederum durch Staatsanleihen gedeckt (wie im Chicago-Plan vom 16. März 1933 vorgeschlagen). Zwischen 2015 und 2022 kaufte die EZB in großem Umfang öffentliche und private Anleihen, um laut

eigener Aussage die Geldmenge und damit die Inflation zu erhöhen. Im Gegensatz dazu würde die sichere Einlage die bestehenden Einlagen ersetzen, ohne die Geldmenge zu erhöhen.

Wenn die Inhaber bestehender Einlagen ihr Geld auf eine sichere Einlage übertragen, bleibt die Summe der Einlagen und damit die Geldmenge unverändert.<sup>5</sup> Zur Schaffung der Reserverdeckung könnten die Banken die großen Mengen an Überschussreserven nutzen, die sie bereits durch die Abwicklung der Ankäufe von Vermögenswerten für die EZB erworben haben. Sie könnten sich zusätzliche Reserven zur Absicherung von Einlagen beschaffen, indem sie Staatsanleihen, die sie in ihren Bilanzen halten, an die EZB verkaufen oder, wenn sie keine Staatsanleihen besitzen, diese am Markt gegen andere von ihnen gehaltene Vermögenswerte kaufen. Bei Bedarf könnte die EZB auch andere Bankkredite als Staatsanleihen von den Banken im Tausch gegen Reserveguthaben akzeptieren und diese Forderungen durch Staatsanleihen ersetzen, wenn sie getilgt werden. Auf diese Weise würden eine sichere Einlage und ein ebenso sicherer Vermögenswert wie Banknoten geschaffen, ohne dass eine Einlagensicherung durch die Staaten erforderlich wäre. In einem zweiten Schritt könnte die sichere Einlage in digitales Zentralbankgeld (mit „Distributed-Ledger“-Technologie (DLT) zur Übertragung) gewandelt werden.<sup>6</sup>

Jede künftige Erhöhung der Geldmenge würde in Form von zusätzlichen Käufen von Staatsanleihen durch die EZB erfolgen. Die Käufe müssten unabhängig von politischer Einflussnahme und mit einer langfristigen Perspektive beschlossen werden. So könnte sich das Wachstum der digita-

len Euro-Geldmenge in Anlehnung an die „k-Prozent-Regel“ von Milton Friedman an der langfristigen Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts (dem Wachstumspotenzial) der Wirtschaft des Euroraums orientieren, wie sie von einer bestimmten internationalen Organisation (zum Beispiel der OECD) geschätzt wird. Änderungen der Potenzialwachstumsrate, die in der Summe mehr als 0,5 Prozent in die eine oder andere Richtung ausmachen, könnten zu einer Anpassung des Algorithmus im Rahmen einer „Hard Fork“ führen, sofern die Netzwerkteilnehmer, die „Nodes“, einen Konsens für die Anpassung erzielen (siehe unten). Damit wäre das Geld nicht länger ein Instrument der diskretionären Wirtschaftspolitik. Angesichts der destabilisierenden Rolle, die die Geldpolitik im Kreditgeldsystem gespielt hat, wäre dies jedoch kaum ein Nachteil.

Mit dem digitalen Euro als Vollgeld wäre die Währungsunion auch ohne Fiskal- und Bankenunion vollendet, da nun sowohl das Papier- als auch das elektronische Geld eine Verpflichtung der EZB wäre und daher eine einheitliche Kreditqualität hätte.

### EIN VON DEN USA UNABHÄNGIGES ZAHLUNGSSYSTEM

Der digitale Euro würde mit einer DLT „peer-to-peer“ übertragen, sodass alle nationalen und internationalen Zahlungen abseits des von den USA abhängigen traditionellen Zahlungssystems mit dezentraler und privater Prüfung gemacht werden könnten. Um die Transaktionskosten zu minimieren und die Transaktionsgeschwindigkeit zu maximieren, könnten die Zahlungen über Speichersysteme mit einem eingeschränkten Zugang

## Mit dem digitalen Euro als Vollgeld wäre die Währungsunion auch ohne Fiskal- und Bankenunion vollendet.

→



Der Euro könnte als elektronisches Tauschmittel sowohl im Euroraum als auch auf globaler Ebene verwendet werden.

→ organisiert werden (permishioned DLT). Von der EZB akkreditierte private Akteure wie Banken oder Softwareunternehmen würden die Transaktionen prüfen und verifizieren (das heißt die Rolle der „Nodes“ übernehmen). Damit könnte der Euro als elektronisches Tauschmittel sowohl im Euroraum als auch auf globaler Ebene verwendet werden.

#### EINE VON DER EZB EMITTIERTE „SICHERE“ ANLAGE

Die Idee der „ESBies“ von Brunnermeier und Co-Autoren hat bisher vor allem deshalb keine breite Unterstützung gefunden, weil es Bedenken darüber gibt, ob die Junior-Tranche bei Zahlungsausfällen einen sicheren Puffer bieten kann. Außerdem erscheint es schwierig, einen Konsens aller beteiligten Institutionen über die Aufstellung des Managements der strukturierten Anleihe zu schaffen. Dazu wäre wohl eine weitere EU-Institution nötig, die von allen Mitgliedstaaten abgesegnet werden müsste. Dagegen wäre die Ansiedlung der Emission der sicheren Anlage bei der EZB wohl mit weniger Hindernissen verbunden.

Dirk Meyer und Arne Hansen haben in einem im Jahr 2021 erschienen Artikel die Praxis der Anleiheemissionen von Zentralbanken untersucht. Sie fanden, dass „Notenbank-Schuldverschreibungen [...] aus historischer Sicht ein durchaus häufig praktiziertes Instrument [sind]“.<sup>7</sup> Von 57 Notenbanken wandten 41 Prozent das Instrument aus unterschiedlichen Gründen an, für 33 Prozent waren sie zwar erlaubt, wurden aber nicht durchgeführt und für 26 Prozent bestand ein Verbot. Meyer und Hansen kommen nach einer Untersuchung des Rechtsrahmens für die EZB zu

dem Schluss, dass „auch der EZB [...] dieses Instrument gemäß ihrer Leitlinie (EU) 2015/510 über die Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems (EZB/2014/60) bereits zur Verfügung [steht]“. Die Handelbarkeit von EZB-Anleihen ist nicht eingeschränkt, aber für die Emission gelten engere Zulassungskriterien in Bezug auf die Geschäftspartner. Die Laufzeit ist auf weniger als 12 Monate begrenzt und die Zuteilung wird auf 100.000 Euro gerundet, sodass nur institutionelle Anleger infrage kommen (Art. 39 Abs. 1). Die Laufzeitbegrenzung von EZB-Anleihen muss jedoch kein Hindernis für die Rolle dieser Anleihen als „sichere Anlage“ sein, da ihre Laufzeit durch Laufzeitverlängerungsswaps ausgedehnt werden kann.<sup>8</sup>

Meyer und Hansen schlagen die Ausgabe von EZB-Anleihen vor, um das durch die Politik des „Quantitative Easing“ geschaffene Geld wieder einzusammeln. Hier geht es dagegen um die Schaffung einer sicheren europäischen Anlage. Wenn die EZB eigene Schuldverschreibungen ausgibt, die durch auf der Aktivseite ihrer Bilanz liegende Staatsanleihen gedeckt sind, entsteht der Verdacht der Staatsfinanzierung. Wenn der digitale Euro jedoch wie oben beschrieben als Vollgeld aufgestellt ist, für dessen Schaffung klare quantitative Regeln gelten, lassen sich Geldemission und Anleiheemission trennen. Bei der Anleiheemission ist das Motiv die Schaffung einer sicheren Anlage, sodass das Volumen der Emission von der Nachfrage nach einem Wertaufbewahrungsmittel für die als Devisenreserven gehaltenen digitalen Euros bestimmt wird. Weder hier noch bei der Emission des digitalen Euros als Geld darf der Finanzierungsbedarf der Eurostaaten eine Rolle spielen.

#### FAZIT

Gegenwärtig ist der Euro kein Ersatz für den US-Dollar als internationale Reservewährung. Da der Euro nicht in einer sicheren Anlage im nötigen Volumen gehalten werden kann, ist sein Nutzen als Transaktionsmittel und damit auch als Recheneinheit begrenzt. Dem könnte die Emission von EZB-Schuldverschreibungen Abhilfe schaffen.

Konzeptionell wären die EZB-Anleihen den „ESBies“ ähnlich. Die „Junior-Tranche“ würde vom Eigenkapital der EZB dargestellt. Ein Ausfall der „Senior-Tranche“ wäre nicht zu befürchten, da eine Zentralbank auch mit negativem Eigenkapital arbeiten kann. Allerdings wäre das Vertrauen in eine Währung und Schuldverschreibung eines Emittenten mit negativem Eigenkapital eher gering. Dieser Umstand sollte die EZB veranlassen, bei der Auswahl der als Deckungsstock für Geld und Schuldverschreibung infrage kommenden Anleihen der Eurostaaten wählerisch zu sein. Statt eines Kaufs nach dem „Kapitalschlüssel“ (wie bei der Politik der quantitativen Lockerung) wäre ein Kauf nach Qualität nötig. Das wäre für die Eurostaaten auch ein Anreiz, ihre Kreditqualität durch eine solide Finanzpolitik zu befestigen. ◆

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

- 1 Thomas Mayer, *Der amerikanische Exzeptionalismus*. Flossbach von Storch Research Institute, MAKRO 09/01/2025, S.10.
- 2 Siehe zum Beispiel *“Now is the time to reopen the Eurozone bond debate”*, Financial Times vom 27. Mai 2025.
- 3 Markus K. Brunnermeier, Sam Langfield, Marco Pagano, Ricardo Reis, Stijn Van Nieuwerburgh, Dimitri Vayanos, *ESBies: Safety in the tranches*. ESRB: Working Paper Series No. 2016/21.
- 4 Thomas Mayer, *The digital euro: An opportunity likely to be missed*. Flossbach von Storch Research Institute, Macroeconomics 12. September 2023.
- 5 Für eine ausführliche Darstellung siehe Mayer (2023).
- 6 Bei einer „Distributed-Ledger“-Technologie (DLT) übernehmen mehrere voneinander unabhängige Stellen die Überprüfung von Transaktionen. Am bekanntesten ist die Blockchain von Bitcoin, wo sich im Prinzip jeder für die Überprüfung in einem Wettbewerbsverfahren qualifizieren kann. Eine andere Möglichkeit ist eine „permissioned“ DLT, bei der eine zentrale Stelle Prüfer auswählt. Im Gegensatz zur DLT übernimmt beim „Central Ledger“-Verfahren eine zentrale Stelle alle Überprüfungen. DLT dürfte wegen der Unabhängigkeit der Prüfer bei den Nutzern mehr Vertrauen genießen als CLT.
- 7 Dirk Meyer / Arne Hansen: *Inflationsabwehr durch EZB-Schuldverschreibungen?* Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 15/2021, S. 19.
- 8 Bei einem Laufzeitverlängerungsswap tauschen zwei Parteien die Laufzeiten ihrer Anleihen. Eine Partei erhält eine länger laufende Anleihe im Austausch für eine kürzer laufende Anleihe. Damit sich durch den Tausch keine Verschlechterungen bei der Kreditqualität ergeben, könnte der Bedarf an länger laufenden Anleihen durch Swaps in entsprechende Bundesanleihen gedeckt werden. Um die Nachfrage zu befriedigen, könnte sich der deutsche Staat überwiegend durch die Emission lang laufender Anleihen verschulden.



# „Künftige Generationen werden bestohlen“

Weltweit steigen die Staatsschulden.  
Und die Inflationsgefahren scheinen längst nicht gebannt.  
Was wohl der bekannte Ökonom Ludwig von Mises dazu sagen würde?  
Ein kurzes, fiktives Gespräch\*.

