

## Der Goldstandard: Ein Motor für mehr Wirtschaftswachstum?

Von Dr. Gerd Kommer und Felix Großmann,  
Gerd Kommer Invest GmbH

In den fünf Jahren seit 2018 lieferte Gold attraktive Renditen. Dieser Umstand und die bei vielen Gold-Anhängern verbreitete Skepsis gegenüber konventionellen »FIAT-Money-Währungen« oder »Papiergeldwährungen« führt zu der gar nicht selten gehörten Behauptung, dass unter dem historischen Goldstandard (der in den 1920er Jahren endete) die zentralen volkswirtschaftlichen Größen besser ausgesehen hätten als unter den heutigen »Papiergeldwährungen«. Auf die vielleicht wichtigste aller volkswirtschaftlichen Leistungskennzahlen, das langfristige Wirtschaftswachstum, trifft die These von der Vorteilhaftigkeit des Goldstandards jedenfalls nicht zu. Eher im Gegenteil: Der Goldstandard scheint das damalige Wirtschaftswachstum gebremst zu haben. Um das zu zeigen, unternehmen wir einen kleinen Ausflug in die globale Währungshistorie.

### Eine kurze Geschichte der Währungssysteme

Die industrielle Revolution begann vor etwa 250 Jahren um 1770. Mit ihr startete ein im Vergleich zu den vorhergehenden 2000 Jahren ein unglaublicher Anstieg des globalen Wirtschaftswachstums, der Haushaltseinkommen und der Lebenserwartung des durchschnittlichen Erdenbürgers.

Im Jahr 1717, noch rund 50 Jahre vor dem Einsetzen der industriellen Revolution, führte Großbritannien (GB) als erstes Land de facto einen nationalen Goldstandard ein. 1821 erfolgte die Einführung auch de jure. Gleichwohl war die Währung in der Mehrzahl der westlichen Staaten bis etwa 1872 silberbasiert. Der Hauptgrund für die Dominanz von Silber als Edelmetalldeckung für nationale Währungen vor den 1870er Jahren erscheint aus heutiger Sicht seltsam banal: Damals (wie heute) existierte wesentlich mehr geschürftes Silber als Gold auf der Erde. Die Entscheidungsträger glaubten deswegen, dass man mit Silber eher als mit Gold eine wirtschaftlich ungewollte, deflationär wirkende Verknappung von Münzen im Land vermeiden konnte.

1872 entschied sich das soeben gegründete Deutsche Reich für den Umstieg von einer silberbasierten auf eine goldbasierte Währung. Dieser Wechsel einer großen, stark wachsenden Wirtschaftsmacht, die soeben den deutsch-



Hier können Sie unsere Sonderveröffentlichung 2024 als PDF herunterladen (circa 2,8 MB):

»Ausgezeichnete Vermögensverwalter –  
Portraits aus dem Elite Report 2024«



»Die Elite der Vermögensverwalter im  
deutschsprachigen Raum 2024«

Der Elite Report ist für 39,80 Euro inklusive Mehrwertsteuer und Versand erhältlich. Handelsblatt-Abonnenten erhalten zehn Euro Rabatt (Auslandsporto wird extra berechnet).

Bestellungen per E-Mail unter: [bestellung@elitereport.de](mailto:bestellung@elitereport.de)

französischen Krieg gewonnen hatte, motivierte in den Jahren danach viele andere Staaten von einem silberbasierten auf einen goldbasierten Währungsstandard umzusteigen. Grund war der »Netzwerkeffekt« – es war leichter, mit anderen Nationen Handel zu treiben, wenn man den gleichen Währungsstandard wie diese nutzte und damit das Wechselkursrisiko für alle Beteiligten ausschaltete.

So entstand das, was wir heute den »klassischen Goldstandard« nennen. Seine Existenzzeit wird im Allgemeinen mit 1873 bis 1914 angegeben. »Klassischer Goldstandard« bedeutet, dass der Staat in einem Gesetz einen festen Kurs zwischen der nationalen Währung (dem gesetzlichen Zahlungsmittel) und einer Unze Gold festsetzte und dass der Besitzer eines »Geldzertifikats« (z. B. eines Geldscheins) das Recht besaß, dieses bei einer Bank zum gesetzlichen Kurs gegen physisches Gold einzutauschen, also Gold zu kaufen. Dieses physische Gold gehörte dem betreffenden Staat selbst oder seiner Zentralbank, die ihrerseits de jure oder wenigstens de facto ein staatliches Anhängsel war. Allerdings wäre es ein Irrtum zu glauben, dass alle Staaten unter dem klassischen Goldstandard die umlaufende

Papiergeldmenge zu 100 % mit Goldreserven gedeckt hätten. Die tatsächliche Reservequote lag oft deutlich tiefer und sank in manchen Staaten im Zeitablauf.

Auch vor dem klassischen Goldstandard waren Währungen edelmetallgedeckt (überwiegend durch Silber), aber das rechtliche, politische und infrastrukturelle Setup war weniger standardisiert und weniger einheitlich. Echte Zentralbanken im heutigen Sinne dieses Begriffes gab es überwiegend noch nicht, ein gesetzlich fixierter Edelmetalltauschkurs fehlte und neben dem Zentralstaat existierten in einem Land oder einer Region oft noch andere Emittenten edelmetallgedeckter Währungen.

Wichtig in diesem Zusammenhang: Ab Mitte des 19. Jahrhunderts zirkulierten Währungen zunehmend nicht mehr in Gestalt von Münzen, sondern – da ökonomisch effizienter und bequemer – in Gestalt von Papierscheinen und in Form von Wechseln sowie Anleihen.

Mit Beginn des Ersten Weltkrieges stiegen die meisten großen Volkswirtschaften aus dem zuvor weltweit domi-

ANZEIGE

Spezialisierungslehrgang

Zertifizierter Family Officer

Ihr Können  
kann sich sehen  
lassen.

ZERTIFIZIERTER  
FAMILY OFFICER  
FVF

[www.fachseminare-von-fuerstenberg.de/family-officer](http://www.fachseminare-von-fuerstenberg.de/family-officer)



Fachseminare  
von Fürstenberg

## Vermögensverwaltung braucht Qualitäts- standards.

Nutzen Sie unseren zertifizierten Abschluss für Ihren Wettbewerbsvorteil.

### ► Überzeugen Sie durch

- nachgewiesene Qualitätsstandards
- mehr Transparenz im Qualifikationsprofil
- die Vermittlung von Sicherheit und Vertrauen
- eine aussagekräftige Orientierungshilfe

### ► Profitieren Sie von

- dem einzigartigen Spezialisierungslehrgang »Family Office« mit zertifiziertem Abschluss
- interdisziplinärer Wissensvermittlung
- renommierten Referenten



nierenden klassischen Goldstandard aus, indem sie das Recht aufhoben, beim Staat die nationale Währung zum gesetzlich fixierten Kurs in Gold umzutauschen. Diese zunächst nur als vorläufig gedachte Suspendierung stellte sich später aber in fast allen Fällen als endgültig heraus. Als letzte große Volkswirtschaft beendeten die USA 1933 die Gold-Konvertibilität. Die Auslöser für das Ende des klassischen Goldstandards zwischen 1914 und 1933 (je nach Land) waren die Haushaltsdefizite und Schulden aus dem Ersten Weltkrieg und – vor allem für die USA – die Great Depression von 1929 bis 1937.

### **Warum starb der klassische Goldstandard zwischen 1914 und 1933?**

Ein edelmetallgedecktes Währungssystem (EM-System) macht es einem Land letztlich unmöglich, in einer Krisensituation, die staatlichen Ausgaben schnell und stark zu erhöhen, weil der Staat in einem EM-Währungssystem die Geldmenge aus offensichtlichen Gründen nicht kostenlos vergrößern kann, denn er müsste ja für jeden neu gedruckten Geldschein neues zusätzliches Gold erwerben. Diese teure Hürde besteht in einem Papiergeld- bzw. FIAT-Geldsystem nicht. Im Ersten Weltkrieg wollten oder mussten viele Länder jedoch schnell ihre Ausgaben merklich ausdehnen. Für die USA war zwar der Erste Weltkrieg noch kein großes Staatsausgabenproblem, aber das Land (Präsident Roosevelt) wollte 1933 ein gigantisches staatliches Infrastrukturprogramm finanzieren, den »New Deal«. Dessen Ziel war die Bekämpfung der ab 1929 in die Höhe geschnellten Arbeitslosigkeit und der daraus resultierenden bitteren Armut.

Wiederum wäre es ein Irrtum anzunehmen, dass die Aufhebung eines EM-Standards ab 1914 (ob mit Deckung durch Silber, Gold, Gold-Silber oder eine andere Metallkombination) ein neues Phänomen war. Durch die ganze Geschichte EM-gedeckter Währungen seit Einführung von Papiergeldscheinen hindurch erfolgten immer wieder vorübergehende Aufhebungen der offiziellen EM-Deckung einer Währung und es war am Anfang stets unklar, wie lange die jeweilige Suspendierung dauern würde. Oft war der Auslöser ein Krieg oder Bürgerkrieg, so beispielsweise die Aufhebung der Gold- und Silberkonvertibilität des US-Dollars von 1861 bis 1879 aus Anlass des amerikanischen Bürgerkriegs (1861 bis 1865). Nach Ende dieser Suspendierung war die nationale Währung (die Geldscheine) in Gold in der Regel weniger wert, da die umlaufende Geldmenge zwischenzeit-

lich stärker vergrößert worden war als der volkswirtschaftliche Output und/oder die staatlichen Goldvorräte, die zur Deckung dienten – eine Form von Inflation unter dem Goldstandard. Vor dem Hintergrund der Währungsgeschichte in vielen Ländern muss man die immer wiederkehrenden kurzzeitigen Aufhebungen oder Aussetzungen von EM-Standards geradezu als strukturelles Merkmal EM-gedeckter Währungsstandards betrachten.

Eine andere vielleicht noch ältere »Plage« EM-gedeckter Währungen über 2000 Jahre Währungsgeschichte hinweg war die manipulative Reduktion, die Streckung des Edelmetallgehaltes von Münzen (engl. Debasement) durch die hoheitliche Institution, die die Währung ausgab oder durch private Gangster. Debasement führt naturgemäß ebenfalls zum Geldwertverlust, zur Inflation.

So gesehen gab es »drei notorische Plagen des (klassischen) Goldstandards«: Die Reservequote (Golddeckungsquote) wurde immer wieder geändert (und war in der Öffentlichkeit oft nicht exakt bekannt), der Goldstandard wurde während schwerer Krisensituationen häufig vorübergehend ausgesetzt und auf lange Sicht bestand eine Debasement-Tendenz.

Gelegentlich begegnet man in nicht-wissenschaftlichen Publikationen zum Goldstandard der Behauptung, unter diesem könne es keine Konsumgüterinflation geben. In Großbritannien betrug die Inflation von 1732 bis 1931 (200 Jahre bis zum Ende des EM-Standards in GB) 0,41 % p. a. Die Inflation war im Schnitt zwar niedrig, lag aber doch klar über null. Ursache: Die o. g. staatlichen und privaten Manipulationen sowie die banale Tatsache, dass die globale Goldförderung wie auch die Goldreserven eines Staates im Zeitablauf nicht ausreichend parallel zur Menge der umlaufenden Güter und Dienstleistungen wuchsen.