**Herr von Mises, die Bundesregierung spricht davon, dass die neuen Schuldenpakete nötig seien, um nicht zuletzt für Wachstum in Deutschland zu sorgen – wie bewerten Sie die milliardenschweren Ausgabenprogramme?**

Ganz grundsätzlich ist die Verschuldung des Staates keine ‚Notwendigkeit‘, sondern eine Entscheidung, die die Regierungen treffen, um die Verantwortung von der Gegenwart auf die Zukunft zu verlagern.

**Heißt, Sie sind skeptisch?**

Lassen Sie mich deutlicher werden: Die Staatsverschuldung ist ein Instrument der Plünderung zukünftiger Generationen. Sie ist eine Erpressung der Menschen, die noch nicht geboren wurden. Diese Menschen werden schlicht bestohlen! Die Staatsverschuldung ist eine Maßnahme, die nur auf den ersten Blick wie eine Lösung aussieht ...

**Problemverschiebung und Generationengerechtigkeit mal beiseite – denken Sie, dass die neuen Schulden einen positiven Effekt auf das Wachstum in Deutschland haben?**

Das Gegenteil ist der Fall. Immer höhere Staatsschulden sind der Weg zur Zerstörung des Wohlstands und der Freiheit. Eine Regierung, die sich allein auf Schulden verlässt, beraubt den freien Markt der Mittel, die er braucht, um Wohlstand zu schaffen. Wenn der Staat sich immer weiter verschuldet, dann wird er früher oder später in einer Finanzkrise enden, die zu einer völligen Destruktion des Geldsystems führt.

**Was glauben Sie denn, wie die Staaten ihr Schuldenproblem in den Griff bekommen wollen?**

Der Staat versucht das Problem seiner Ausgaben durch Inflation zu lösen. Er verschuldet sich nicht nur, sondern er erhöht die Geldmenge und versteckt die wahren Kosten hinter einer fallenden Währung ...

**Und kann das gelingen?**

Nein. Die staatliche Verschuldung wird zu einem immer größeren Problem, wenn der Staat versucht, sie durch Inflation zu lösen. In der Folge kommt es zu einem Teufelskreis, in dem immer mehr Schulden nötig werden, um die bestehenden Schulden zu bedienen. Die Inflation täuscht den Menschen vor, dass sie sich mehr leisten können, als sie tatsächlich

besitzen. Doch auf lange Sicht zerstört sie das Kapital und damit die Grundlage des Wohlstands.

**Denken Sie, dass Regierungen Inflation ganz bewusst einsetzen als Mittel, sich der Schulden zu entledigen?**

Gewiss. Der Staat schafft Inflation nicht nur aus Unwissenheit oder falschem Verständnis der Wirtschaft; es geht dabei auch darum, kurzfristig politische Vorteile zu erlangen.

**Was meinen Sie damit?**

Die Verschuldung ist ein Mittel der Regierung, um ihre Macht zu erweitern. Sie bedeutet die Kontrolle über die Ressourcen und die Arbeitskraft der Bevölkerung. Und die Inflation ist der Weg, den der Staat geht, um die Schulden seiner eigenen Ausgaben zu bezahlen, ohne die Steuern zu erhöhen.

**Und wo soll das enden?**

Letztlich führt die Politik der Inflation zu einer Umverteilung des Wohlstands – und ist daher der Beginn eines unsicheren und gefährlichen wirtschaftlichen Experiments. Staatsverschuldung wird oft als die einfache Lösung für die Finanzprobleme des Staates präsentiert. Doch in Wirklichkeit ist sie die Grundlage für die kommenden Katastrophen.

**Vielen Dank für das Gespräch.**

\* Dieses kurze Gespräch wurde mit freundlicher Unterstützung von OpenAI zusammengetragen. Verwendet wurden dabei ausschließlich Originalzitate von Ludwig von Mises.



ÜBER DEN INTERVIEWTEN

**Ludwig von Mises** (1881 – 1973)  
war ein österreichisch/US-amerikanischer Wirtschaftswissenschaftler und Theoretiker des klassischen Liberalismus und Libertarismus. Er gilt als einer der wichtigsten Vertreter der Österreichischen Schule der Nationalökonomie im 20. Jahrhundert.





Trotz Zollchaos, trotz Kriegen in der Ukraine und im Nahen Osten – weltweit steigen die Aktienkurse. Weil die Erwartungen an die Künstliche Intelligenz (KI) scheinbar keine Grenzen kennen.

## DIE GRETCHENFRAGE

von Bert Flossbach

An der Spitze des KI-Investitionsbooms stehen die vier US-Konzerne Microsoft, Alphabet, Amazon und Meta. Dieses Jahr investieren allein sie mehr als 300 Milliarden Dollar in neue Datacenter, um genügend Speicher- und Rechenkapazität aufzubauen. Bis 2030 sollen die Investitionen nach Schätzungen der Bank of America weltweit auf rund eine Billion steigen, wovon 84 Prozent KI-bezogen sind.

Die Gretchenfrage lautet: Wie lassen sich diese Ausgaben monetarisieren – und wie viel von den Zukunftserwartungen ist heute schon in den Aktienkursen eingepreist?

Naturgemäß werden neue Technologien mit großen Vorschusslorbeeren bedacht, vor allem, wenn es sich um bahnbrechende Innovationen wie KI handelt. Wie viel Geld sich damit verdienen lässt, ist zunächst zweitrangig. Im Vordergrund steht aus Unternehmenssicht die Sorge, dass einer der Wettbewerber den Markt dominieren könnte.

### WAS IST DAS GRÖßERE RISIKO?

Die großen KI-Konzerne können es sich leisten, das Risiko von Überinvestitionen einzugehen. Sie müssen es sogar, um nicht zu riskieren, den Anschluss zu verlieren.

So sicher der Vormarsch der KI ist, so unbestimmt sind aber noch die damit verbundenen Ertragspotenziale. Am greifbarsten ist das Wachstum von Speicher- und Rechenbedarf in der Cloud. So nannte Microsoft zuletzt Wachstumsraten im KI-Geschäft von 175 Prozent, was einen annualisierten Umsatz von 13 Milliarden Dollar bedeuten würde. Das klingt nach viel, ist aber weniger als fünf Prozent des Gesamtumsatzes. Bei OpenAI (ChatGPT) sind es annualisiert circa zehn Milliarden Dollar. In beiden Fällen dürften die Kosten über den Umsätzen liegen.

Wie kostspielig das Geschäftsmodell ist, wird an der folgenden Unternehmensmeldung deutlich: OpenAI plant ab 2028 weitere Rechenzentrumsleistung in Höhe von etwa 4,5 Gigawatt von Oracle anzumieten, was der Energieproduktion von →



vier Atomreaktoren und dem Bedarf von rund drei Millionen US-Haushalten entspricht. Die Kosten hierfür werden mit 30 Milliarden Dollar pro Jahr veranschlagt.

Weniger klar ist dagegen, wie stark die Einnahmen aus Werbung und Nutzerabonnements durch KI steigen werden. Meta gibt an, die Werbeeffizienz seiner Unternehmenskunden durch den Einsatz von KI verbessern zu können, macht aber keine konkreten Angaben, wie sich das auf die Werbeeinnahmen auswirkt. Die Einnahmen durch Abogebühren, etwa für die Topversionen von ChatGPT, stammen vorwiegend von Unternehmenskunden. Die meisten Privatnutzer begnügen sich mit den kostenlosen Versionen.

#### OPTIMISMUS VERBREITEN ...

Ob das Umsatzpotenzial von KI ausreicht, um die gigantischen Investitionen zu amortisieren, ist also längst nicht sicher. Unternehmen, die viel Geld in KI stecken, müssen Optimismus verbreiten, um ihre Investitionen gegenüber den Aktionären zu rechtfertigen. Das schürt hohe Erwartungen, erhöht aber auch das Enttäuschungspotenzial, zumal die digitale Welt besonders disruptiv ist.

Deshalb ist es sinnvoll, in Unternehmen aus unterschiedlichen Kategorien der digitalen Wertschöpfungskette zu investieren. Große Technologieunternehmen wie Microsoft, Amazon, Meta, Alphabet oder Apple könnte man auch als „Digital-Versorger“ bezeichnen. Sie punkten mit vergleichsweise sicheren Erträgen, weil sie im Leben fast aller Menschen oder Unternehmen fest integriert sind.

Eine zweite Kategorie sind die Spezialisten, die ein bedeutendes Geschäftsfeld dominieren, profitabel arbeiten und einen hohen Schutzwall gegenüber bestehenden und potenziellen Konkurrenten besitzen. Prominente Beispiele sind Buchungsplattformen wie Booking, Airbnb oder Uber, Streamingdienste wie Netflix oder Spotify, Cybersecurity-Unternehmen wie Palo Alto oder Fortinet, aber auch etablierte Anbieter von Unternehmenssoftware wie SAP oder

Salesforce, IT-Beratungsunternehmen wie Accenture oder Infosys und Finanzdienstleister wie Visa oder Mastercard.

Bleiben die Infrastrukturanbieter als dritte Kategorie von Unternehmen. Sie sind ein wichtiger Bestandteil der digitalen Wertschöpfungskette. Hierzu zählen vor allem Hardwarelieferanten, die für die KI-Infrastruktur wie Chips, Datacenter, Stromversorgung et cetera relevant sind – darunter auch klassische Industrieunternehmen wie Schneider Electric, Legrand oder Amphenol, für die die KI-Aufrüstung zumeist ein Zusatzgeschäft ist, wenngleich mit wachsender Bedeutung. Auch Maschinenbauer wie ASML oder Applied Materials fallen als Zulieferer der Chiphersteller in diese Kategorie.

Unternehmen, die vom KI-Boom profitieren, müssen aber nicht zwangsläufig auch gute Investments sein. Entscheidend ist, wie viel Zukunft schon in den heutigen Börsenkursen steckt und welches Chancen- und Risikopotenzial die Aktien haben.

#### DAS PARADEBEISPIEL NVIDIA

Bei keinem Unternehmen wird so viel über das Verhältnis von Chancen zu Risiken debattiert wie bei Nvidia, dem mit einer Börsenkapitalisierung von mehr als vier Billionen Dollar wertvollsten Unternehmen der Welt (*Stand: 31. Juli 2025*). Je nachdem, welches Szenario eintritt, könnte sich der Börsenwert in den nächsten Jahren verdoppeln oder halbieren.

Für eine Verdopplung des Unternehmenswerts auf astronomische acht Billionen Dollar braucht es allerdings einiges an Fantasie. Entweder müssten alle für 2030 erwarteten KI-Investitionen in den Orderbüchern von Nvidia landen oder die Großkunden nahezu ihre gesamten Gewinne in Nvidia-Chips investieren. Beides scheint unwahrscheinlich.

Für eine Halbierung würde es dagegen schon ausreichen, wenn der Investitionsboom spürbar an Dynamik verliert. Ein Abflachen des KI-Booms bedeutet aber nicht dessen Ende. Die starken Kursschwankungen der Profiteure verlangen von

Anlegern jedoch ein starkes Nervenkostüm und manchmal auch viel Geduld, zumal es im KI-Sektor derzeit einige Warnzeichen gibt, die auf eine temporäre Überhitzung hindeuten. Hierzu zählen Rabatte auf kostenpflichtige KI-Dienste, hohe Preise für Unternehmensübernahmen und KI-Experten sowie teilweise extreme Bewertungen.

#### DES KAISERS KLEIDER

Zusätzlich muss man bei den veröffentlichten Gewinnen der Technologie-Unternehmen etwas genauer hinschauen. Nicht wenige Unternehmen klammern bei dem Ausweis ihrer Gewinne einen großen Kostenblock aus. In der Branche ist es üblich, einen signifikanten Anteil des Gehalts als aktienbasierte Vergütung zu zahlen („stock-based compensation“ oder kurz SBC). Zumeist geschieht dies in Form von Aktienoptionen. Zwar werden die damit verbundenen Optionskosten in der offiziellen Gewinn- und Verlustrechnung berücksichtigt, in einer adjustierten Version aber oftmals wieder herausgerechnet („adjusted earnings“).

Dahinter steckt die Idee, nicht zahlungswirksame Effekte zu eliminieren, um eine bessere Vergleichbarkeit der Ergebnisse zu ermöglichen. Das ist grundsätzlich sinnvoll, und deshalb richten Analysten und Investoren ihr Augenmerk vor allem auf die adjustierten Ergebnisse. Nun sind aktienbasierte Vergütungen aber keine Einmalkosten, sondern fallen jedes Quartal an. Bei manchen Unternehmen machen sie mehr als zehn Prozent des Umsatzes oder die Hälfte des Gewinns aus. In einigen Fällen sind sie sogar höher als der gesamte Gewinn, was bedeutet, dass diese Unternehmen eigentlich Verluste machen, obwohl sie einen (adjustierten) Gewinn ausweisen.

Hier gilt es aufzupassen: Denn die Unternehmen beziehungsweise ihre Aktien sind in vielen Fällen deutlich teurer, als es die adjustierten Gewinne vermuten lassen. In Phasen starken Wachstums werden solche Einwände gerne beiseitegeschoben. Wenn die Stimmung aber kippt und Investoren genauer hinschauen, zeigt sich, dass mancher Kaiser keine Kleider trägt. ♦

*Unternehmen, die vom KI-Boom profitieren, müssen nicht zwangsläufig auch gute Investments sein. Entscheidend ist, wie viel Zukunft schon in den heutigen Börsenkursen steckt und welches Chancen- und Risikopotenzial die Aktien haben.*





# Sorgen JA Krisenstimmung NEIN

Portfoliomanager Michael Illig schildert Eindrücke seiner jüngsten USA-Reise und zeigt, warum US-Qualitätsunternehmen trotz Zoll-Turbulenzen für sein Portfolio wichtig bleiben.

**Herr Illig, Sie sind unlängst in die USA gereist, haben an einer Konferenz im Technologie-Bereich teilgenommen und einige Unternehmen besucht. Wie war die Stimmung?**

Bei Unternehmen und US-Investoren würde ich sie als verhalten, aber keinesfalls negativ bezeichnen. Bei allen Verweisen auf die erhöhte Unsicherheit angesichts der zahlreichen politischen Richtungswechsel beschrieben nahezu alle Unternehmensvertreter, die ich getroffen habe, das aktuelle Nachfrageumfeld als weitgehend robust.

**Sie besuchten auch im vergangenen Dezember Unternehmen in den Vereinigten Staaten – also kurz nach der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten. Wie hat sich das Sentiment verändert?**

Im vergangenen Dezember wurde in zahlreichen Gesprächen mit Firmenvertretern deutlich, wie groß der Frust über die Wirtschaftspolitik der Demokraten in den Jahren davor geworden war, die als stark interventionistisch und zunehmend ideologisiert empfunden wurde. Die Unberechenbarkeit Trumps war daher nach seiner Wahl ein stets präsent Thema, schien aber vielen angesichts der Hoffnung auf eine wirtschaftsfreundliche Ausrichtung verkraftbar. Daher gab es aus meiner Wahrnehmung im Dezember einen an Aufbruchstimmung grenzenden Optimismus. Das war diesmal anders. Solche Töne sind deutlich nüchterneren Aussagen gewichen, ohne in Krisenstimmung umzuschlagen. Am besten spiegelt die derzeitige Stimmung der Unternehmen in meinen Augen ein alter englischer Slogan: „Keep calm and carry on.“

**Anfang April hat Trump massive Zölle auf US-Importe verhängt, deren Wirksamkeit dann erst einmal aufgeschoben wurde. Wie wird seine erratische Zollpolitik von US-Unternehmen wahrgenommen?**

Die Zölle waren einer der wesentlichen Gründe für die von vielen Unternehmen betonte, erhöhte Unsicherheit. Alle wünschten sich mehr Planungssicherheit – vielleicht abgesehen von einigen Beratungsgesellschaften und Softwareanbietern, die Unternehmen bei der Bewältigung der gestiegenen Komplexität unterstützen können. Die meisten

Gesprächspartner gingen aber auch davon aus, dass die tatsächlichen Zölle am Ende weit unter den Anfang April kolportierten reziproken Strafzöllen liegen werden.

**Glauben Sie, dass es inzwischen besser für US-Unternehmen ist, sich mit Kritik an der Politik zurückzuhalten?**

Also darüber möchte ich nicht spekulieren. Öffentlich konnte ich jedenfalls praktisch keine direkte Kritik der Regierung seitens der Unternehmenslenker wahrnehmen.

**Gab es auch positive Kommentare zu Trump und seiner Politik?**

Die Zurückhaltung bei den Unternehmen ging in beide Richtungen – insgesamt wurde das Thema Politik weitgehend umschifft, abgesehen von konkreten Fragen zu Zöllen oder Sparmaßnahmen der Regierung. Starke Meinungen zu politischen Entwicklungen bekam ich vor allem von einigen Uber-Fahrern zu hören. Darunter auch flammende Trump-Unterstützer, die mir seine Politik auch als Lösung für die in ihren Augen dramatischen Probleme in Europa anpriesen. Einige andere spanisch-sprachige Uber-Fahrer äußerten sich hingegen sehr besorgt über die Situation – obwohl sie selbst legal im Land seien, fürchteten sie eine Änderung ihres Bleiberechts. Diese Gespräche spiegelten die starke Polarisierung der Gesellschaft und politischen Debatte ebenso wie die unterschiedlichen Positionen der Nachrichtensender beim Zappen im Hotelzimmer.

**Viele Experten sind angesichts der US-Zollpolitik für die USA sehr skeptisch. Manche erwarten eine Rezession, sollten die Zollpläne wie ursprünglich geplant umgesetzt werden. Wie haben sich die Firmenvertreter dort zum wirtschaftlichen Umfeld geäußert?**

Die Teilnehmer an der Technologie-Konferenz hatten natürlich vor allem einen Blick auf die IT-Landschaft. Die Worte „Unsicherheit“ und „Vorsicht“ waren zwar in aller Munde, aber keiner dort redete von einem ernsthaften Rückgang der IT-Investitionen. Transformationsprojekte gehen weiter voran, lautete der Tenor. Teilweise wurde die empfundene →



Dringlichkeit zur Modernisierung durch das Hin und Her bei Zöllen und die erhöhte geopolitische Unsicherheit sogar als gestiegen wahrgenommen. Es gab auch die Beobachtung, dass das Wachstum hier in Europa zuletzt angezogen habe – wenn auch von der schwächeren Basis im Vorjahr.

**Sie hatten bei Ihrer Reise auch mit einzelnen Unternehmen aus dem Industriebereich zu tun. Wie war es dort?**

Hier wurde von einer leichten Verlangsamung berichtet, aber keiner meiner Gesprächspartner sah im April deutlichere Rückgänge. Die Sorge, dass Unternehmen und Konsumenten nach dem Zollschock Anfang April in der Breite eine „Vollbremsung“ bei allen nicht kurzfristigen Investitionen gemacht haben könnten, scheint sich somit, gemäß Rückmeldung der Unternehmen, bislang nicht zu materialisieren.

**Das klingt zwar erst einmal beruhigend. Aber ist es angesichts der Unsicherheiten nicht riskant, mit mehr als der Hälfte des Fondsvermögens in den USA investiert zu sein?**

Wenn die von Trump angekündigten und später aufgeschobenen Importzölle so kommen würden wie ursprünglich geplant, könnten die ökonomischen Auswirkungen aus unserer Sicht tatsächlich dramatisch sein. Doch dieses Szenario halten wir für wenig wahrscheinlich. Wir rechnen aber insgesamt mit höheren Zöllen als bisher und anhaltenden Handelsauseinandersetzungen. Dies drückt auf das Wachstum, wischt aber die Stärken der dynamischen US-Volkswirtschaft und ihrer vielen erfolgreichen Unternehmen nicht plötzlich weg. Zumal der Effekt ja nicht nur auf die US-Volkswirtschaft begrenzt ist – auch Länder mit hohen Exportanteilen in die USA würden den Gegenwind spüren.

**Aber ein höheres Zollniveau dürfte doch auch die Kosten für US-Unternehmen in Ihrem Portfolio erhöhen und entsprechend auf die Gewinne drücken. Das sind keine guten Aussichten, oder?**

Die Entwicklung ist ein klarer Gegenwind und sollte das Wirtschaftswachstum global bremsen. Allerdings muss man hier bei den einzelnen Unternehmen stark differenzieren. Unter-

nehmen mit einer starken Wettbewerbsposition – beispielsweise, weil ihre Produkte für Kunden wichtig und schwer zu ersetzen sind – haben in der Regel eine gute Preissetzungsmacht. Wir sind überzeugt, dass viele der Unternehmen in unseren Portfolios nur unterdurchschnittlich von möglichen Zöllen betroffen sein würden. Darüber hinaus versuchen wir im Portfolio generell, ausgewogen zu agieren und Pfadabhängigkeiten sowie Klumpenrisiken zu vermeiden. Dabei spielt aber der Unternehmenssitz nur eine untergeordnete Rolle.

**Mit Stand Ende Mai waren etwa 60 Prozent des Fondsvermögens in den USA investiert ...**

... gemessen am Umsatzanteil, den all unsere Unternehmen in den USA erzielen, liegt das Portfoliogewicht eher bei 45 Prozent. Denn viele unserer US-Unternehmen sind global aufgestellt, nicht wenige erzielen den Großteil ihrer Umsätze außerhalb der Vereinigten Staaten. Zudem legen wir viel Wert darauf, dass unsere Unternehmen eine hohe Anpassungsfähigkeit und Widerstandsfähigkeit aufweisen. Nicht nur aufgrund einer starken Wettbewerbsposition, sondern auch durch andere Faktoren wie eine solide Bilanz. Damit sollten sie auch im Falle einer tieferen Wirtschaftskrise und höherer Zölle nicht in Existenznot geraten.

**Nicht in Existenznot geraten, das mag in Extremsituationen helfen, erscheint aber auch nicht gerade verlockend.**

Ich habe hier eine Mindestanforderung beschrieben. Ein Unternehmen hoher Qualität muss natürlich auch langfristig gute Aussichten haben, seinen Gewinn zu steigern und Wert für seine Aktionäre zu generieren. Aber damit dies geschehen kann, müssen Firmen zwischenzeitliche Rückschläge ohne substanziellen Schaden überstehen. Und unabhängig davon, ob bereits die aktuellen Ereignisse um den Handelskrieg oder die geopolitischen Konflikte zu einem solchen Rückschlag werden, wird die nächste Krise unweigerlich kommen. Solche Krisen können Sie nicht vermeiden und aus meiner Sicht auch nicht vorhersagen. Aber sie können vorbereitet sein – und genau darum geht es uns bei der Unternehmensauswahl.

**Die Qualität der Unternehmen soll also die Anfälligkeit für Krisen mindern. In schwierigen Börsenlagen wie zuletzt im April fallen die Kurse aber trotzdem in der Breite, auch für die Aktien von Qualitätsunternehmen. Wie erleben Sie solche Phasen als Portfoliomanager?**

Das ist richtig – in solchen Phasen bleiben natürlich auch wir nicht von Kursrückgängen verschont. In ausgeprägteren Krisenphasen fielen diese historisch allerdings zumindest unterdurchschnittlich stark aus. Letztlich zählt für uns aber nicht die Volatilität – also die kurzfristigen Schwankungen. Was für uns wirklich zählt ist, dass aus kurzfristigen Schwankungen keine dauerhaften Wertverluste werden. Dies passiert vor allem, wenn die Unternehmen Schaden an der Substanz erfahren. Das bedeutet, dass ihre Ertragskraft nachhaltig gemindert wird. Die intime Kenntnis unserer Unternehmen sowie unser Urteil über deren hohe Widerstandsfähigkeit lassen uns in Krisenphasen ruhiger schlafen. Dies erleichtert es auch ungemein, aufkommende Chancen zu nutzen.