Die Inflationsrate in einem Goldstandard schwankt übrigens von Jahr zu Jahr sogar deutlich stärker als in einem FIAT-Money-Standard.

### **Die kuriose Zwischenphase des Bretton-Woods-Systems**

Als sich der Zweite Weltkrieg seinem Ende näherte und sich der Beginn einer »neuen Weltordnung« andeutete, unternahmen 44 westliche Länder im Jahr 1944 einen – wie wir heute wissen – letzten Versuch, den klassischen Goldstandard zu retten. Diese internationale Vereinbarung wurde

später »Bretton-Woods-System« genannt, nach dem amerikanischen Städtchen, in dem die Politikerkonferenz zur Unterzeichnung der Vereinbarung stattfand. In diesem System gab es nur noch ein Land dessen Währung eine feste Goldrelation hatte (und somit nur ein Land, das entsprechende Goldvorräte halten musste) – die USA. Alle anderen Bretton-Woods-Mitgliedsstaaten mussten lediglich den Wechselkurs ihrer Währung zum US-Dollar in einem relativ engen Korridor halten. Verpflichtungen für eine bestimmte Goldreservequote seitens der USA gab es nicht.

Ob man das BW-System wirklich als »internationalen Goldstandard« bezeichnen konnte, sei dahingestellt – vielleicht eher als »verwässerten Goldstandard«. Auf jeden Fall brach das System 1971 nach relativ kurzen 27 Jahren zusammen, als die USA unter Präsident Nixon die Goldbindung des US-Dollar einseitig und ohne Konsultation mit den anderen Mitgliedsstaaten aussetzten. Rückblickend kann man sagen, dass das Bretton-Woods-System an unheilbaren Geburtsfehlern litt, die im Wikipedia-Artikel dazu beschrieben werden ([hier](#)). Sein Scheitern sollte daher nicht verwundern. Konkreter Auslöser für seine Aufhebung war die in den Jahren zuvor erfolgte starke Ausdehnung der amerikanischen Staatsausgaben und Staatsschulden, nicht zuletzt in Zusammenhang mit dem sich ab etwa 1965 intensivierenden Vietnamkrieg. Die USA hatten die zunehmende Dollargeldmenge nicht mit ausreichend Goldkäufen gegenfinanziert, weil das zu teuer gewesen wäre.

### Die Ungeeignetheit des Goldstandards im 21. Jahrhundert

Generell lässt sich aus der Währungsgeschichte der zurückliegenden gut 200 Jahre folgern, dass der Goldstandard oder ein anderer EM-Standard für ein Land – ob Demokratie oder Diktatur – im 21. Jahrhundert schon allein deswegen dysfunktional wäre, weil er es diesem Land unmöglich machen würde, in einer schweren Krise die Geldmenge zur Stabilisierung der Volkswirtschaft rasch auszudehnen – beispielsweise, wenn das Land von einem fremden Aggressor angegriffen wird und seine Rüstungsausgaben deswegen in kurzer Zeit stark erhöhen muss. Gleiches gilt natürlich für andere Arten exogen verursachter Krisen, ob Naturkatastrophen, Pandemien oder schwere wirtschaftliche Rezessionen.

Einige Gold-Fans vertreten die kuriose These, dass es unter einem Goldstandard weniger Kriege gäbe. Das erscheint weit hergeholt. Dass der Goldstandard einen Aggressor von

der Initiierung eines Angriffskrieges gegen einen kleinen, schwachen Gegner abhalten würde, ist aus offensichtlichen Gründen absurd. Bei einem großen Gegner (und daher potenziell höherem kriegsbedingtem Finanzierungsbedarf auf Seiten des Aggressors) würde der Goldstandard von diesem einfach bis auf Weiteres ausgesetzt werden. Dafür liefert die Geschichte genug Beispiele.

### Wirtschaftswachstum unter dem Goldstandard und FIAT-Money-Standard

Wir wissen also nun, dass in den Jahrhunderten bis in die 1920er Jahre weltweit mit nur seltenen Einschränkungen und/oder kurzen Unterbrechungen edelmetallgedeckte Währungssysteme bestanden. Danach folgte überall die Ablösung durch FIAT-Money-Systeme. Eine relativ kurze Ausnahme war die Bretton-Woods-Phase, in der nur ein Land, die USA, eine goldgedeckte Währung besaß (wenn gleich ohne festgelegte Deckungsquote) und eine Minderheit der restlichen ca. 195 Staaten der Welt versuchte, den Währungskurs ihrer nationalen Währung zum Dollar einigermaßen konstant zu halten.

Ein anderer von vielen Gold-Fans im Internet direkt und indirekt, explizit und implizit verbreiteter Mythos besteht darin, dass das Wirtschaftswachstum unter dem Goldstandard höher gewesen sei als unter FIAT-Money-Standard. Dass das wahrscheinlich nicht stimmt, illustrieren wir in der folgenden Tabelle anhand der beiden Länder Großbritannien und USA.

**Tabelle 1: Entwicklung des realen Wirtschaftswachstums pro Kopf in Großbritannien und den USA ab 1845**

	Zeitraum	Großbritannien	USA
Periode 1: Edelmetallgedeckte Währung	1845 bis 1933: 88 Jahre	0,7% p.a.	0,9% p.a.
Periode 2: FIAT-Money-Währung	1933 bis 2021: 88 Jahre	1,7% p.a.	2,3% p.a.
Periode 2 ohne die Bretton-Woods-Jahre	61 Jahre	1,8% p.a.	2,7% p.a.

*Inflationsbereinigte Zunahme des Bruttoinlandsprodukts pro Kopf.  
Daten: [www.ourworlddata.org](http://www.ourworlddata.org)*

Die Tabelle zeigt, dass das Wirtschaftswachstum dieser beiden Staaten in der FIAT-Money-Periode (Periode 2) substanzial höher war als in der Edelmetall-Periode (Periode 1). Der Vorsprung von Periode 2 wird noch verstärkt, wenn man aus ihr die 27 Jahre dauernde Bretton-Woods Phase (ein verwässerter Goldstandard) herausrechnet. >>

Warum haben wir 1845 als Beginn dieses Wachstumsvergleiches gewählt? Primär deswegen, weil wir zwei gleich lange Perioden auswerten wollten. Hätte man für Periode 1 die alternativen Zeiträume 1821 bis 1933 oder 1879 bis 1933 gewählt (1821 war das Startdatum für den klassischen Goldstandard in GB, 1879 in den USA), würde sich an den grundsätzlichen Zahlenverhältnissen in der Tabelle und der oben formulierten Schlussfolgerung jedoch nichts Wesentliches ändern.

Wie sah dieser Sachverhalt in anderen Ländern aus? Zur Überprüfung der Verallgemeinerungsfähigkeit unserer Zwei-Staaten-Beobachtung in Tabelle 1 haben wir zusätzlich eine fast identische Berechnung für eine größere Gruppe von 18 Ländern (ohne USA und GB) durchgeführt, für die ausreichendes Datenmaterial vorlag, wenngleich Daten, die weniger granular und vermutlich von geringerer Qualität sind. Das Hauptergebnis der Berechnung für die größere Gruppe war identisch: Das BIP-Wachstum pro Kopf in Periode 2 überstieg dasjenige in Periode 1 merklich.

Ein Grund, warum in Geschichtsbüchern und vielen »Praktikerpublikationen« das Wirtschaftswachstum im 18. und 19. Jahrhundert relativ zum Wirtschaftswachstum im 20. und 21. Jahrhundert »zu hoch« dargestellt wird, besteht in dem »Fehler«, das Wachstum der ganzen Volkswirtschaft anstelle des Wachstums pro Kopf zu betrachten. Das Wachstum einer Volkswirtschaft wird auf lange Sicht von keinem einzelnen Faktor so stark beeinflusst, wie vom Bevölkerungswachstum. Da sich das Bevölkerungswachstum in den westlichen Ländern im 20. und 21. Jahrhundert für unseren Planeten erfreulicherweise stark abschwächte und über verschiedene Länder hinweg schon immer stark differierte, ist ein objektiver, fairer Wachstumsvergleich zwischen zwei längeren Zeiträumen oder zwischen zwei Ländern jedoch nur auf Pro-Kopf-Basis möglich. Außerdem drücken Pro-Kopf-Zahlen generell besser als gesamtwirtschaftliche Zahlen aus, wie sich das Wohl eines Durchschnittsbürgers verändert.

Kann man aus den Zahlen in Tabelle 1 zwingend ableiten, dass der Umstieg vom Goldstandard auf den FIAT-Money-Standard zwischen 1914 und 1933 direkt ursächlich war für die anschließende Erhöhung des Wirtschaftswachstums? Natürlich nicht. Dafür ist die Weltwirtschaft zu komplex und dafür wirken neben der Geldpolitik zu viele andere Faktoren gleichzeitig auf das Wirtschaftswachstum ein.

Trotzdem ist die Gegenüberstellung in Tabelle 1 aus unserer Sicht ein starker Indikator dafür, dass der Goldstandard das Wirtschaftswachstum bremst und ein FIAT-Money-Standard diesen Nachteil nicht unbedingt hat.

In diesem Zusammenhang muss noch erwähnt werden, dass die größte wirtschaftliche und politische Katastrophe der zurückliegenden 200 Jahre – der Zweite Weltkrieg – datenmäßig in Periode 2 fiel und dass die Geschwindigkeit des technischen Fortschritts, jedenfalls gemessen an bahnbrechenden Erfindungen, nach 1950 relativ zu den 100 Jahren davor, eher abnahm. Periode 2 hatte also keine offensichtlichen, das Wirtschaftswachstum fördernden »unfairen Vorteile«.

### Fazit

Edelmetallgedeckte Währungen waren bis ins erste Viertel des 20. Jahrhundert die weltweite Norm, die tausend oder mehr Jahre bestanden hatte. Von dieser Norm hatte es nur lokale oder kurz andauernde Ausnahmen gegeben. Um etwa 1870 löste Gold das zuvor dominierende Silber als wichtigstes Edelmetall für Währungsdeckungszwecke ab – der »klassische Goldstandard« setzte ein. In den 19 Jahren von 1914 bis 1933 wurde der Goldstandard im Gefolge des Ersten Weltkrieges und der 1929 beginnenden Weltwirtschaftskrise Land für Land beendet. Eine vorübergehende »Mini-Rückkehr« erlebte der Goldstandard von 1944 bis 1971 in Gestalt des Bretton-Woods-Systems.

Ließe sich beweisen, dass der Goldstandard oder ein anderer Edelmetallstandard das langfristige Wirtschaftswachstum vorteilhaft beeinflusste, wäre das ein bedenkenswertes Pro-Goldstandard-Argument. Unsere Betrachtung legt jedoch nahe, dass ein solcher Beweis bereits auf der obersten und einfachsten, hier gezeigten Analyseebene scheitert.