**Wieso erleichtert dies das Wahrnehmen von Chancen, und haben sich diese auch in der jüngsten Marktkorrektur geboten?**

Es erleichtert den Fokus auf Chancen, wenn wir nicht zu stark damit beschäftigt sind, „Brände“ zu löschen. Wenn es bei vielen unserer Firmen angesichts einer Krise drunter und drüber ginge, wären wir bereits voll damit ausgelastet, die Schäden zu analysieren und gegebenenfalls mit Verkäufen aktiv zu werden. Die hohe Resilienz unserer Firmen gibt uns hingegen mehr Zeit, nach Fällen zu suchen, in denen das Kind mit dem Badewasser ausgeschüttet wurde, wie es in Krisenphasen am Aktienmarkt immer wieder passiert. Wenn wir zuversichtlich sind, dass die Ertragsperspektiven eines Unternehmens nicht wesentlich gemindert wurden, der Aktienkurs allerdings stark korrigiert hat, finden wir gute Gelegenheiten für Zukäufe. Genauso passierte es auch Anfang April, als wir für unsere Verhältnisse relativ aktiv waren und neben Zukäufen bestehender Positionen auch eine neue Beteiligung aufnahmen.

**Das Hin und Her bietet also durchaus Chancen. Vielen Dank für das Gespräch!**

*„Solche Krisen können Sie nicht vermeiden und aus meiner Sicht auch nicht vorhersagen. Aber sie können vorbereitet sein – und genau darum geht es uns bei der Unternehmensauswahl.“*

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



A cartoon illustration of Donald Duck, wearing his signature blue top hat and red bow tie, holding a large, overflowing pile of gold coins. The background is a textured, greyish-blue surface with scattered gold coins and dollar signs. The title text is overlaid on the right side of the image.

# Die Tresore füllen sich

von Julian Marx

Weltweit setzen Zentralbanken auf Gold als Wertspeicher.  
Die Bestände wachsen rasant –  
und daran dürfte sich auf Sicht wenig ändern.





Für die Deutsche Bundesbank ist Gold keine Modeerscheinung. Nein, das gelbe Edelmetall ist bereits seit vielen Jahrzehnten ein fester Bestandteil der Geldpolitik. 1961 kletterten ihre Goldbestände erstmals über die Marke von 3.000 Tonnen. Seither ist dieses Niveau weitgehend stabil geblieben.

Entsprechend gut gefüllt sind die Lagerstellen. Rund 3.361 Tonnen Gold hortet die Bundesbank (Stand: Ende vergangenen Jahres) in den drei Lagerstellen in Frankfurt, New York und London. Damit verfügt die Bundesbank über den weltweit zweitgrößten Goldbestand unter den Notenbanken und internationalen Finanzorganisationen. Rund 51 Prozent des Goldes lagerte in Frankfurt, knapp 37 Prozent in New York und die verbleibenden 12 Prozent in London.

Die regionale Verteilung der Goldbestände wurde nicht beliebig vorgenommen, sondern orientiert sich an den beiden wichtigsten Funktionen von Goldreserven: der Vertrauensbildung im Inland und der Möglichkeit, innerhalb kürzester Zeit Gold in Fremdwährungen an liquiden Goldhandelsplätzen im Ausland tauschen zu können. Beide Funktionen dürften aus Sicht zahlreicher Notenbanken in den vergangenen Jahren noch an Bedeutung gewonnen haben.

#### **DAS VERTRAUEN BRÖCKELT**

Bislang konzentrieren sich die Währungsreserven der Notenbanken noch immer mehrheitlich auf den „Greenback“. Klammert man Gold einmal aus, lauteten knapp 58 Prozent der weltweiten Währungsreserven Ende vergangenen Jahres auf US-Dollar. Ganz überraschend ist das natürlich nicht. Beispielsweise wurden im Jahr 2024 etwas mehr als 60 Prozent der Fremdwährungsanleihen und -kredite in US-Dollar begeben. Insofern ist die Dominanz des US-Dollars im internationalen Finanzwesen noch immer allgegenwärtig und sein Status als Weltleitwährung auch nicht unmittelbar gefährdet.

Nichtsdestotrotz ist das Bestreben nach einer höheren finanziellen Autonomie in vielen Regionen der Welt sehr gut nachvollziehbar. Bereits vor drei Jahren dürfte das Einfrieren russischer Devisenreserven als Reaktion auf den Ukraine-Krieg ein Warnsignal für geopolitische Kontrahenten der USA gewesen sein. Zudem sorgte der von US-Präsident Donald Trump losgetretene und mit einem harschen Ton geführte

Handelskonflikt in diesem Jahr für einen nicht unerheblichen Vertrauensverlust in die USA und seine Institutionen. Auch Trumps mehrfach geäußerter Wunsch, Kanada zum 51. Bundesstaat der USA machen zu wollen, schlug in diese Kerbe und sorgte selbst bei langjährigen Verbündeten für Verunsicherung. Das nährt Zweifel an der unumstrittenen Führungsrolle der USA und des Dollars.

Für einen geopolitischen Kontrahenten wie China dürften derartige Entwicklungen ein gefundenes Fressen sein, um den eigenen Fußabdruck bestmöglich zu vergrößern. In der Folge stieg der Anteil des heimischen Renminbi an der Abwicklung des chinesischen Außenhandels für Waren von 26 Prozent im Jahr 2023 auf 38 Prozent im Jahr 2024. Bislang spiegelt dieser Anstieg vor allem eine stärkere Verwendung des Renminbi für die Abwicklung des russischen Handels mit China wider, der seit der Verhängung von Sanktionen nach der umfassenden Invasion in der Ukraine stark zugenommen hat.

Aber auch an weiteren Zentralbanken sind diese Entwicklungen nicht spurlos vorbeigegangen, wie ein Blick auf die „Central Bank Gold Reserves Survey“ zeigt – eine jährliche Umfrage des World Gold Council (WGC), bei der Notenbankvertreter rund um den Globus befragt werden. So zeichnet die im Juni 2025 veröffentlichte Umfrage das Bild einer wachsenden Dollar-Skepsis (vgl. Grafik 1).

Auf die Frage, „Welcher Anteil der Fremdwährungsreserven wird Ihrer Meinung nach in fünf Jahren auf US-Dollar lauten?“, gaben 73 Prozent der Befragten an, dass der US-Dollar-Anteil an den Währungsreserven ihrer Meinung nach sinken wird. 28 Prozent gingen sogar von einem signifikant niedrigeren Anteil des US-Dollars an den Währungsreserven aus, ein Anstieg von 15 Prozentpunkten gegenüber dem Vorjahr. Nur 10 Prozent der befragten Institutionen gingen unterdessen davon aus, dass der US-Dollar in Zukunft einen höheren Anteil an den weltweiten Währungsreserven einnehmen wird.

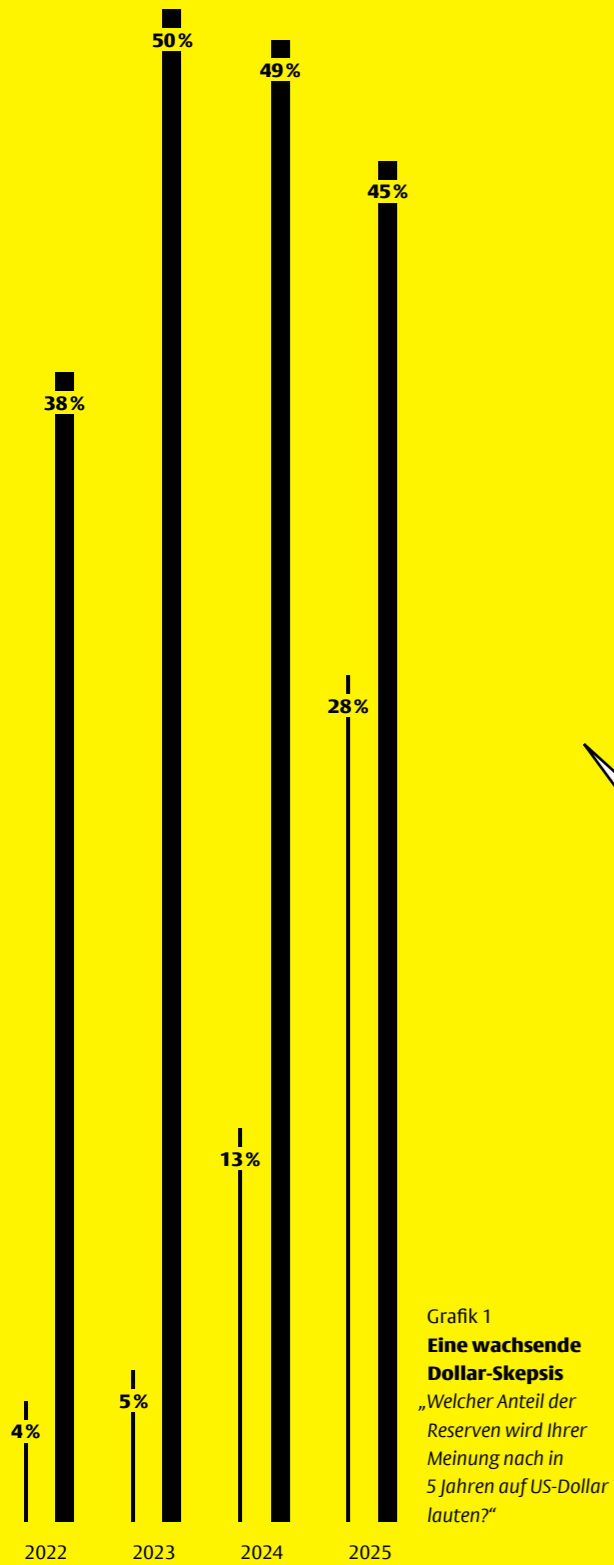
#### **EIN „GOLDENES“ ZEITALTER**

„Des einen Leid ist des anderen Freud“ heißt es regelmäßig im Volksmund. Und während die Beliebtheit des US-Dollars in der jüngeren Vergangenheit augenscheinlich etwas →

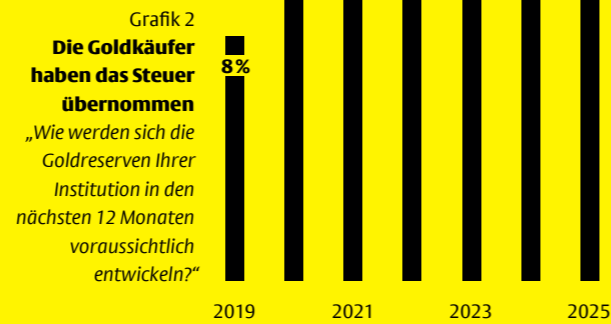


**Auch nach vorne schauend deutet einiges darauf hin, dass die Goldnachfrage der Notenbanken nicht über Nacht abebbt. Eher im Gegenteil.**





Grafik 1  
**Eine wachsende Dollar-Skepsis**  
„Welcher Anteil der Reserven wird Ihrer Meinung nach in 5 Jahren auf US-Dollar lauten?“



Grafik 2  
**Die Goldkäufer haben das Steuer übernommen**  
„Wie werden sich die Goldreserven Ihrer Institution in den nächsten 12 Monaten voraussichtlich entwickeln?“

Quelle: „Central Bank Gold Reserves“  
Umfrage des World Gold Council, Flossbach von Storch,  
Daten per Juni 2025

— Ein signifikant niedrigerer Anteil  
■ Ein geringfügig niedrigerer Anteil

■ Anteil der Zentralbanken, die in den kommenden 12 Monaten einen Anstieg ihrer Goldreserven erwarten

gesunken ist, war die Goldnachfrage in den vergangenen Jahren ungebrochen. Bereits in den Jahren 2022 bis 2024 lag die weltweite Nettogoldnachfrage der Zentralbanken bei jeweils mehr als 1.000 Tonnen und damit mehr als doppelt so hoch wie im Durchschnitt der 2010er-Jahre.

Auch nach vorne schauend deutet einiges darauf hin, dass die Goldnachfrage der Notenbanken nicht über Nacht abebbt. Eher im Gegenteil. Wie die jüngste WGC-Umfrage zeigt, dürften geopolitische Unwägbarkeiten ein Treiber dieser Nachfrage bleiben. Denn 77 Prozent der Verwalter offizieller Währungsreserven betrachten die Geopolitik als einen wesentlichen Faktor zur Bestimmung ihrer Portfolios. Das macht weitere Goldkäufe angesichts zahlreicher Krisenherde wahrscheinlich. Stolze 43 Prozent der befragten Institute gaben dann auch an, ihre Goldbestände in den kommenden 12 Monaten weiter aufstocken zu wollen – ein neuer Rekordwert (vgl. Grafik 2). Gleichzeitig rechnet keiner der Befragten mit einem Rückgang seiner Goldreserven.

Setzt sich der aktuelle Trend fort, scheinen neue Rekorde bei den weltweiten Goldbeständen der Notenbanken und internationalen Finanzorganisationen daher nur noch eine Frage der Zeit zu sein. Das Allzeithoch aus dem Jahr 1965 befindet sich bereits in greifbarer Nähe. Zur damaligen Zeit des „Bretton-Woods-Systems“, als Gold zu einem vordefinierten Kurs gegen US-Dollar eingetauscht werden konnte, summierten sich die Goldbestände der Notenbanken auf etwa 38.000 Tonnen. Anfang dieses Jahres beliefen sich die offiziellen Goldreserven bereits auf rund 36.300 Tonnen.

Damit könnte die 60 Jahre alte Rekordmarke bereits in wenigen Jahren in die Geschichtsbücher verbannt werden und Gold seine Rolle als Reservewährung weiter zementieren. Im Jahr 1965 lag der staatlich fixierte Preis in den USA allerdings noch bei rund 35 Dollar je Unze und hat sich bis heute (in Papiergeld gerechnet) fast verhundertfacht. ♦





„Qualität zeigt sich nicht nur in der Krise“



Diversifikation lohnt sich nicht nur, wenn es an den Börsen kracht. Wandelanleihen funktionieren in guten wie in schlechten Zeiten, erklärt Fondsmanager Marian Appel-Graham.

**Bislang verlief das Jahr an den Finanzmärkten ziemlich turbulent. Wie bewerten Sie das aktuelle Marktumfeld, Herr Appel-Graham?**

Wir haben zuletzt die kräftigsten Marktschwankungen seit der Corona-Pandemie gesehen! Das liegt nicht zuletzt am aggressiven und nur schwer prognostizierbaren Zollkurs von US-Präsident Donald Trump.

**Gibt es eine schnelle Lösung?**

Nein. Wir müssen abwarten, welchen Pfad Trump bei den Zöllen mittelfristig einschlagen wird. Grundsätzlich ist es aber so, dass US-Zölle, wie auch immer sie letztlich ausgestaltet sein mögen, im Kern eine deutliche Verschlechterung des globalen Handelsumfelds bedeuten. 2024 etwa lag der durchschnittliche US-Zollsatz auf alle Importe bei rund 2,5 Prozent – ein historisch niedriger Wert dank jahrzehntelanger Liberalisierungen. Allein Trumps „Mindestzoll“ von zehn Prozent würde eine Vervierfachung bedeuten! Insofern sehen wir kurzfristig nichts, was im Ergebnis keine makroökonomische Verschlechterung wäre.

**Trotzdem haben die Aktienindizes ihre Verluste aus dem April wett gemacht und notieren auf oder nahe den Höchstständen – wie passt das zusammen?**

Auch das hat mit Trump zu tun, mit seiner Verhandlungsstrategie. Investoren nennen es den „TACO“-Trade – TACO für „Trump always chickens out“. Heißt: Der US-Präsident macht am Ende immer einen Rückzieher, sollte es der Wall Street →



schaden. Die Kursentwicklung zuletzt spiegelt genau diese Erwartungshaltung wider. Denn schaut man sich die hohen Bewertungsniveaus vieler Aktien an, dann lässt sich das am ehesten mit dem Wort „bemerkenswert“ beschreiben. Oder etwas zugespitzter: Der Markt wirkt derzeit ziemlich sorglos!

#### **Inwiefern sorglos?**

Der Handelskonflikt zwischen den USA und dem Rest der Welt kann jederzeit eskalieren. Wie sensibel die Märkte in einem solchen Szenario reagieren können, haben wir Anfang April gesehen. Aber auch andere Risiken sollten nicht aus den Augen gelassen werden. Trumps Attacken auf die Unabhängigkeit der US-Zentralbank beispielsweise oder eine Verschlechterung des Verhältnisses zwischen den USA und China – um nur zwei offensichtliche Beispiele zu nennen. Noch gefährlicher sind die weniger offensichtlichen, die unbekannteren Risiken – die sogenannten Schwarzen Schwäne. Ereignisse und Entwicklungen, die niemand auf dem Zettel hat. Vieles spricht also dafür, dass die Schwankungsbreite hoch bleiben dürfte. Nach oben wie nach unten.

#### **Sie verwalten einen Wandelanleihefonds.**

##### **Was ist das Besondere an dieser Anlageklasse?**

Wandelanleihen sind verzinsten Anleihen, die dem Anleger das Recht einräumen, sie zu festgelegten Konditionen in Aktien umzuwandeln. Sie sind im Grunde eine Mischung zwischen Aktien und Anleihen. Steigen die Aktienkurse, partizipieren Wandelanleihen durch ihre Aktienkomponente an diesem Aufschwung. Bei fallenden Märkten hingegen hat der Anleihecharakter eine stabilisierende Funktion. Das Besondere dabei ist, dass bei gleicher Bewegung der Aktien die Wandelanleihen nach oben hin mehr ansteigen als sie nach unten hin verlieren. Das ist aus Perspektive eines Anlegers eine sehr wünschenswerte Eigenschaft, die man im Fachjargon auch als „Konvexität“ bezeichnet.

#### **Das müssen Sie näher erklären.**

Wandelanleihen sind vor allem abhängig von der Entwicklung ihrer zugrunde liegenden Aktie. Wie sensitiv eine Wandelanleihe auf Veränderungen in der Aktie reagiert, gibt das

sogenannte Delta an. Je stärker die Aktie steigt, desto größer wird auch das Delta der Wandelanleihe, da die Wandlungsoption immer mehr wert ist. Nach unten funktioniert das Spiel genau andersrum. Wenn die Aktie fällt, sinkt das Delta der Wandelanleihe. Kling kompliziert, ist aber eigentlich ganz leicht. Ein typisches Beispiel einer konvexen Verteilung zum Verständnis: Wenn die Aktie um zehn Prozent steigt, steigt die Wandelanleihe um sechs Prozent, wenn die Aktie um zehn Prozent sinkt, fällt die Wandelanleihe nur um vier Prozent.

#### **Wie haben sich Wandelanleihen inmitten der jüngsten Turbulenzen entwickelt?**

Wandelanleihen konnten zuletzt sehr gut unter Beweis stellen, dass sie in guten wie auch in schlechten Marktphasen gut funktionieren und einen Mehrwert im Portfolio liefern können. Anfang April verlor der MSCI World innerhalb weniger Tage mehr als zehn Prozent, im Vergleich dazu hat unser Fonds im gleichen Zeitraum nur rund 2,5 Prozent verloren. An der anschließenden Erholungsphase konnte der Fonds gut partizipieren und bereits Ende desselben Monats ein neues Jahreshoch verzeichnen. Das schaffte der MSCI World erst im Juni bei einer deutlich höheren Schwankungsbreite. Wir sehen „Wandler“ als eine attraktive, defensiv positionierte Alternative zu Aktien.

#### **Welche Unternehmen bevorzugen Sie?**

Wir fokussieren uns auf Emittenten mit überdurchschnittlicher Kreditqualität. Das ist wichtig, damit in schlechten Marktphasen die Abfederung durch den „Bondfloor“ funktioniert. Gleichzeitig schauen wir natürlich auf das „Upside“-Potenzial der Aktien, in die gewandelt werden kann. Solche Unternehmen finden wir weltweit, eine Begrenzung auf bestimmte Regionen erscheint uns da nicht zielführend.

#### **Was meinen Sie mit dem Bondfloor?**

Das Charmante an Wandelanleihen ist, dass Anleger – selbst wenn sich die Aktie nicht so gut entwickelt – weiterhin regelmäßige Kuponzahlungen beziehen und letztlich bei Fälligkeit mindestens eine Rückzahlung zum Nennwert er-

warten dürfen. Damit sind Wandler sozusagen mit einem „Fallschirm“ ausgestattet, wenn die Aktie auf Talfahrt geht. Der Bondfloor meint, dass eine Wandelanleihe, wenn die Wandlungsoption keinen Wert mehr hat, immer noch den Wert einer „normalen“ festverzinslichen Anleihe hat. Das funktioniert aber nur, wenn das Unternehmen auch bei einer nachteiligen Aktienentwicklung fundamental auf sicheren Beinen steht. In letzter Instanz steht sonst neben dem Aktienkursverfall irgendwann auch die Rückzahlungsfähigkeit des Unternehmens bei der Anleihe infrage. Ohne eine sorgfältige und professionelle Analyse der Emittenten und Konditionen würden wir wohl niemandem raten zu investieren.

#### **Wie unterscheidet sich Ihre Strategie von anderen Wandelanleihestrategien?**

Ich kann da nur für unsere Strategie sprechen. Unsere Analyse beginnt immer auf einem weißen Blatt Papier. Heißt: Wir orientieren uns nicht an einer Benchmark, sondern verfolgen einen durch und durch aktiven Ansatz. Das bietet uns Handlungsspielraum, um jederzeit flexibel auf Marktbewegungen reagieren zu können. Aktuell sind wir mit dem Delta, also der Aktiensensitivität der Strategie, etwas defensiver positioniert; bei einem erneuten Rückschlag wäre hier also mit einer höheren Pufferfunktion zu rechnen.

#### **Was erwarten Sie für ein Umfeld für Wandelanleihen?**

Von Punktprognosen halte ich nicht viel. Allerdings gibt es aus meiner Sicht einiges, was dafür spricht, dass es auch in den nächsten Wochen und Monaten volatil bleibt. Gerade in einem solchen Umfeld können Wandelanleihen durch ihre Konvexität und ihre niedrigere Schwankungsbreite im Vergleich zu Aktien für viele Anleger ein wertvoller ergänzender Baustein im Portfolio sein.

#### **Vielen Dank für das Gespräch.**

---

Marian Appel-Graham ist Portfoliomanager des Flossbach von Storch - Global Convertible Bond.

*„Grundsätzlich ist es so, dass US-Zölle, wie auch immer sie letztlich ausgestaltet sein mögen, im Kern eine deutliche Verschlechterung des globalen Handelsumfelds bedeuten.“*





*Rumänische  
Hausherren*

*hoch verschuldete  
Schweizer* →



von Julian Marx

## Auf der Suche nach den reichsten Durchschnittsbürgern zeigen amtliche Quellen manchmal Überraschendes. Vom zweiten Blick und den Tücken der Statistik.