Die Wahrscheinlichkeit, dass der Goldstandard in der irgendwie überschaubaren Zukunft wieder in einer größeren Volkswirtschaft eingeführt werden wird, bewegt sich im mikroskopischen Bereich. Er wäre für die Weltwirtschaft nicht hilfreich, sondern vermutlich schädlich. Das dürfte einer der Gründe, wenn auch nicht der alleinige dafür sein, dass nirgendwo eine Mehrheit für die Wiedereinführung eines Goldstandards erkennbar ist – nicht unter Politikern, nicht unter an Universitäten angestellten Ökonomen, nicht unter Mitarbeitern von Aufsichtsbehörden im Finanzbereich und am allerwenigsten unter den Entscheidungsträ-

gern von Zentralbanken. Wahrscheinlich auch nicht in den Bevölkerungen westlicher Länder.

Gold ist seit über 90 Jahren keine Währung mehr und wird es wohl auch nie mehr werden. Gold ist heute eine reine Vermögensanlage, mit der Besonderheit, dass Gold – anders als Aktien, Anleihen und Immobilien – keine Cash-Flows erzeugt und es daher keinen aus seinen Erträgen ableitbaren fundamentalen oder »intrinsischen« Preis hat. Anders als normale Rohstoffe hat Gold auch keinen nennenswerten gewerblichen Nutzen, wenn man Schmuck als nur quasi gewerblichen Nutzen ignoriert. Seine 6000 Jahre währende Geschichte und Tradition als Investitionsobjekt und Währungsgrundlage erscheinen jedoch als ein aus-

reichend überzeugender Grund, es als Vermögensanlage nicht generell zu ignorieren.

Seit sich der Goldpreis frei nach Angebot und Nachfrage auf dem Weltmarkt bildet und Gold im Wesentlichen von jedermann frei erwerbbar ist – seit 1975 – liegt seine reale Rendite deutlich unter derjenigen von Aktien bei zugleich höherer Volatilität. Trotzdem kann das Edelmetall aufgrund seiner niedrigen Korrelation mit Aktien, Anleihen und Immobilien als moderate Beimischung für überzeugte Anleger eine Rolle in einem diversifizierten Portfolio einnehmen. Ausführlich gehen wir auf Gold als Investment in unserem Blog ein.

[gerd-kommer.de/gold-als-investment](http://gerd-kommer.de/gold-als-investment)

*FINVIA Kapitalmarktausblick 04/24:*

## **Ist das Ende der »Everything«-Rallye gekommen?**

**Aufbruch ins Goldene Zeitalter!**

**Reinhard Panse, Chief Investment Officer und Mitgründer, veröffentlicht regelmäßig umfassende Analysen zu Wirtschaft, Märkten und Politik.**

*Während andere Rohstoffe wie Silber oder Öl weit von ihren Rekordständen entfernt sind, erlebt Gold derzeit eine wahre Hochphase. Interessanterweise verhält sich das Metall dabei entgegen seinem bisherigen Zusammenhang mit dem Realzins der USA.*

*Da Goldbarren unverzinst sind, neigen Anleger dazu, sich bei vielversprechenderen Renditen eher inflationsgeschützten US-Staatsanleihen zuzuwenden und auf Gold zurückzugreifen, wenn der Realzins wieder sinkt. Seit 2021 erleben allerdings beide Seiten einen Anstieg und bringen Bewegung in die zuverlässig geglaubte Korrelation.*

*Grund dafür könnte der Ausbruch des Putin-Krieges 2022 sein, der durch die Notwendigkeit zur Aufrüstung und Unterstützung der Ukraine Regierungen in Europa und den USA vor finanzielle Hürden stellte. Das könnte Anleger verunsichern und dazu veranlassen, in Gold zu investieren, das sich nicht weginflationieren lässt.*

*Ein weiterer Pluspunkt neben dem Inflationsschutz ist die günstige Bewertung im Vergleich zu Aktien. Während die Ertragsersparungen am US-Aktienmarkt bis 2034 unter 0% p.a. liegen, überzeugt das Edelmetall mit einer erwarteten Preissteigerung von 10% p.a. Mit der ohnehin schwierigen wirtschaftlichen Lage des Landes, seiner hohen Verschuldung und dem bestehenden Rezessionsrisiko in den kommenden Monaten überrascht es nicht, dass Investoren verstärkt auf physische Werte setzen.*

*Doch der Aufschwung kommt nicht nur aus Amerika: In China haben die Kurse für 10-jährige Staatsanleihen einen neuen Höchststand und die Zinsen ein Rekordtief erreicht. Ausgehend vom Platzen der historisch einzigartigen Immobilienblase haben die Chinesen stark das Vertrauen in den heimischen Markt verloren. Somit sind Immobilienkäufe nicht beliebt, Spareinlagen nicht risikolos und Aktienkäufe dank schwacher Performance ebenfalls nicht präferiert. Nicht zuletzt, weil Investitionen in ausländische Anlagen der Bevölkerung zunehmend erschwert werden. Entsprechend bleibt Gold als sicherste Option bestehen und erfreut sich wachsender Beliebtheit.*

*Folglich dürfte die Gold-Rallye auch weiterhin einen vielversprechenden Verlauf zeigen – gemeinsam mit dem europäischen und japanischen Aktienmarkt.*

*Den vollständigen Kapitalmarktausblick finden Sie hier: [www.finvia.de/kapitalmarktausblick-reinhard-panse](http://www.finvia.de/kapitalmarktausblick-reinhard-panse)*

## Value-Investing: Überdurchschnittlicher Ertrag, reduziertes Risiko

Von Georg Geiger, Value-Holdings AG

»Price ist what you pay, value is what you get«  
(Warren Buffett)

### Die Value-Investing Strategie

Value-Investing ist eine aktive Anlagestrategie, bei der Anleger in günstig bewertete und solide Unternehmen investieren. Als »Vater« des Value-Investing gilt der Amerikaner Benjamin Graham. Er veröffentlichte 1934 zusammen mit David L. Dodd den Klassiker »Security Analysis«, in dem er die Grundsätze des Value-Investing beschrieb. Jahre später gab Benjamin Graham, inzwischen Professor an der renommierten New Yorker Columbia University, diese Grundsätze an seine Studenten weiter. Einige von ihnen haben fortan das Value-Investing sehr erfolgreich umgesetzt. Der erfolgreichste ehemalige Graham-Student und bekannteste Value-Investor ist Warren Buffett.



Georg Geiger ist Gründer  
und Vorstand der Value-Holdings AG

[www.value-holdings.de](http://www.value-holdings.de)

Value-Investing beruht auf einigen wesentlichen Grundsätzen und Einsichten. Ausgangspunkt der Strategie ist die Tatsache, dass jedes Unternehmen einen realen, wirtschaftlichen Wert, den so genannten »inneren Wert« (Intrinsic Value) hat. Der innere Wert ist unabhängig vom Börsenkurs und entspricht dem Preis, den gut informierte Geschäftsleute für das gesamte Unternehmen bezahlen würden. Die Berechnung des inneren Wertes erfolgt nach den allgemein anerkannten Methoden der Unternehmensbewertung, wie beispielsweise über Multiplikatorenmodelle (Kurs/Buchwert-Verhältnis, Kurs/Gewinn-Verhältnis, EV/EBITDA), dem diskontierten Cash-Flow oder der »Sum-of-the-Parts-Methode«. Die mittels dieser Methoden errechneten Werte liefern die Basis für den zwischen dem Verkäufer und dem Käufer auszuhandelnden Kaufpreis für das Unternehmen. Dieser entspricht regelmäßig dem inneren Wert des Unternehmens. Vergleichbar einem gut informierten und konserva-

tiv kalkulierenden Käufer, der ein Unternehmen vollständig erwerben will, ermittelt auch die Value-Holdings AG im Vorfeld einer Beteiligung zunächst den inneren Wert des ausgewählten Unternehmens. Die Value-Holdings AG handelt somit wie ein Unternehmer, der Fakten für seine Entscheidung heranzieht und nicht wie ein Spekulant, der kurzfristig Gewinne ohne genaue Kenntnis des Unternehmens realisieren möchte.

**Good business:** Dazu zählen Firmen mit einem einfach zu verstehenden Geschäftsmodell, guter Marktstellung des Unternehmens und der Produkte (wirtschaftlicher Burggraben) sowie die damit zusammenhängende Fähigkeit, angemessene Preise zu erzielen. Dies gelingt am besten Unternehmen mit strukturellen Wettbewerbsvorteilen, meist Marktführer in ihrer Branche oder in ihrer Nische. Sie produzieren Güter die man braucht. Am besten unverzichtbare Produkte für industrielle Abnehmer oder starke Marken für private Konsumenten. Produkte mit Alleinstellungsmerkmalen, die vor lästiger Konkurrenz schützen. Das ermöglicht es den Herstellern, gestiegene Kosten an die Kunden weiterzugeben und nachhaltig überdurchschnittliche Kapitalrenditen zu verdienen. Qualitätsaktien haben zudem eine niedrige Verschuldung. Dies gibt Sicherheit in konjunkturell schwierigen Zeiten und erlaubt es, hohe Dividenden auszuschütten. Der bekannte amerikanische Investor Peter Lynch hat den Satz geprägt: »Wer keine Schulden hat, kann nicht Pleite gehen.«

**Good people:** Wir konzentrieren uns zudem auf Unternehmen, deren Management einen aktionärsfreundlichen Ansatz verfolgt. Dies sollten kompetente und erfahrene Manager sein, die dem Wohl der Eigentümer des Unternehmens, nämlich der Aktionäre, verpflichtet sind. Sie verfolgen eine sinnvolle Kapitalallokation, die nach erforderlichen Investitionen Spielraum für eine nachhaltige Dividendenpolitik ermöglicht und möglicherweise darüber hinaus Aktienrückkäufe erlaubt. Die leistungsabhängige Vergütung des Managements sollte nicht mit den Interessen der Eigentümer kollidieren. Bonuszahlungen gemessen am EBITDA beispielsweise berücksichtigen nicht das Interesse der Aktionäre nach hohen Nettogewinnen und Dividenden, sondern setzen falsche Wachstums- und Risikoanreize.

**Good price:** Nach der überwiegend vertretenen »Theorie der effizienten Kapitalmärkte« sind die Kapitalmärkte immer effizient und daher sämtliche Unternehmen zu jeder Zeit

fair bewertet. Aus Sicht des Value-Investing ist diese Meinung nicht zutreffend, denn erfahrungsgemäß unterliegen die Kapitalmärkte in wiederkehrenden Abständen starken, psychologisch bedingten Schwankungen. Diese Schwankungen lassen die Börsenkurse in Zeiten der Euphorie und Gier weit über die inneren Werte hinaus steigen. In Zeiten der Panik und Angst dagegen fallen die Börsenkurse häufig weit unter die inneren Werte. Der bekannte Börsenguru André Kostolany hat es so formuliert: »Börse ist Psychologie!«

Darüber hinaus gibt es immer wieder einzelne Branchen, die bei den Investoren vorübergehend aus der Mode kommen. Deren Unternehmen werden dann unter ihren inneren Werten gehandelt. Dasselbe trifft für Unternehmen zu, bei denen Anleger aufgrund kurzfristig belastender Unternehmensnachrichten überreagieren und durch ihre Verkäufe den Kurs deutlich unter den inneren Wert drücken. Markttiming spielt beim Value-Investing keine Rolle. Was zählt ist der innere Wert. Es werden ausschließlich Aktien gekauft, die unterbewertet sind und die entsprechenden Kriterien erfüllen. Dabei ist die allgemeine Börsenlage ohne Bedeutung.