2025 heißt der reichste Mensch der Welt Elon Musk. Das zeigt das weltweit viel beachtete Ranking, das im April im US-Magazin Forbes erschien. Als erster Superreicher soll Musk mit seinem Vermögen die 300-Milliarden-US-Dollar-Marke überschritten haben und es gegenüber dem Vorjahr um 75 Prozent gesteigert haben.

An dieser Stelle mag sich so mancher die Augen reiben. Hatte sich der Multimilliardär doch im selben Monat als „Sparmeister“ von der Effizienzbehörde „DOGE“ des US-Präsidenten Donald Trump zurückgezogen, um sich mehr um sein Unternehmensimperium zu kümmern. Insbesondere der Aktienkurs von Tesla hatte sich seit Jahresbeginn zeitweise nahezu halbiert.

Wie passt das zusammen? – Die Forbes-Milliardärs-Liste ist nur eine Momentaufnahme des Nettovermögens von reichen Personen weltweit. Jeweils an einem Stichtag im Februar wird der bestehende Wert aller Vermögensbestände der infrage kommenden Personen geschätzt. Dazu zählen Unternehmensbeteiligungen, Immobilienwerte, Kunstgegenstände und eben Aktien, deren Werte an der Börse kurzfristig eben stark schwanken können.

Statistiken, die individuellen Reichtum messen, sind somit mit Vorsicht zu genießen. Wie steht es aber um Zahlenwerke, die zur Messung des Reichtums von Durchschnittsbürgern oder „durchschnittlichen“ Haushalten herangezogen werden? Hierzu gibt es mehrere Ansätze.

### „JOE SIXPACK“ BEIM GELDVERMÖGEN AN DER SPITZE

Der übliche Startpunkt ist das Pro-Kopf-Nettogeldvermögen, also das Geldvermögen abzüglich Schulden. Die Grafik 1 listet die entsprechenden Durchschnittswerte von Privathaushalten von 25 der wohlhabendsten Nationen der Welt auf. Zum Geldvermögen zählen dabei insbesondere Aktien, Anleihen, Anteile an Investmentfonds und Sparguthaben.

Der erste Blick zeigt: „Joe Sixpack“, wie „Otto Normalo“ in den USA genannt wird, thront mit einem Durchschnittsver- →

Nettogeldvermögen in Euro pro Kopf*				Bruttogeldvermögen in Euro pro Kopf*	Schulden in Euro pro Kopf*
270.181	USA	1	Schweiz	374.894	123.506
251.388	Schweiz	2	USA	322.153	51.972
247.216	Singapur	3	Singapur	307.898	60.682
181.602	Dänemark	4	Dänemark	240.502	58.900
141.328	Schweden	5	Schweden	188.282	46.954
129.454	Taiwan	6	Luxemburg	187.834	79.269
124.446	Niederlande	7	Niederlande	185.435	60.989
121.615	Neuseeland	8	Australien	163.614	66.075
116.549	Kanada	9	Kanada	162.889	46.339
108.565	Luxemburg	10	Taiwan	155.376	25.922
107.481	Belgien	11	Neuseeland	151.456	29.841
97.539	Australien	12	Belgien	137.878	30.397
86.973	Japan	13	Norwegen	111.870	71.821
83.086	Italien	14	Vereinigtes Königreich	107.232	37.202
81.566	Deutschland	15	Deutschland	106.773	25.207
75.621	Irland	16	Frankreich	106.627	31.644
74.983	Frankreich	17	Irland	106.019	30.398
72.772	Österreich	18	Japan	105.781	18.808
70.030	Vereinigtes Königreich	19	Italien	100.880	17.794
60.647	Malta	20	Österreich	96.139	23.367
56.786	Spanien	21	Malta	83.993	23.345
40.049	Norwegen	22	Spanien	74.907	18.121
36.086	Finnland	23	Finnland	72.198	36.112
35.319	Portugal	24	Südkorea	63.138	28.110
35.029	Südkorea	25	Portugal	52.808	17.489

Grafik 1 **Wie reich ist der Durchschnittsbürger?** Pro-Kopf-Nettogeldvermögen im internationalen Vergleich  
 Grafik 2 **Reich und hochverschuldet** Pro-Kopf-Vergleich Bruttogeldvermögen und Schulden

\* Finanzvermögen per Q4 2024 (Südkorea und Vereinigtes Königreich per Q4 2023, Taiwan per Q4 2022)

Quelle: Diverse nationale Statistikämter und Notenbanken, Flossbach von Storch, LSEG Datastream, Daten per 15. August 2025



mögen von umgerechnet 270.181 Euro ganz vorne, dicht gefolgt von den Durchschnittsbürgern der Schweiz und Singapurs. Gegenüber weiten Teilen der übrigen Welt bleibt jedoch der Abstand deutlich. So beträgt das Vermögen der Nummer fünf, der Schweden, mit 141.328 Euro nur wenig mehr als die Hälfte des Spitzenwerts. Deutschland rangiert mit 81.566 Euro abgeschlagen auf Rang 15.

Sind also die USA nicht nur Heimat für die meisten Milliarden der Welt? Leben hier auch die wohlhabendsten Durchschnittsbürger?

### LIEGT EIGENTLICH „OLA NORDMANN“ VORN?

Mitnichten. So entfallen mehr als zwei Drittel des Geldvermögens in den USA auf die reichsten zehn Prozent der US-Amerikaner. Die übrigen 90 Prozent der gut 340 Millionen Einwohner teilen sich das verbleibende Drittel, wobei die ärmere Hälfte der US-Bevölkerung über nahezu kein Geldvermögen verfügt. Ihr Anteil am gesamten Geldvermögen liegt bei weniger als drei Prozent.

Gerade bei den ärmeren Schichten basiert das Vermögen im Alter weltweit vor allem auf den Ansprüchen aus der gesetzlichen Rente. Doch etwaige in der Zukunft liegende Ansprüche auf eine gesetzliche Rente oder Pension finden keine Berücksichtigung in der offiziellen Statistik zum Geldvermögen – weil sie kein angespartes Vermögen darstellen.

Weitere Faktoren erschweren die Interpretation der Geldvermögensstatistik. So findet sich Norwegen mit rund 40.000 Euro Nettogeldvermögen pro Kopf nur auf Rang 22. Dort verwaltet ein staatlicher Pensionsfonds die Einnahmen aus den Öl- und Gasexporten des Landes und hat Vermögenswerte von knapp 290.000 Euro pro Norweger zurückgelegt, die perspektivisch auch ins Rentensystem des Landes fließen sollen. Da die Haushalte des Landes aber keinen direkten Zugriff auf die enormen Vermögenswerte des Staatsfonds haben, wird es beim Geldvermögen der Haushalte nicht erfasst.

Anders verhält es sich bei kapitalgebundenen Rentenansprüchen, etwa in Form einer betrieblichen Altersvorsorge. Diese werden bereits heute im Geldvermögen der Haushalte berücksichtigt. Ein Beispiel dafür sind die aktienbasierten 401k-Pläne, die in den USA typischerweise die gesetzliche Rente ergänzen. Hierüber haben Mitarbeiter die Möglichkeit, steuerbegünstigt zu investieren und legen ihr Geld ganz überwiegend in Investmentfonds an. Das ist nicht zuletzt ein Grund dafür, dass US-Durchschnittsbürger in Vergleichen zum Geldvermögen so gut abschneiden. Denn mit rund 70 Millionen aktiven Teilnehmern ist diese Form der Altersvorsorge in den USA äußerst beliebt.

Auch in den Niederlanden – „Harry Holland“ belegt mit 124.446 Euro Durchschnittsvermögen Rang sieben im Geldvermögensranking – verfügen rund 90 Prozent der Arbeitnehmer über eine wertpapierbasierte, betriebliche Altersvorsorge. In Summe schlug für die niederländischen Haushalte Ende vergangenen Jahres ein Bruttogeldvermögen in Höhe von 3.346 Milliarden Euro zu Buche, das sich zu beachtlichen 51,6 Prozent aus Pensionsansprüchen speiste.

Ein Vergleich des Nettogeldvermögens ist also komplex. Es setzt Wissen um statistische und nationale Besonderheiten voraus. Für ein ganzheitliches Verständnis der Vermögenssituation eines Durchschnittsbürgers ist das Nettogeldvermögen daher höchstens ein „Dosenöffner“.

### HERR UND FRAU SCHWEIZER GLEICH ZWEIMAL SPITZE

Alternativ zum populären Nettogeldvermögen lässt sich auch das Bruttogeldvermögen vergleichen, bei dem die Haushaltsschulden ins Vermögen einbezogen werden. Und hier belegen „Herr und Frau Schweizer“ die Spitzenposition, US-Amerikaner rangieren auf Platz zwei.

Kehrseite der Medaille ist jedoch die hohe Verschuldung der Schweizer Haushalte, die aktuell die Spitze beim Nettogeldvermögen verhindert. Sind sie doch nicht nur Weltmeister

beim Bruttogeldvermögen, sondern eben auch in Sachen Pro-Kopf-Schulden (vgl. Grafik 2 auf Seite 77).

Moment mal, wird an dieser Stelle so mancher zu bedenken geben. Sind es denn nicht vor allem die US-Amerikaner, die beim Konsum gerne ihre Kreditkarten zum Glühen bringen. Diese Vorliebe der US-Bürger zum Kauf auf Pump wird immer wieder gerne von Medien thematisiert.

Tatsächlich ist die Pro-Kopf-Verschuldung der Schweizer mehr als doppelt so hoch wie in den USA und fast fünfmal höher als in Deutschland, das auf eine Pro-Kopf-Verschuldung von etwa 25.000 Euro kommt. Doch eine Analyse der Haushaltschulden in der Schweiz zeigt: 90 Prozent entfallen auf Immobilienkredite. Und dort, wo Haushalte hohe Summen an Immobilienschulden angehäuft haben, steht im Normalfall ein entsprechend werthaltiges Immobilienvermögen gegenüber. Nach Angaben der Schweizerischen Nationalbank verfügten die Eidgenossen im Jahr 2024 über ein Nettogeldvermögen in Höhe von 2.110 Milliarden Schweizer Franken. Hinzu kam ein Immobilienvermögen von rund 2.770 Milliarden Franken.

Immobilienvermögen kann also signifikant zum Gesamtwohlstand der Haushalte beitragen, wenngleich die Möglichkeit der steuerlichen Berücksichtigung von Hypothekenzinsen – wie in der Schweiz – dafür sorgen kann, dass Haushalte oft wenig Anreiz sehen, Immobilienkredite zurückzuführen. So leben in der Schweiz nur zwölf Prozent der Immobilienbesitzer im schuldenfreien Eigenheim. Ähnliches gilt für die Niederlande und Dänemark, wo die Quoten bei 20 beziehungsweise 26 Prozent liegen.

Im internationalen Vergleich hohe Schuldenquoten stellen also kein unmittelbares Warnsignal dar, zumal ihnen in vielen Fällen ein üppiges Bruttogeldvermögen gegenübersteht.