Beim Value-Investing orientiert sich der Anleger am tatsächlichen Wert eines Unternehmens. Dabei prüft der Value-Investor die Bilanz und bewertet ein Unternehmen nach harten Faktoren. Die Value-Holdings AG bewertet Unternehmen nach einem selbst entworfenen Multiplikatorenmodell. Wichtige Faktoren zur Wertbestimmung sind beispielsweise das Kurs/Buchwert-Verhältnis, das Kurs/Gewinn-Verhältnis, das Verhältnis des Enterprise Value zum Ergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EV/EBIT-DA), die Eigenkapitalquote, die Dividendenrendite sowie Eigen- und Gesamtkapitalrenditen.

Wir kaufen Anteile an Unternehmen mit einem Abschlag

von regelmäßig etwa 30 Prozent zum inneren Wert. Dies schafft uns eine Sicherheitsmarge und sorgt damit für eine gewisse Absicherung des Investments gegen fallende Kurse, da der Börsenkurs auf lange Sicht regelmäßig um den inneren Wert schwankt. Darüber hinaus bietet die Sicherheitsmarge einen Schutz bei Fehlberechnungen des inneren Wertes, zum Beispiel als Folge unvorhersehbarer negativer Unternehmensentwicklungen. Je tiefer der Börsenkurs beim Kauf unter dem inneren Wert des Unternehmens liegt, desto geringer ist das Risiko, mit dem Investment Geld zu verlieren. Zugleich erhöht sich für den Value-Investor durch den niedrigen Kaufpreis die Chance, eine überdurchschnittliche Rendite zu erzielen. Er kann dann neben der zukünftigen Wertschöpfung des Unternehmens auch die Differenz zwischen dem seinerzeit besonders niedrigen Kaufpreis und dem inneren Wert vereinnahmen.

**Fazit:** Eigene Regeln zur Auswahl der Anlagen sind wichtig. Durch aktives Investieren können die Risiken begrenzt und eine stetige Rendite erreicht werden. Eine der erfolgversprechendsten Strategien dazu ist die Value-Investing Strategie. Sie funktioniert nach klaren Regeln für den Kauf und Verkauf der Positionen im Portfolio. Dabei werden sowohl die Qualität des Unternehmens als auch des Managements beurteilt. Letztendlich ist aber der Preis entscheidend, denn ein gutes Unternehmen mit gutem Management, gekauft zu einem zu hohen Preis, ist kein gutes Investment.

*Hinweis auf den Value-Holdings Fondsbericht und den Aktionärsbrief der Value-Holdings AG: Wenn Sie die Themen aktives Investieren, Value-Investing und Dividendenstrategien auch in Zukunft mit uns verfolgen möchten, können Sie sich auf unseren Verteiler für den vierteljährlich erscheinenden Value-Holdings Fondsbericht und/oder die Aktionärsbriefe der Value-Holdings AG oder der Value-Holdings International AG eintragen lassen. Senden Sie uns hierfür bitte eine E-Mail an [investoreninfo@value-holdings.de](mailto:investoreninfo@value-holdings.de).* □

ANZEIGE



»Leuchtende Glamourgeschöpfe, erotische Businessfrauen und hinreißende Powermütter sind meine Inspiration, wenn ich an die Trägerin meines Schmucks denke.«

ANNA VON BERGMANN SCHMUCK | ACCESSOIRES

[www.annavonbergmann.de](http://www.annavonbergmann.de)



## Das Jahrzehnt der Künstlichen Intelligenz

Von Tobias Gabriel, Vorstand,  
HAC Vermögensmanagement AG, Hamburg

*Die Zahl der angemeldeten Patente im KI-Bereich weltweit zeigt eindrucksvoll die Dominanz Chinas auf diesem Gebiet. Europa liegt weit abgeschlagen am anderen Ende (siehe Abbildung). Letzteres dürfte weniger überraschen als die Dominanz Chinas, wo doch die Anwendungen wie ChatGPT und Gemini von Google prädominant sichtbar sind.*

Im allgemeinen Umfeld von KI-Anwendungen dürfen wir jedoch nicht nur die sichtbaren Akteure wie Microsoft, Meta, Alphabet und Amazon betrachten. Diese Unternehmen stellen zwar die Benutzeroberfläche und Algorithmen bereit, doch eine weitere zentrale Ressource ihres Betriebs liegt tiefer: in der essenziellen Infrastruktur aus Halbleitertechnologie (»Chips«) und allen voran Energie, um die Rechner zu befeuern.

Das gilt für chinesische Modelle genauso wie für US-amerikanische. Führende Akteure wie Meta-CEO Mark Zuckerberg mahnen bereits jetzt, dass »ausreichend Energie der entscheidende Engpass im Zeitalter von KI sein wird, nicht die Rechnerleistung«. Eine Perspektive, die den 20%-igen Kursrutsch von Nvidia im April in ein interessantes Licht rückt und auch Fragen in der Klimadiskussion aufwirft. Aber ist an der These etwas dran?

In den letzten paar Jahren hatte der Markt das Problem, dass Firmen keine Grafik-Prozessoren bekommen haben. Es war keine Frage des Geldes, davon war ausreichend da, sondern der Verfügbarkeit. Grund dafür waren die Lieferkettenunterbrechungen durch die Pandemie und blockierte Handelsrouten (z. B. Panama- und Suez-Kanal). Es gab also eine Angebotsknappheit. Das wird jetzt langsam weniger.

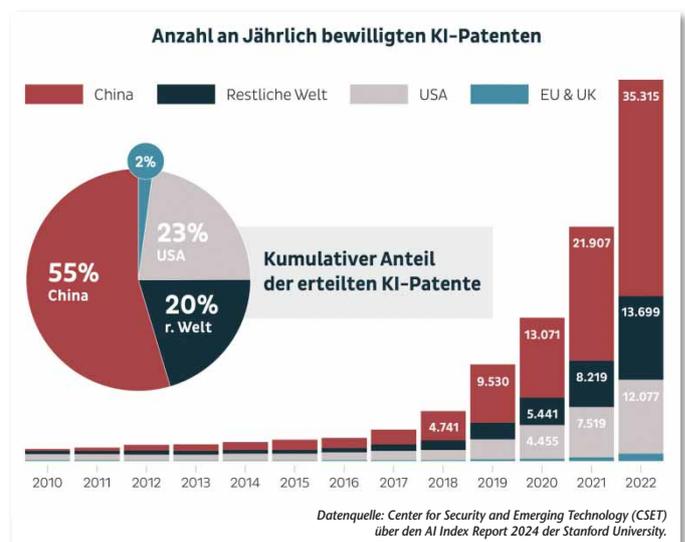
Im Zeitalter der KI angekommen, ergibt sich eine neue Knappheit, die eine alte Bekannte ist: die Energie-Knappheit. Die Herausforderungen im Bereich Energie sind enorm. Moderne Datenzentren, die KI-Technologien unterstützen, können zwischen 50 und 500 Megawatt Strom verbrauchen, wobei der Bedarf mit fortschreitender Technologie tendenziell steigt. Zum Vergleich: Ein herkömmliches Atomkraftwerk hat eine Kapazität von etwa 1 Gigawatt und

kann im Jahr mehrere Tausend Gigawattstunden erzeugen. Diese Energienachfrage verlangt einen massiven Ausbau der Energieinfrastruktur. Datenzentren könnten zukünftig direkt neben Kraftwerken gebaut werden.

### Gegenwind für »KI« und »Magnificent 7«

Doch wie schlagen sich diese Knappheiten auf hoch bewertete Technologiekonzerne nieder? Die großen Tech-Riesen haben als Thema der 2010er und bisherigen 2020er Jahre dominiert, weil ihr Umsatz bei nahezu gleichbleibenden Kosten skalierbar ist bzw. war. Negative oder niedrige Zinsen ließen zudem hohe KGVs zu, weil die Opportunitätskosten für Geld und damit der Diskontzinssatz quasi irrelevant waren. Seit dem Ende der internationalen Finanzkrise profitierten Anleger von steigenden Unternehmensgewinnen, die die Aktienkurse nach oben trieben. Doch nun drohen zwei entscheidende »Plot-Twists« den Trend zu brechen.

Erstens: Aufgrund der oben beschriebenen Energie-Thematik könnten die Tech-Konzerne gezwungen werden, selbst ihre Kapitalausgaben (»Capex«) für Daten-Center und die Infrastruktur zum Wachstum ihrer Technologie zu erhöhen. Das schränkt die Skalierbarkeit ihrer Geschäftsmodelle ein, die bei den enormen Bewertungen unterstellt wurde. Zweitens: Aufgrund der überraschenden Resilienz der US-Wirtschaft wurde die Erwartung aus dem Januar von sechs Zinssenkungen in diesem Jahr pulverisiert. Stand jetzt gehen Marktteilnehmer nur noch von maximal einer Zinssenkung im November oder Dezember aus. Die neuesten Inflationszahlen aus den USA (erneuter Anstieg im März) gehen in die gleiche Richtung. »Higher-for-longer« ist nicht gut für Big-Tech mit aufgeblähten KGVs. >>



Es mehren sich zudem die Anzeichen, dass trotz einer möglichen Lockerung der Geldpolitik die langfristigen Zinsen und Kapitalkosten nicht auf ihre historischen Tiefstände zurückfallen werden. Eine steilere Zinsstrukturkurve könnte die Kosten für Fremdkapital weiter erhöhen. Diese steigenden Kosten könnten das Gewinnwachstum von Unternehmen und damit die Kapitalerträge, auf denen die Bewertungen beruhen, erheblich beeinträchtigen.

#### **Fazit: Prognosen zwecklos**

Eine Eigenschaft der Kapitalmärkte, die man nicht häufig genug betonen kann, ist ihre Unvorhersehbarkeit. Das liegt vor allem an ihrer Charakterisierung als komplexe adaptive

Systeme (KAS). Es gibt im System der Kapitalmärkte nicht nur unendlich viele Einflussfaktoren, sondern sie zeigen sich häufig überraschend anpassungsfähig. Das macht sie unvorhersehbar.

Die aktuelle Dynamik fordert uns auf, die Märkte nicht als isolierte Entitäten, sondern als vernetzte dynamische Systeme zu betrachten, deren Wechselwirkungen oft unerwartete Konsequenzen haben. Bei HAC arbeiten wir deshalb stets prognosefrei. An die Stelle von Prognosen treten Systeme, wie das hauseigene HAC-Pfadfindersystem oder unser Aktienausswahlssystem »HAC Quant«.

[hac.de](http://hac.de)

*ifo Institut:*

### **EU-Binnenmarkt für Dienstleistungen könnte Wirtschaftsleistung um 2,3 Prozent erhöhen**

München 23. Mai 2024 – Ein umfangreicher Abbau der Hürden im EU-Binnenmarkt für Dienstleistungen würde die Bruttowertschöpfung dauerhaft um 2,3 Prozent oder 353 Milliarden Euro (in Preisen von 2023) erhöhen. Dies zeigt eine Analyse des ifo Instituts und EconPol Europe für die IHK München und Oberbayern. Die Berechnungen beziehen sich auf einen mittel- bis langfristigen Zeithorizont zwischen zehn und zwölf Jahren. »Obwohl der Dienstleistungssektor in den letzten Jahrzehnten maßgeblich zum Wirtschaftswachstum beigetragen hat, leisten sich die EU-Mitgliedsstaaten nach wie vor einen Flickenteppich aus 27 verschiedenen Regelwerken. Sie lassen dadurch enormes Wachstumspotenzial liegen«, sagt Florian Dorn, Ko-Autor der Studie.

Generell würden alle EU-Länder von einem Abbau der nationalen Handelsbarrieren für Dienstleistungen im EU-Binnenmarkt profitieren. In Deutschland wäre die Wirtschaftsleistung langfristig permanent um 1,8 Prozent höher. Dies entspricht etwa 68 Milliarden Euro. In Italien wäre die Wirtschaftsleistung um 1,3 Prozent oder 24 Milliarden Euro höher. In Frankreich wären es 1,5 Prozent oder 38 Milliarden Euro. Zu den Ländern mit den größten Zugewinnen zählen Irland mit einem Zuwachs um 6,2

Prozent oder 30 Milliarden Euro sowie Belgien mit einem Zuwachs von 5,5 Prozent oder 29 Milliarden Euro.

Die Berechnungen beruhen auf einem Abbau der Handelsbarrieren für Dienstleistungen im EU-Binnenmarkt um 25 Prozent. Dies umfasst beispielsweise einen Abbau von Bürokratie, oder eine Angleichung verschiedener nationaler Regelungen. Bereits ein Abbau der Handelsbarrieren für Dienstleistungen um 10 Prozent könnte die Bruttowertschöpfung in der EU um 0,5 Prozent oder 77 Milliarden Euro erhöhen und wäre ebenfalls für alle EU-Länder von Vorteil. »Der Abbau der Hürden im Dienstleistungssektor liegt im Interesse der deutschen Industrie. Aufgrund der starken Synergien zwischen Industrie und Dienstleistungen würde die Industrie in Deutschland stark davon profitieren«, sagt Lisandra Flach, Koautorin der Studie.

Den Aufsatz finden Sie hier: »EU-Binnenmarkt stärken: Die ungenutzten Potenziale eines vertieften Dienstleistungshandels«, von Florian Dorn, Lisandra Flach und Isabella Gourevich, in: ifo Schnelldienst 05/2024 [www.ifo.de](http://www.ifo.de)

Dieser Beitrag erscheint als Dritter der Serie Europa 2024 – Weichen stellen für eine nachhaltige und erfolgreiche wirtschaftliche Entwicklung. Expertinnen und Experten des ifo Instituts skizzieren kurz vor der Wahl die wichtigsten Herausforderungen für die EU – von der Energiepolitik, über den Binnenmarkt bis zu Einstellungen der Bevölkerung gegenüber Europa. Sie unterbreiten Vorschläge, wie diese anzugehen sind. Die komplette Serie wurde im ifo Schnelldienst am 15. Mai 2024 veröffentlicht.

## Berenberg-Monitor

Von Prof. Dr. Bernd Meyer,  
Chefanlagestrategie und Leiter Multi Asset im Wealth  
and Asset Management bei Berenberg

In der vergangenen Woche gab es in den USA erneut negative Konjunkturüberraschungen, etwa bei den Einzelhandelsumsätzen. Es bleibt abzuwarten, ob dies nur eine kleine Schwächephase oder der Beginn von etwas Ernsterem ist. Die schwächeren US-Daten und die nicht mehr so ganz so heißen Inflationszahlen haben jedenfalls den Druck von der Fed genommen, restriktiv zu agieren. Der Markt preist zunehmend wieder ein »Goldlöffchen«-Regime aus solidem Nominalwachstum, rückläufiger Inflation und moderaten Zinssenkungen ein. In der Folge erreichten viele Aktienindizes in den USA und Europa neue Allzeithochs. Auch Rohstoffe wie Gold und Kupfer erreichten neue Höchststände. Die Marktbreite hat zuletzt deutlich zugenommen, so dass auch die bislang nicht verwöhnten Nebenwerte ordentlich zulegen konnten. Entsprechend positiv ist die Stimmung unter den Anlegern. Positionierungsanalysen zeigen für viele Anlegergruppen bereits eine risikofreudige, wenn auch noch keine extreme Allokation.

### Kurzfristiger Ausblick

Die Q1-Berichtssaison neigt sich dem Ende zu. Rund 93% der S&P 500 Unternehmen haben bereits berichtet. In den nächsten zwei Wochen stehen vor allem Unternehmen aus den Sektoren Technologie und Konsum im Fokus der Berichterstattung. Heute findet die Amtseinführung des taiwanesischen Präsidenten Lai Ching-te statt. Eine wesentliche Eskalation der Spannungen zwischen China und Taiwan wird durch die Amtseinführung jedoch nicht erwartet. Am 29. Mai folgen die Wahlen in Südafrika und am 1. Juni das OPEC+-Treffen. Am Mittwoch blicken Investoren auf das Protokoll der letzten Fed-Sitzung. Am Donnerstag stehen die vorläufigen Einkaufsmanagerindizes (Mai) aus Europa und den USA im Fokus. Am Freitag folgen die BIP-Zahlen (Q1) für Deutschland sowie die vorläufigen Auftragsgänge langlebiger Wirtschaftsgüter (April) und das finale Verbrauchervertrauen der Universität Michigan (Mai) für die USA. In der Folgeweche stehen die US-BIP- (Q1) und die Inflationszahlen (Mai) in Europa an.

>> [Hier geht es zum Berenberg-Monitor \(PDF\):  
www.berenberg.de](#)

Anlage- und Marktausblick »Barometer«  
von Pictet Asset Management

### »Stars align for European equities«

Von Luca Paolini,  
Chefstrategie bei Pictet Asset Management

Wir sehen Europa zunehmend positiver, da sich die wirtschaftlichen Bedingungen verbessern und die Zinsen in der Region bald sinken könnten. Dies ist ein gutes Zeichen für europäische Aktien, die wir auf Übergewichten hochgestuft haben.

Wir haben auch britische Aktien von untergewichtet auf neutral hochgestuft, da die Ertragsdynamik inländischer, in Großbritannien notierter Unternehmen durch die erwarteten Zinssenkungen der Bank of England unterstützt wird.

Dank solider Gewinnaussichten und reichlich Barmitteln an der Seitenlinie, die erst noch eingesetzt werden müssen, sind wir in globalen Aktien übergewichtet. Da das Wachstum robust bleibt und die Inflation volatil ist, bleiben wir bei Anleihen neutral und bei Barmitteln negativ.

Bei den festverzinslichen Wertpapieren haben wir aufgrund der Stärke des US-Dollars die Lokalwährungsanleihen der Schwellenländer von einer Übergewichtung auf neutral zurückgestuft. Außerdem haben wir Gold aufgrund von Gewinnmitnahmen von übergewichtet auf neutral zurückgestuft und den Schweizer Franken von neutral auf untergewichtet reduziert.

#### Inhalt der Publikation:

1. Asset allocation: Europe edges ahead
2. Equities regions and sectors: Bright spots in Europe
3. Fixed income and currencies: Easing back on gold
4. Global markets overview:  
Worrying about US inflation
5. In brief

>> [Die Originalpublikation in englischer Sprache  
finden Sie hier: am.pictet](#)

## Biden vs. Trump – die Zweite

Von Oliver Hackel, Senior Investment Strategist,  
Kaiser Partner Privatbank AG

*Rund ein halbes Jahr vor den US-Wahlen bestehen kaum noch Zweifel: Joe Biden tritt gegen seinen Vorgänger Donald Trump an – wenn nicht gesundheitliche Probleme des einen oder eine Inhaftierung des anderen dieses Rematch noch verhindern. Sechs Monate sind in (US-)Wahljahren eine Ewigkeit. Vieles kann (und wird) zwischen heute und dem 5. November noch passieren. Dennoch wagen wir einen Ausblick auf das wohl wichtigste Ereignis im geopolitischen Kalender 2024 und dessen mögliche Implikationen für die Finanzmärkte.*

### MAGA MAEG (Make America Even Greater)...

Die Amerikaner haben im November eine Wahl, die sie nicht wollen. Denn eine Mehrheit lehnt eine Neuauflage der Präsidentenwahl von 2020 ab. Dennoch läuft bisher alles auf dieses Duell hinaus. Auf der einen Seite Donald Trump, der seine Niederlage vor vier Jahren bis heute nicht eingesteht und auf Rache sinnt. Auf der anderen Seite Joe Biden, der seinen Wunschgegner erhält und sich für den Einzigen befindet, der Trump schlagen könne.

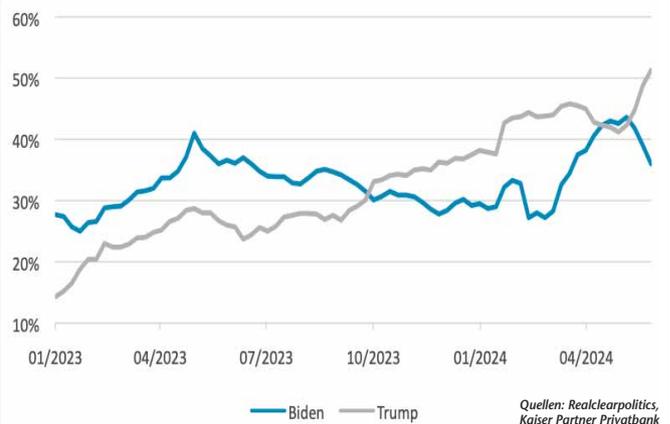
Dass ein Trump 2.0 heute überhaupt möglich ist, schien nach dem Sturm aufs Kapitol im Januar 2021 kaum denkbar. Mit seinem Comeback hat Trump einmal mehr alle Kritiker überrascht. Seine zahlreichen Gerichtsprozesse schaden ihm politisch bislang nicht, eher das Gegenteil ist der Fall. Mit mehr als 50 Prozent Beliebtheit hat Trump noch immer einen überwältigenden und konstanten Rückhalt unter Republikanern. Daran änderten auch die zwei Impeachments in seiner Amtszeit, die Leugnung seiner Wahlniederlage von 2020 oder seine nationalistische Rhetorik nichts. Offensichtlich ist Trump für die »Grand Old Party« noch immer das beste Pferd im Stall.

Tatsächlich suggeriert unsere subjektive Auswertung einer Vielzahl von Expertenkommentaren, dass Trumps Chancen für einen Wahlsieg mindestens 50:50 sind. Ähnlich ausgeglichen – und für Trump leicht vorteilhaft – gestalten sich derzeit die Wahlumfragen, wo er besser performt als in den Kampagnen 2016 und 2020 und sowohl auf nationaler Ebene als auch in den 6-7 Swing States bis zuletzt vorne liegt. Auch am Wettmarkt liegt der Ex-Präsident derzeit vorn.