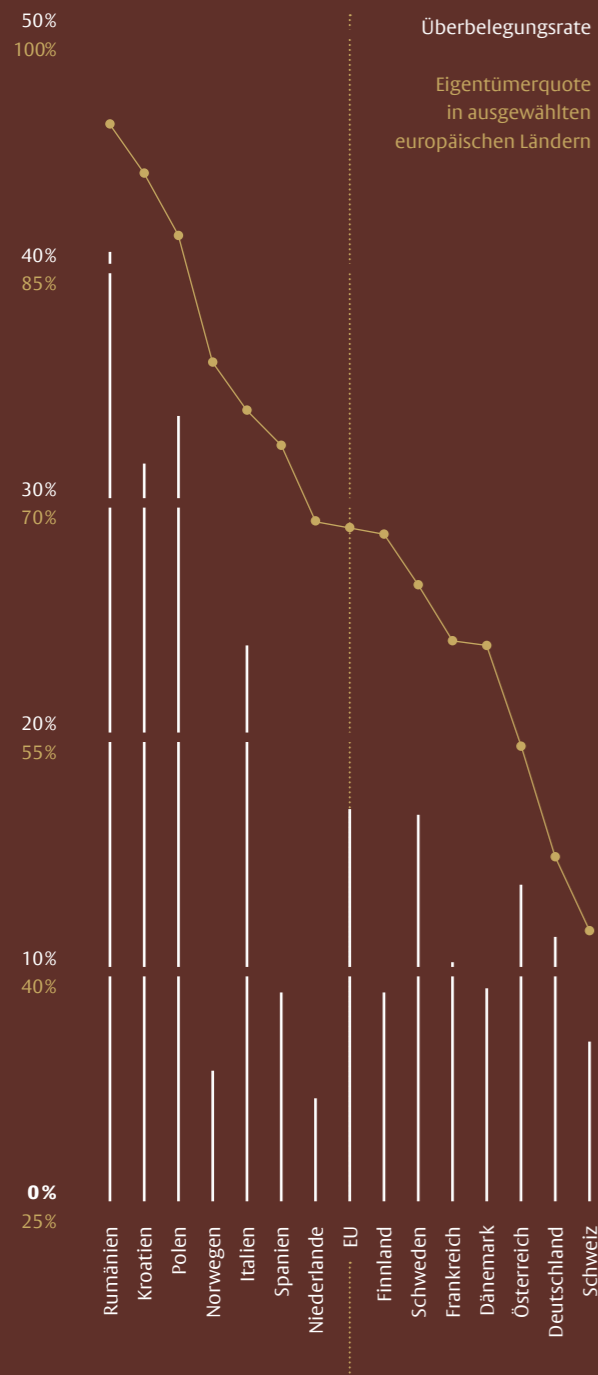
### DIE MEISTEN IMMOBILIENBESITZER IN RUMÄNIEN

Ist aber nicht ein hoher Anteil von Immobilienbesitzern in der Bevölkerung etwas Positives? Auch hier ist die Statistik

Im internationalen Vergleich stellen hohe Schuldenquoten also kein unmittelbares Warnsignal dar, zumal ihnen in vielen Fällen ein üppiges Bruttogeldvermögen gegenübersteht.

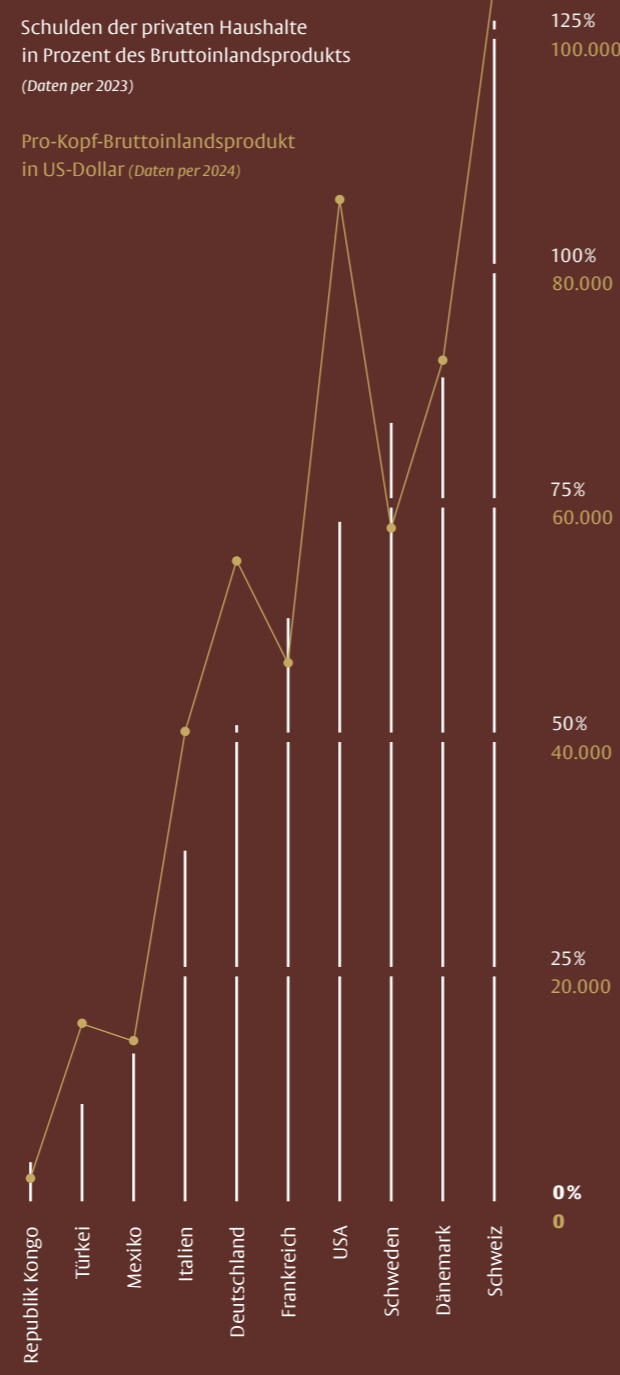






Grafik 3  
**Die Schweiz als Schlusslicht**  
Eigentümergebote und Überbelegungsrate im Europa-Vergleich

Quelle: Eurostat, Flossbach von Storch, Daten per 15. August 2025



Grafik 4  
**Sich Schulden leisten können**  
Haushaltsschulden und Wirtschaftsleistung (pro Kopf) im Vergleich

Quelle: IWF Global Debt Monitor, LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 15. August 2025

nicht eindeutig. So liegt die Eigentümerquote in Rumänien und Kroatien bei mehr als 90 Prozent. In der Schweiz und Deutschland verfügen hingegen nicht einmal die Hälfte der Haushalte über die eigenen vier Wände.

Diese hohe Eigentümerquote dürfte aber insbesondere in Rumänien auch auf ausbaufähige Wohnverhältnisse hindeuten. Ein Indikator dafür ist die Überbelegungsquote. Darunter wird der Anteil der Haushalte zusammengefasst, deren Wohnsituation als beengt gilt, weil beispielsweise mehr als zwei Kinder unter zehn Jahren sich ein Zimmer teilen oder Eltern ihre Schlafstatt im Wohnzimmer aufschlagen müssen. Während diese Quote in der Schweiz bei sieben Prozent liegt, sind es in Rumänien mehr als 40 Prozent und in Polen immerhin noch ein Drittel der Bevölkerung, die davon betroffen sind (vgl. Grafik 3).

Eine hohe Eigentümerquote kann daher auch ein Zeichen für unzureichende Bauinvestitionen, einen fehlenden Mietmarkt oder „überfüllte“ Wohnungen sein. Wenngleich diese verkürzte Betrachtung weitere Aspekte ausklammert: Wenn möglichst viele Haushalte in den eigenen vier Wänden leben, muss es nicht zwingend ein Zeichen für Wohlstand sein.

#### OHNE WIRTSCHAFTSKRAFT NICHT KREDITFÄHIG

Wer die Schuldensituation von Privathaushalten in wohlhabenden Ländern mit derjenigen in Schwellen- und Entwicklungsländern vergleicht, stellt fest: Eine hohe Verschuldung auf Ebene der Privathaushalte korreliert fast immer mit einer hohen Wirtschaftsleistung des jeweiligen Landes (vgl. Grafik 4).

So weisen die Schweizer Haushalte mit einer Verschuldung von 126 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) die höchste Schuldenquote unter den zehn beispielhaft betrachteten Nationen aus und sind zudem auch globaler Spitzenreiter. Gleichzeitig lag im Jahr 2024 das Bruttoinlandsprodukt (BIP), pro Kopf gerechnet, mit mehr als 100.000 US-Dollar ebenfalls

ganz vorn. Der andere Extrempunkt der Skala ist die Republik Kongo. Hier lag das BIP pro Kopf bei nur knapp 2.400 US-Dollar. Auch die Verschuldung im afrikanischen Staat erreichte nur 4,6 Prozent des BIP.

Damit Schulden auf ein erhöhtes Niveau steigen können, muss ein Bündel an Rahmenbedingungen erfüllt sein. Dazu gehört insbesondere ein funktionierendes Banken- und Kreditsystem, das ein Geldangebot schafft und im strukturschwachen Kongo fehlt. Hinzukommen muss eine Geldnachfrage, die ein nachhaltig ertragreiches Wirtschaften des Finanzsystems ermöglicht – es sind also zahlungsfähige und zahlungswillige Schuldner eine Voraussetzung. Das wiederum braucht Wirtschaftsräume, in denen Angestellte langfristig planbare Einkommen erzielen und Kredite bedienen können.

Damit sind hohe Schulden also auch eine Frage des Blickwinkels. Eine zu geringe Verschuldung kann dagegen als Warnsignal gedeutet werden.

#### REICH ODER NICHT?

Auf der Suche nach einer geeigneten „Reichtums-Statistik“ können Zahlen also vieldeutig bleiben. In vielen Fällen gilt es, tiefer zu graben, um das Risiko einer „oberflächlichen“ Beurteilung zu vermeiden.

Wem das zu aufwendig ist, der kann den zweiten Blick in den Duden werfen. Hier wird er feststellen, dass sich Reichtum nicht allein durch materielle Güter bemisst.

Es existiert noch eine allgemeingültigere Bedeutung. Und diese beschreibt Reichtum als „Reichhaltigkeit“ beziehungsweise „reiche Fülle von etwas“. Und das kann vieles sein: eine erfüllende Aufgabe, gute Freunde oder die Freiheit, die Welt bereisen zu dürfen. Über Reichtum muss also nicht allein der Kontostand oder das Immobilienvermögen entscheiden. So gesehen hängt die Frage nach dem Reichtum ein Stück weit immer von der eigenen Perspektive ab. ♦



everything starts with

e

2015 – 25  
10 JAHRE  
econo\_\_me

von Verena von Hugo

# WIRTSCHAFT VERSTEHEN ZUKUNFT GESTALTEN

Zehn Jahre Wettbewerb für Schülerinnen und Schüler





e

Zehn Jahre sind vergangen,  
seit der Startschuss fiel für eine Idee,  
die heute aktueller ist denn je:  
**Junge Menschen zu ermutigen,  
sich mit Wirtschaft auseinanderzusetzen –  
kritisch, kreativ und auf Augenhöhe.**

Damals wie heute treibt uns  
eine zentrale Überzeugung an:  
Ökonomische Bildung ist kein Randthema.  
Sie ist Teil der Allgemeinbildung –  
und damit auch eine Grundvoraussetzung  
für Selbstbestimmung, gesellschaftliche Teilhabe  
und eine lebendige Demokratie.