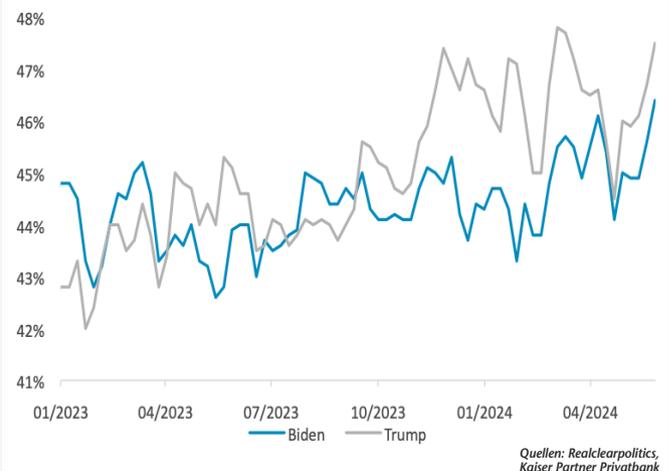
In den weiteren Wahlkampfwochen dürfte Trump zwar einen grossen Teil seiner Zeit vor Gericht verbringen. Doch die juristische Strategie seiner Anwälte (zunächst die Prozesse verzögern, nach der Wahl auf Immunität berufen) könnte aufgehen.

Die Wahrscheinlichkeit, dass Trump noch vor der Wahl zu einer Gefängnisstrafe verurteilt wird, scheint jedenfalls äusserst gering. Zurück auf dem Regierungssitz dürfte das Motto dann lauten: »Make America Even Greater«. Das Trump-typische erratische Verhalten wäre wohl auch in einer zweiten Amtszeit an der Tagesordnung. Allerdings würde die Machtübernahme von seinem Team diesmal deutlich besser vorbereitet sein. Erste Punkte auf seiner Agenda dürfte Trump schon an Tag 1 im neuen alten Amt abhaken wollen. >>>

**Ein enges Rennen**  
Die Wahlprognosen und der Wettmarkt sehen rot  
Am Wettmarkt gepeiste Wahrscheinlichkeit für den Wahlsieg



**Wahlumfrage Biden vs. Trump**



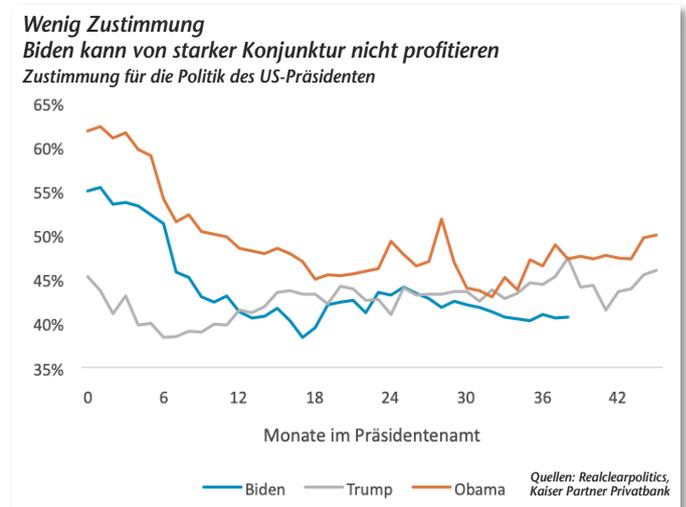
### ...oder WCFTJ (We Can Finish The Job)?

Bidens Chancen auf eine zweite Amtszeit scheinen rund ein halbes Jahr vor dem Wahltermin auf den ersten Blick bestenfalls mässig. 81-jährig ist er der mit Abstand älteste Kandidat, welcher sich einer Wiederwahl stellt – Fragezeichen bezüglich seiner körperlichen und mentalen Fitness sind nur schwer wegzuwischen und könnten demokratische Wähler zweifeln lassen. Auch Drittparteien und parteilose Einzelkämpfer könnten Biden das Leben schwer machen beziehungsweise ihm wichtige Stimmen entreissen. Problematisch sind für den aktuellen Präsidenten nicht zuletzt seine schlechten Umfragewerte – mit einer Zustimmungsquote von nur 40% ist Biden so unpopulär wie keiner seiner Vorgänger zu diesem Zeitpunkt im Wahlzyklus (seit dem zweiten Weltkrieg). Hohe Lebenshaltungskosten, gestiegene Zinsen, hohe illegale Einwanderung – all das lasten viele Bürger dem Demokraten an. Die regelrecht boomende US-Konjunktur und die zuletzt weiter gesunkene Wahrscheinlichkeit für eine Rezession helfen Biden indes bisher nicht. Man könnte meinen die Wahl-Weisheit »It's the economy stupid« gilt im Jahr 2024 nicht mehr.

Dass dem nicht so ist, zeigt unter anderem eine Umfrage von Pew Research aus dem Januar, in der drei Viertel der Befragten eine Stärkung der Wirtschaft als oberste Priorität angeben. Das eigentliche Problem ist für Biden die hohe Inflation, welche das Preislevel während seiner Amtszeit bisher um mehr als 15% steigen liess – mehr als bei jedem seiner Vorgänger in den letzten 40 Jahren.

Nur allzu verständlich ist es vor diesem Hintergrund, dass die Demokraten aktuell regelmässig auf den klaren, wenn auch zuletzt etwas holprigen, Disinflationstrend der letzten 18 Monate hinweisen. Denn auch sie wissen, was in der Literatur als Konsens gilt: Wähler haben ein kurzes Gedächtnis. Demnach kommt es vor allem darauf an wie gut sich die Wähler hinsichtlich ihrer finanziellen Situation am Tag der Wahl fühlen (nicht 6 oder 12 Monate davor). Da die Inflation bis zur Wahl tendenziell sinken und die Reallöhne weiter steigen dürften, kann sich Biden weiterhin Hoffnungen machen, dass die Wirtschaftslage am Ende doch für ihn spricht. Was in den nächsten Monaten allerdings nicht auftauchen darf, ist eine Rezession. Im Falle eines kurzfristigen Wirtschaftseinbruchs würde Trump mit höchster Wahrscheinlichkeit den Sieg davontragen. Denn eine Rezession im Wahljahr bedeutet bisher stets eine Abwahl des amtierenden Präsidenten.

Hilfreich könnte für Biden auf den letzten Meilen auch seine gut gefüllte Wahlkampfkasse sein. Allein im ersten Quartal konnte er 165 Millionen US-Dollar an Spendengeldern einwerben – deutlich mehr als Donald Trump im gleichen Zeitraum (90 Millionen US-Dollar). Dieser langt zudem in seine Kasse, um Anwaltsrechnungen zu begleichen. Biden hat daher ein viel grösseres Budget um beispielsweise teure Werbespots in den Swing States zu schalten. In vergangenen Wahlen schnitt die Präsidentenpartei zudem oft besser ab als prognostiziert. Getreu des Bidenschen Wiederwahl-Mottos könnte es am Ende durchaus heissen: »We can finish the job«. Voraussetzung dafür ist aber, dass Demokraten nicht nur Zentristen für sich gewinnen, sondern auch ihre Kernklientel (u. a. Afroamerikaner, Gewerkschaftler, Jungwähler) mobilisieren können.



### Was würde Trump 2.0 bedeuten?

Wie würde sich die Politik in den USA unter Trump verändern? Dies hängt nicht zuletzt davon ab, ob die Republikaner auch in beiden Kammern des US-Kongress die Oberhand gewinnen. Und selbst wenn ihnen dies gelingt, wird Trump nicht alles auf seiner Agenda erreichen können. Schon in den ersten Monaten im Amt könnte viel politisches Kapital aufgebraucht sein. Trump dürfte dann mit dem wachsenden Widerstand der Bundesbürokratie, der öffentlichen Meinung, der Medien, des Obersten Gerichtshofs, gemässigter Republikaner und seitens der Finanzmärkte konfrontiert werden. Kurze Zeit später stehen dann schon wieder die Zwischenwahlen auf dem Programm.

Die republikanische Agenda kann je nach globalem Kontext und Trumps Launen im Detail wechseln. Bei den folgenden Punkten sind Änderungen beim Status Quo aber relativ wahrscheinlich:

- Höhere Zölle: Trump hat einen allgemeinen Einfuhrzoll von 10% in Aussicht gestellt. China droht er gar mit dem Entzug des Meistbegünstigungsstatus und Zöllen bis zu 60%. Sollte der amerikanische Protektionismus auf diese Weise nochmals einen Gang höher schalten, wären Vergeltungsaktionen der US-Handelspartner sehr wahrscheinlich und der globale Handel würde einen weiteren Schock erleiden. Ein »Wie du mir, so ich dir« wäre in jedem Fall eines: inflationär.

- Begrenzung der Einwanderung: Die poröse Südgrenze ist für viele Wähler ein wichtiges Thema und dürfte von Trump schnell angegangen werden. Er könnte einen nationalen Notstand ausrufen, dürfte die Grenzsicherheit erhöhen sowie für tiefere illegale und legale Einwanderung sorgen. Längerfristig würde eine niedrigere Einwanderung zu einer signifikanten Abschwächung des Wachstums bei der Erwerbsbevölkerung führen. Auch eine solche Entwicklung hätte eine tendenziell inflationssteigernde Wirkung.

- Steuersenkungen: Trump möchte die von ihm 2017 erlassenen (und 2025 auslaufenden) Steuersenkungen dauerhaft beibehalten und liebäugelt mit weiteren Steuerkürzungen. In der kurzen Frist würde die Konjunktur einen weiteren Schub erhalten. Das ohnehin tiefrote Haushaltsdefizit würde indes längerfristig noch grösser werden.

- Einmischung in die Geldpolitik: Trump hat die Zinserhöhungen der Fed kritisiert, sich gegen Notenbankchef Powell ausgesprochen und beabsichtigt dessen Amtszeit 2026 nicht zu verlängern. Zwar kann der US-Präsident die Notenbankspitze nur »aus wichtigem Grund«, nicht »nach Belieben« entlassen. In einem Streit über die Ernennungsbefugnis könnten die Gerichte Trump am Ende aber nachgeben. Zwar würden moderate republikanische Senatoren einen unorthodoxen Fed-Vorsitz wohl ablehnen, eine geldpolitische Taube könnten sie aber bestätigen. Die Unabhängigkeit der Notenbank wäre mindestens angekratzt.

### ...und was nicht?

Genauso interessant wie die Frage, was unter einem wiedergewählten Trump passieren wird, ist die Gegenfrage. Denn vieles, was befürchtet, in manchen Medien hochgekocht oder vielleicht erhofft wird, ist zumindest sehr unwahrscheinlich:

- Die Vereinigten Staaten werden keine Diktatur: Zumindest zu Beginn seiner Amtszeit wird Trump viel Macht innehaben – die gewöhnlichen »Checks and Balances« könnten erodieren. Schon 2026 stehen jedoch die Zwischenwahlen an, bei denen die regierende Partei in der Vergangen-

heit fast ausnahmslos Einflussverlust im Kongress erlitt. Spätestens am 20. Januar 2029 wäre dann auch Trumps Neuauflage vorbei. Die benötigten drei Viertel aller Bundesstaaten würden einer Verfassungsänderung zur Verlängerung der Präsidentenamtszeit nie zustimmen. In vier Jahren kann viel passieren – ein autokratisch geführter Staat werden die USA unter Trump aber nicht.

- Kein NATO-Austritt: Trump ist offensichtlich kein NATO-Fan. In seiner Amtszeit hat er bereits mehrfach mit dem Austritt aus der Allianz gedroht. Unter Trump 2.0 wären Tonart und Methoden möglicherweise noch schärfer. Trumps Absicht bleibt aber die gleiche: Die Europäer sollen ihre Verteidigungsausgaben erhöhen und möglichst schnell die Verteidigungsbudgets auf 2% der Wirtschaftsleistung erhöhen. Man sollte Trump ernst nehmen, aber nicht unbedingt beim Wort – vieles ist Trumpsche »Verhandlungstaktik«. Ein Austritt aus der NATO wäre ohnehin nur mit (sehr unwahrscheinlicher) Zustimmung des Senats möglich. Und auch Trump weiss, dass die Verteidigungsallianz in der US-Bevölkerung nach wie vor hohes Ansehen und Unterstützung erfährt.

- Das Haushaltsdefizit wird nicht sinken: Die Projektionen des Kongressbüros für das Haushaltsdefizit und die Staatsverschuldung zeigen klar nach oben. Eine echte Ausgabenreform ist aber weder von Republikanern noch von Demokraten zu erwarten. Sollte es unter Trump zu Ausgabenkürzungen kommen, dürften diese durch Steuersenkungen gleich wieder kompensiert werden. Die Aussicht auf eine nennenswerte Haushaltskonsolidierung ist sehr gering – wahrscheinlicher ist, dass das Defizit explodieren wird.

- Subventionen werden nicht gestrichen: Sowohl Trump als auch Biden stehen für eine Wiederbelebung der US-Industriepolitik – bei diesem Thema besteht über die Parteigrenzen hinweg Einigkeit, was eine entsprechende Gesetzgebung möglich macht. Zwar könnte Trump »grüne« Subventionen kürzen. Der Trend zu vermehrter staatlicher Förderung der US-Industrieproduktion und dem Aufbau nötiger Infrastruktur dürfte aber bestehen bleiben.

- Bürokratie wird nicht gestrafft: Trump behauptet, er werde »den Sumpf trockenlegen« und die Bundesbürokratie umstrukturieren. Der Regierungsapparat soll zusammengestutzt und der Widerstand gegen die Politik der Republikaner überwunden werden. Bürokratie ist jedoch beharrlicher als man es sich manchmal wünschen würde und die Gerichte werden eingreifen, um eine umfassende »Säuberung« zu verhindern. Aus Trumps Ansinnen dürfte bestenfalls ein Verwaltungsreförmchen werden. >>

**Zwischenfazit:** Auch im Falle von Trump 2.0 werden die USA demokratisch und geopolitisch tonangebend bleiben. Eine zweite Trump-Administration würde aber mit weiter steigenden Defiziten, zunehmendem Wohlstandsgefälle, vermehrtem Arbeitskräftemangel, höheren Importpreisen und einer drohenden Aushöhlung des Regierungsapparats einhergehen. Auf lange Sicht wäre all dies in der Tendenz inflationär. Im Hinblick auf aussenpolitische Gegenspieler wie Russland und China sowie geopolitische Brennpunkte wie den Mittleren Osten ist derweil mit viel Kontinuität zu rechnen. In diesem Sinne dürfte Trump auch die Ukraine nicht fallen lassen, trotz gegenteiliger Drohungen. Seine bekannt transaktionale und rhetorisch aggressive Art dürfte Trump aber beibehalten – für ein dauerhaftes Schlagzeilen-Risiko wäre gesorgt.

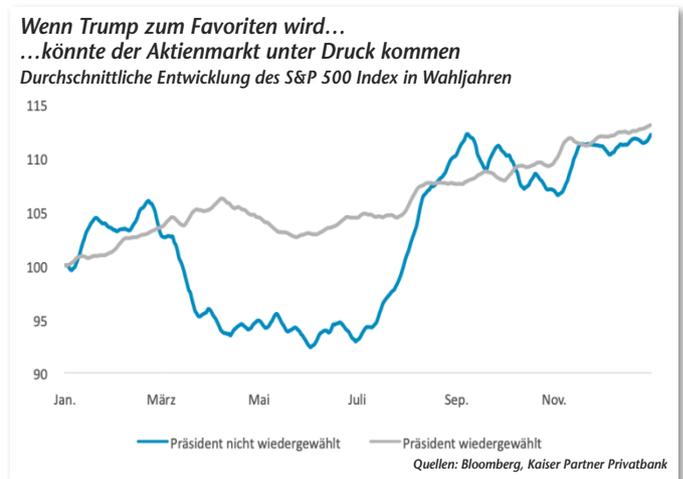
#### Oder doch BBB (Build Back Better)?

So viel zu Donald J. Trump. Doch was passiert, wenn Joe Biden wiedergewählt wird? Vor allem: more of the same. So dürften die Staatsausgaben beispielsweise hoch bleiben. Im Kontrast zu Trump plant Biden allerdings höhere Steuern für Unternehmen und Reiche, was den erwarteten Anstieg der Staatsschulden zumindest dämpfen sollte. Dennoch ist Biden – wie die letzten Jahre zeigen – kein Anti-Trump. Auch für ihn sind höhere Zölle kein Tabu – im Wahlkampf forderte er im April eine Verdreifachung der Zölle auf Stahl und Aluminium aus China. Der grössere Fokus dürfte bei den Demokraten auch zukünftig aber auf der Schaffung zusätzlicher Anreize für Reshoring und den Ausbau der industriellen Kapazitäten in den USA liegen. Weitere Elemente in Bidens bisher nur zum Teil verwirklichten »Build Back Better«-Plan sind die Stärkung der Arbeitnehmer (vor allem durch Gewerkschaften), höhere Sozialausgaben (v. a. für frühkindliche Bildung) und eine verschärfte Wettbewerbspolitik. Umgesetzt werden könnte diese ambitionierte Agenda allerdings nur, wenn die Demokraten in beiden Kammern des Kongresses die Mehrheit gewinnen, was aus heutiger Sicht zumindest recht unwahrscheinlich ist. Sollte dies nicht gelingen dürfte sich Biden auf die Verteidigung dessen konzentrieren, was er im Zuge von Bidenomics bisher erreicht hat – insbesondere die massiven Investitionen in Infrastruktur (Infrastructure and Jobs Act), Halbleiter (CHIPS and Science Act) und grüne Technologie (Inflation Reduction Act). Bei den geopolitischen Herausforderungen dürfte Biden – im Gegensatz zu Trump – weiterhin die Abstimmung mit den US-Verbündeten suchen und einen vergleichsweise leiseren Ton anschlagen.

#### Trump-Panik – früher, später oder gar nicht?

In den kommenden Wochen dürfte die Wahlberichterstattung der Medien immer intensiver werden. Angesichts eines immer heisser ausgefochtenen Duells zweier alter Männer gilt es für Anleger umso mehr einen kühlen Kopf zu bewahren und auch mal wegzuschauen. Die verbleibenden Monate bis zu den Wahlen dürften aussergewöhnlich ablenkend werden. Gern erinnern wir an dieser Stelle daran, dass Anlagestrategie und Portfoliokonstruktion eine unpolitische Angelegenheit sein sollten.

Dennoch ist die Frage gerechtfertigt wie sich die Märkte vor und nach den Wahlen verhalten könnten und ob es ein Trump-Risiko gibt. Mit Blick auf den Aktienmarkt geben Statistiken zum 4-Jahres-Zyklus (Präsidentenzyklus) zumindest einen Anhaltspunkt. In der Regel steigt der Aktienmarkt im Wahljahr im Schnitt ähnlich wie in jedem anderen Jahr. Allerdings kommt es auf die Details an. Wahljahre, in denen der amtierende Präsident nicht wiedergewählt wurde, waren im Frühling und Sommer überdurchschnittlich volatil. Angesichts des derzeitigen Kopf-an-Kopf-Rennens könnte sich 2024 angesichts zunehmender Unsicherheit ob eines anstehenden Führungswechsels im Weissen Haus ähnlich schwankungsreich entwickeln.



Nach den Wahlen gibt es dann ein blaues (Biden) und ein rotes (Trump) Szenario. Im Falle eines Biden-Siegs gäbe es theoretisch keinen Anlass für grössere Marktreaktionen – der Mann ist bekannt und der aussenpolitische wie der fiskalische Kurs würden fortgeführt werden. Im Falle des roten Szenarios (Trump-Sieg) könnte der Anleihemarkt hingegen sprichwörtlich rotsehen und einen temporären Ausverkauf erleiden – dann nämlich, wenn die Republikaner auch den Kongress komplett rot anstreichen können,

weitere Steuersenkungen ohne Gegenfinanzierung in Aussicht stehen und der Staatshaushalt endgültig aus dem Ruder zu laufen droht. Ist die Panik an den Märkten dann gross genug, würde dies womöglich auch einen Trump disziplinieren und zu haushaltspolitischer Raison bringen.

Die Variante Trump im Weissen Haus und erneutes Patt im Kongress würden die Finanzmärkte womöglich am besten heissen. Trump-Paniken – wenn auch vielleicht nur stundenweise – könnte es in einer zweiten Amtszeit dank seines bekannt lockeren Social-Media-Daumens dennoch geben. Anleger sollten in diesem Falle eine Lehre aus der Zeit 2016 bis 2020 ziehen. Damals brachten ein volatiler Newsflow und zeitweise Volatilität an den Märkten letztlich kaum

nennenswerte makroökonomische Veränderungen. Auch künftig könnte es für so manchen Anleger schwierig sein, inmitten eines Trump-X-Sturms (aka Twitter-Sturm) sachlich und ruhig zu bleiben. Dennoch wäre dies zu empfehlen. Anleger sollten die Schotten dicht machen und warten bis der Sturm vorüber ist. Jedes Mal. □



Oliver Hackel,  
Senior Investment Strategist,  
Kaiser Partner Privatbank AG

<https://kaiserpartner.bank>

*Jetzt in US-Staatsanleihen investieren:*

### Warum nun der richtige Zeitpunkt ist – und für wen

*Totgesagte leben länger. Dieser gängige Spruch scheint auch auf die Inflation zuzutreffen: Sie erweist sich nämlich als hartnäckiger als erwartet. Der Inflationsrückgang verlief zuletzt immer langsamer – mit den bekannten Folgen: Der Zeitpunkt der ersten Zinssenkung durch die Fed wanderte weiter und weiter nach hinten und momentan werden im Verlauf des Jahres höchstens noch zwei Zinssenkungen erwartet. Der US-Notenbankpräsident Powell meinte auf der letzten Fed-Sitzung, dass es noch länger dauern dürfte, bis die Inflation wieder beim 2% Ziel der Fed ankomme. Norbert Frey, Leiter Fondsmanagement der Fürst Fugger Privatbank: »Die Fed konzentriert sich gerade etwas mehr auf den Arbeitsmarkt. Der war bislang äußerst robust, was dazu beigetragen hat, die Lohninflation hoch zu halten. Hinzu kam eine anhaltend starke Konjunktur.« Beides, Konjunktur und Arbeitsmarkt, lasse momentan etwas an Dynamik nach und die Lohninflation dürfte sich etwas verlangsamen.*

*»Dieses Bündel an Faktoren hat dazu geführt, dass sich die kurzfristigen US-Zinsen auf einem erhöhten Niveau halten, wodurch sich zugleich der US-Dollar gegenüber vielen Währungen erholen konnte«, wie Norbert Frey*