Warum das so ist? Die Antworten liefern uns nicht nur Studien, sondern vor allem die Jugendlichen selbst. In Gesprächen, Workshops und Wettbewerbsbeiträgen hören wir es immer wieder: „Warum lernen wir das eigentlich nicht in der Schule?“ Gemeint sind Fragen zu Geld, Konsum, Schulden, globaler Wirtschaft, Inflation, Altersvorsorge, Nachhaltigkeit oder den Auswirkungen politischer Entscheidungen. Fragen, die nicht trocken, sondern brennend relevant sind und die zeigen:

**Junge Menschen wollen verstehen,  
wie unsere Welt funktioniert –  
auch in wirtschaftlicher Hinsicht.**

Der Wettbewerb econo=me schafft Raum dafür. Raum, in dem Schülerinnen und Schüler Wissen erwerben, kritisch hinterfragen und eigene Perspektiven entwickeln können, mit viel Neugier, Kreativität und Teamgeist. Raum, in dem Lehrkräf-

te Ökonomische Bildung in den Fachunterricht einbinden können, ob in Politik, Sozialkunde oder Wirtschaft. Raum, in dem junge Stimmen gehört und gewürdigt werden. Denn:

**Wer früh versteht, kann später  
mitgestalten. Unser Wissen bestimmt  
unser Können.**

Zehn Jahre econo=me – das heißt auch zehn Jahre gelebte Bildungspraxis. In dieser Zeit haben unzählige Teams aus ganz Deutschland ihre Sicht auf wirtschaftliche Zusammenhänge geteilt: mit Videos, Podcasts und Plakaten, mit Blogs, Spielen und Websites. Die Themen? So vielfältig wie unsere Gesellschaft, von Inflation bis Kryptowährung, von Gleichberechtigung bis Rentensystem. Dahinter stehen Lehrerinnen und Lehrer, die den Wettbewerb mit großem Engagement in ihre Schulen bringen und damit zeigen, wie sie Bildung zukunftsfähig machen können. →



**Von „Ohne Moos nichts los?“ bis „Gute Schulden – schlechte Schulden?“: Ein Überblick über zehn Jahre econo=me.**

Der Wettbewerb richtet sich bundesweit an Schülerinnen und Schüler ab der 7. Klasse aller Schulformen. Lehrkräfte können ihn flexibel im Unterricht einsetzen – sei es als spannende Projektarbeit oder zur Binnendifferenzierung, bei der Schülerinnen und Schüler selbstständig mitmachen. In einigen Bundesländern kann die Teilnahme sogar eine Leistungskontrolle ersetzen.



e

**Was bleibt?**

**Die Erkenntnis: Ökonomische Bildung gehört mitten ins Klassenzimmer.**

Nicht als Expertendisziplin, sondern als Einladung für alle zum Denken, Hinterfragen, Verstehen. Und als Chance, sich als handlungsfähiger Teil einer komplexen Welt zu erleben. Dabei geht es nicht um eine einzige Wahrheit, sondern um die Fähigkeit, verschiedene Perspektiven zu erkennen, Informationen einzuordnen und eigenständige Entscheidungen zu treffen.

Unsere Vision ist klar: eine Gesellschaft, in der alle Menschen – unabhängig von Herkunft oder Bildungshintergrund – die Möglichkeit haben, ihr Leben eigenständig und informiert zu gestalten. Eine Gesellschaft, in der wirtschaftliches Wissen keine elitäre Ressource ist, sondern ein demokratisches Gut. Eine Gesellschaft, in der Bildung nicht nur Fachwissen, sondern auch Werte, Haltung und Selbstvertrauen vermittelt. Dafür braucht es Konzepte, Ressourcen – und Mut zur Veränderung. Es braucht eine nationale Strategie

für Wirtschafts- und Finanzbildung, die den ganzen didaktischen Kreislauf in den Blick nimmt: Inhalte, Lehrkräfteaus- und -fortbildung, Kooperationen mit außerschulischen Partnern und über Schule hinaus. Und es braucht Formate wie den econo=me-Wettbewerb, die zeigen, wie gut das gelingen kann, wenn wir jungen Menschen etwas zutrauen und sie selbst zu Wort kommen lassen.

Wir blicken zurück und sagen Danke. Und vor allem schauen wir nach vorne. Denn die Herausforderungen bleiben groß – vom Umbau unserer Wirtschaft über die Zukunft der sozialen Sicherungssysteme und die Innovationen im Bildungssystem bis hin zur Frage, wie wir als Gesellschaft zusammenhalten. Was wir brauchen, sind Menschen, die verstehen, mitdenken und mitgestalten. econo=me – das sind zehn Jahre gelebte Demokratiebildung. Und ein starkes Plädoyer für mehr ökonomischen Durchblick. In der Schule. In der Gesellschaft. Für die Zukunft. ♦

*Verena von Hugo ist Vorstandin der Flossbach von Storch Stiftung.*

**Jetzt anmelden zum neuen econo\_me-Thema: „Was ZOLL das? Wir und der Welthandel“**

Zur Anmeldung, allen Informationen und den diesjährigen Gewinnerbeiträgen geht es auf [www.econo-me.de](http://www.econo-me.de)



Der econo=me Wettbewerb Wirtschaft und Finanzen startet bereits in die nächste Runde. Dieses Mal mit dem Thema „Was ZOLL das? Wir und der Welthandel“. Teilnehmen können Schülerinnen und Schüler ab der 7. Klasse aller Schulformen. Einsendeschluss ist der 27. Februar 2026.

**econo=me**

Eine Initiative der



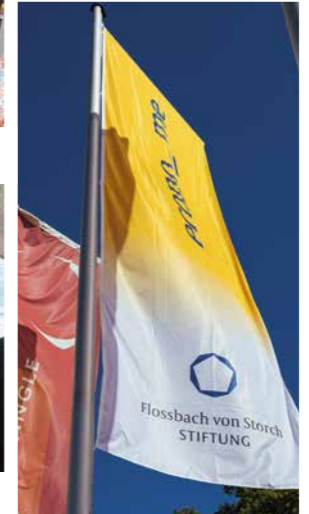
Didaktikpartner



Schirmherrschaft



In Kooperation mit



- 1 Stefan Ulbrich, August-Hermann-Francke-Schule, Gesamtschule Gießen
- 2 Dr. Torsten Buchholz und Dr. Jana Franke, Friedrich-Gymnasium Freiburg
- 3 Dr. Philipp Immenkötter, Flossbach von Storch Research Institute, mit Schülerinnen des Goethegymnasiums Weimar
- 4 Lutz Lienenkämper, Vorstand der Deutschen Bundesbank, Kurt von Storch
- 5 Moderator Mirko Drotschmann alias MrWissen2go und „Terra X“-Moderator
- 6 v.l.n.r.: Kurt von Storch, Dr. Bert Flossbach, Henriette Reker, Oberbürgermeisterin der Stadt Köln, Dr. Michael Koch, Institut für Ökonomische Bildung (IÖB) Oldenburg
- 7 Dr. Michael Koch und Dr. Rebecca Lembke vom Institut für Ökonomische Bildung (IÖB) Oldenburg, Verena von Hugo



# FALSCH FREUNDE



## FLOSSBACH VON STORCH-FAKEPROFILE UNTERWEGS!

Fake Accounts und Scam: Ein ausuferndes Problem in der Finanzbranche. Seit Kurzem häufen sich Fälle von Fake-Accounts auf X, Facebook, Instagram oder Whatsapp.

Auch wir und unsere Kollegen vom Flossbach von Storch Research Institute wurden leider Opfer von Betrügern, die sich unserer Namen und Fotos bedienen, Unternehmensnamen und Logos nehmen, Inhalte kopieren und so die Identitäten nachahmen. Es wirkt professionell – ist aber alles Fake.

Sie täuschen unsere Follower, schreiben ihnen Direktnachrichten, locken sie über Einladungslinks oder gefälschte Apps und Anzeigen in vermeintliche „exklusive“ Aktientipps- oder Kryptogruppen, versprechen „Gewinne“ und fragen persönliche Daten ab. Das ist gefährlich, denn am Ende droht meist ein Totalverlust.

### WAS TUN WIR?

Wir melden jeden einzelnen Fake Account, reichen bei den entsprechenden Plattformen Markenrechtsverletzungen ein und erstatten Anzeige bei der Polizei.

### WAS TUN WIR NICHT?

Wir würden unsere Followerinnen und Follower niemals auf einem Social-Media-Kanal kontaktieren, um ihnen etwas zu verkaufen! Wir machen weder waghalsige Gewinnversprechen noch laden wir zu dubiosen Chatgruppen mit besonders heißen Investmenttipps ein.

### WAS KÖNNEN SIE TUN?

- Wenn Sie verdächtige Profile sehen: Bitte melden Sie sie.
- Geben Sie uns bitte zusätzlich über [socialmedia@fvsag.com](mailto:socialmedia@fvsag.com) Bescheid.
- Schauen Sie genau hin, wem sie folgen. Ein Account mit kryptischem Namen, Rechtschreibfehlern, wenigen Followern und 0 Beiträgen, der Direktnachrichten schreibt? Finger weg!
- Wenn Sie aufgefordert werden, in private Messengerdienste zu wechseln – gehen Sie nicht darauf ein. Sensible Daten wie Kontoverbindungen und persönliche Angaben sind dort nicht sicher und können in falsche Hände geraten.
- Informieren Sie sich zusätzlich auch auf den Internetseiten der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, kurz Bafin, zum Thema „Finanzbetrug erkennen“.
- Lieber einmal zu viel skeptisch sein – als einmal zu wenig.

Eine aktuelle Übersicht über unsere **echten & offiziellen** Kanäle finden Sie hier:



i



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

Instagram  
flossbachvonstorch



## 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 1.300 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](http://www.flossbachvonstorch.com/glossar).

© 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

### IMPRESSUM

#### Herausgeber:

Flossbach von Storch SE, Ottoplatz 1, 50679 Köln  
Telefon +49.221.33 88-290, Fax +49.221.33 88-101  
[info@fvsag.com](mailto:info@fvsag.com), [www.flossbachvonstorch.de](http://www.flossbachvonstorch.de)

#### Geschäftsführende Direktoren:

Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schafföner,  
Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk  
Vorsitzender des Verwaltungsrats:  
Kurt von Storch

Umsatzsteuer-ID: DE 200 075 205

Handelsregister: HRB 120796 (Amtsgericht Köln)  
Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht  
Marie-Curie-Straße 24–28  
60439 Frankfurt am Main, Deutschland  
Graurheindorfer Straße 108  
53117 Bonn, Deutschland  
[www.bafin.de](http://www.bafin.de)

Redaktionsschluss: 15. August 2025

#### DE 112 0825 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:

Marian Appel-Graham, Theresa Eyerund,  
Dr. Bert Flossbach, Prof. Dr. Agnieszka Gehringer,  
Jens Hagen, Verena von Hugo, Michael Illig,  
Dr. Philipp Immenkötter, Dörte Jochims,  
Carina Kontio, Shenwei Li, Julian Marx,  
Prof. Dr. Thomas Mayer, Christian Panster,  
Dr. Tobias Schafföner, Kurt von Storch

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

### FOTONACHWEIS

Bildrechte: © Carolin Euskirchen, Illustration (Cover, S. 2); © Marc Comes, CHB-P (S. 3); © Sarmdy, Getty Images (S. 5 oben); © KI-generiert mit Ideogram (S. 5 mittig);  
© monstArrr\_ Getty Images (S. 5 unten); © Sarmdy, Getty Images (S. 6–13); © Andreas Rentz, Getty Images (S. 14, 19); © Nikolay Shubin, Getty Images (S. 20–21); © Jinhe Li (S. 32);  
© Carolin Euskirchen, Illustration (S. 24–31); © Tanarch, Getty Images; Markus Taubeneck, Illustration (S. 32–37); © Guirong Hao, Getty Images; Markus Taubeneck, Illustration (S. 38–45);  
© Markus Taubeneck, Illustration (S. 46); © Frank Schemmann (S. 52); © KI-generiert mit Ideogram (S. 56–61); © Frank Schemmann (S. 62–65); © monstArrr\_ Getty Images (S. 66–67);  
© Marcus Becker, sichtplan (S. 74, 82); © Astrid Piethan (S. 75–79); © Kayra Sercan, unsplash (S. 80–81); © Marc Comes, CHB-P (Rückseite)



Flossbach von Storch SE, Ottoplatz 1, 50679 Köln  
[www.flossbachvonstorch.de](http://www.flossbachvonstorch.de)

Konsequent unabhängig



Flossbach von Storch