*erklärt. Angesichts der doch etwas überraschenden geldpolitischen Kursänderung der Fed hätten Anleger auf der Suche nach Rendite in US-Staatsanleihen umgeschichtet, und hier vor allem in kurze Laufzeiten.*

*Wer in US-Dollar-Staatsanleihen investiere, wolle sein Portfolio diversifizieren, meint Frey. Stabilität und Ertrag seien wichtige Anlagemotive – und genau das sei aktuell bei US-Staatsanleihen der Fall: »Wer nur darauf bedacht ist, kurzfristig einen hohen Kupon zu verdienen, der ist bei kurzen US-Staatsanleihen gut aufgehoben«, so Frey, zumal aktuell das Volatilitätsrisiko sehr gering sei. Aber auch länger laufende Anleihen seien interessant, wenn man für längere Zeit attraktive Renditen erzielen wolle. Norbert Frey: »Ist bei der Fed der Zinssenkungszyklus erst einmal in Gang gekommen, dann geben längere Laufzeiten bis zum Ende des Lockerungszyklus um über einen Prozentpunkt Rendite ab.« Das zeige ein Blick in die Historie. Es sei daher kein schlechter Zeitpunkt, jetzt in Anleihen zu investieren, bevor die Zinssenkungen der Fed richtig »in Schwung« kämen.*



Norbert Frey,  
Leiter Fondsmanagement  
der Fürst Fugger Privatbank

[www.fuggerbank.de](http://www.fuggerbank.de)

## Kapitalflüsse – eventuell weniger in die USA?

*Eine attraktive Dividendenrendite könnte Kapitalflüsse Richtung Schwellenländer und Europa inklusive der Schweiz lenken.*

*Von Gérard Piasko, Chief Investment Officer,  
Maerki Baumann & Co. AG*

*Angesichts eventueller Veränderung der US-Geldpolitik hin zu Zinssenkungen würde es nicht überraschen, wenn die globalen Kapitalflüsse von institutionellen Investoren von den USA bzw. vom US-Dollar weg und wieder hin zu nichtamerikanischen Anlagen zunehmen würden. Profiteure könnten neben europäischen Aktien vermehrt auch Schwellenländeraktien sein, besonders, wenn der US-Dollar weniger stark würde.*

In Phasen von US-Dollar-Korrekturen zeigte sich historisch oft eine Erholung von Schwellenländeraktien und europäischen, auch schweizerischen Aktien, weil dann US-Aktien weniger nachgefragt wurden. Auch die höhere Dividendenrendite könnte Aktien Europas inklusive der Schweiz und der Schwellenländer gegenüber den US-Aktien in Zukunft wieder mehr unterstützen.

US-Aktien waren viele Jahre lang für internationale Anleger die erste Wahl und profitierten mehr als Aktien anderer Länder oder Regionen von der Corona-Pandemie und dem Potenzial der künstlichen Intelligenz. 2022 und 2023 waren für Schwellenländer hingegen nicht nur wegen der Regulierung der Technologiefirmen und der Immobilienprobleme Chinas sowie der Null-Corona-Politik Pekings Korrekturjahre, sondern auch weil der US-Dollar Stärkephasen zeigte.

Historisch ist der Zusammenhang zwischen höherem US-Dollar und schwächerem relativem Gesamtertrag von Schwellenländeraktien und Schwellenländerwährungen oft zu beobachten. Der Grund sind Kapitalflüsse in den vermeintlich sicheren Hafen des US-Dollars, obschon der Schweizer Franken eigentlich eine fundamental besser abgestützte Funktion als sicherer Hafen hat. Dies aufgrund der gesünderen Situation der Staatsfinanzen und der geringeren Verschuldung der Unternehmen in der Schweiz verglichen mit anderen Ländern sowie auch wegen der langfristig im internationalen Vergleich viel tieferen Schweizer Inflation.

Mit einem Abflauen der letzthin doch fast extremen US-Dollar-Stärke könnten sich Kapitalflüsse wieder vermehrt hin zu Europa und auch wieder zu den Schwellenländern bewegen und eher weg von den USA bzw. von US-Aktien. Wenn der US-Dollar einen gewissen Höhepunkt in seiner Entwicklung erreicht hat, dürften viele Schwellenländer, welche Auslandsschulden in US-Dollar halten, mittelfristig wieder eine Entlastung erhalten, d.h. sie würden weniger von der US-Dollar-Stärke belastet werden. Dies ist der fundamentale Kontext der historisch inversen Korrelation.

*Gérard Piasko,  
Chief Investment Officer,  
Maerki Baumann & Co. AG*

[www.maerki-baumann.ch](http://www.maerki-baumann.ch)



Zudem ist anzunehmen, dass Schwellenländer einiges Potenzial zeigen, wenn China sich punkto Regulierung oder Konjunkturstimulierung marktfreundlicher präsentiert. In der Vergangenheit zeigten sich übrigens in Phasen historisch hoher Rohstoffpreise oft wieder bessere Firmenresultate in Schwellenländern im Vergleich zu anderen Regionen. Dies, weil das Wirtschaftswachstum einiger, aber nicht aller, Schwellenländer von höheren Rohstoffpreisen unterstützt werden kann.

Vor allem aber sollten Schwellenländeraktien von einer wirtschaftlichen Erholung Chinas profitieren, falls sich die chinesische Regierung zu mehr Konjunkturstimulierung entscheidet, wofür das Potenzial ansteigt. China ist wichtiger Handelspartner nicht nur von lateinamerikanischen Staaten (via Rohstoffnachfrage), sondern auch von europäischen Ländern (über den Tourismus und die Luxusgüternachfrage), weshalb auch europäische Aktien von einer besseren chinesischen Konjunktur profitieren könnten.

Gleichzeitig erscheint die Bewertung der europäischen Aktien und der Schwellenländer sowohl gegenüber dem Weltaktien-Index wie auch gegenüber US-Aktien interessant. Besonders im sogenannten Kurs-Substanzwert-Verhältnis, aber auch im bekannteren Kurs-Gewinn-Verhältnis basierend auf erwarteten Konsensgewinnen sind europäische Aktien und Schwellenländeraktien gegenüber US-Aktien nicht teuer bewertet. Nachdem einige Jahre lang

US-Aktien besonders in der Gunst der globalen Anleger standen, könnte daher das Interesse der global wichtigen institutionellen Anleger mehr Richtung Europa oder Schwellenländer tendieren. Erste Anzeichen einer Veränderung der Kapitalflüsse hin zu Schwellenländern und Europa sind bereits zu erkennen und zeigen ein Aufwärtspotenzial für diese Regionen an. Auch die im Vergleich zu US-Aktien attraktivere, weil höhere Dividendenrendite von euro-

päischen Aktien und Schwellenländeraktien macht diese Regionen gegenüber den US-Aktien zusätzlich interessant. Aber auch schweizerische Aktien gehören bekanntlich zu den europäischen Aktien und haben ebenfalls eine attraktive Dividendenrendite. Die Dividendenrendite der US-Aktien ist nur rund halb so hoch wie die der Schweizer Aktien, der Aktien der Eurozone oder der Schwellenländeraktien. □

ANZEIGE



DANIEL SCHVARCZ PHOTOGRAPHY  
www.d-s-photo.com

ANZEIGE

## EXA Energie

Für Firmen gemacht



» Optimieren Sie mit uns Ihre Energie-Beschaffung«

[www.exa-energie.de](http://www.exa-energie.de)



**EXA-ENERGIE  
IHR UNABHÄNGIGER PARTNER FÜR  
ENERGIEBESCHAFFUNG**

Sparen Sie Kosten und Zeit durch unser umfassendes Energie-Know-how.



**TRANSPARENZ UND SICHERHEIT IM  
ENERGIEEINKAUF**

Nutzen Sie den Wettbewerb und erzielen Sie beste Konditionen am Markt.



**KOSTENEFFIZIENZ DURCH AKTIVES  
ENERGIEMANAGEMENT**

Setzen Sie auf Ökologie, Kostenvorteile und staatliche Förderung.

Fürst Fugger Privatbank Monatskommentar Mai 2024

## Sell in May? Der Mai überrascht positiv

Von Christoph Mertens

Die Börsenstimmung ist nach wie vor gut – gerade in Deutschland und Europa. Nach einer kurzen Korrektur haben sich die Indizes wieder in die Bereiche von Höchstständen aufgeschwungen. In den USA gibt es zwar einige Fragezeichen hinter der Notenbankpolitik, aber die Börsen laufen dennoch wieder aufwärts. Die Berichtssaison der US-Unternehmen ist erneut sehr gut ausgefallen. Noch etwas besser war sie jedoch in Europa, wo auch einige Rückkaufprogramme angekündigt wurden. Da hat Europa positiv überrascht und so den Märkten Rückenwind verschafft. Aus Anlegersicht drehte sich nicht mehr alles nur um die großen US-Technologiewerte. Auch die Aktien anderer Branchen wussten zu überzeugen.

Bekanntermaßen beginnt mit dem Mai ja die eher schwierige Aktiensaison. Momentan erleben wir jedoch das Gegenteil – mit bemerkenswert positivem Trend. Natürlich ist es dennoch kein Fehler, mit Blick auf den Sommer die Aktienquote leicht zu reduzieren. Wenn das derzeitige Momentum nachlässt, auch noch etwas weiter. Wir bleiben aber bei unserer positiven Meinung zu Aktien.

Wie sieht es auf der Rentenseite aus? Nach dem schlechten Jahresstart haben die Rentenmärkte etwas an Stabilität gewonnen und blicken jetzt auf die nächsten Inflationsdaten. In Europa scheint die erste Zinssenkung für den Sommer wohl ausgemachte Sache zu sein, in den USA ist die Lage komplizierter. Dort haben die letzten Inflationsdaten für Verunsicherung gesorgt und kaum jemand traut sich noch

zu, die erste bedeutende Zinssenkung der Fed vorherzusagen. Bei Anleihen mit guter Bonität ist das aktuelle Renditeniveau nach wie vor attraktiv. Die jetzige Phase lässt sich daher für die Zinssicherung nutzen. Gehen die Renditen erst wieder zurück, werden die Portfolien noch einige Jahre lang von dieser jetzt geschaffenen Stabilität profitieren.

Christoph Mertens,  
Stellvertretender Leiter  
der Niederlassung Köln

[www.fuggerbank.de](http://www.fuggerbank.de)



Wo Aktienquoten etwas reduziert werden, wird Liquidität frei. Diese höhere Liquiditätsquote ist eine willkommene Reserve, um bei kommenden Rücksetzern der Märkte wieder nachkaufen zu können. Anders als in der Niedrigzinsphase ist Liquidität zumindest kurzfristig auch wieder eine echte Alternative und wird auskömmlich verzinst. Grund zur Freude haben auch Anleger, die rechtzeitig eine strategische Goldposition aufgebaut haben. Seit Jahresbeginn steigt der Goldpreis, zuletzt auf ein neues Allzeithoch. Dabei sind es mehrere und unterschiedliche Faktoren, die den Goldpreis treiben: geopolitische Krisen, die Aussicht auf sinkende Zinsen und nicht zuletzt eine verstärkte Nachfrage seitens einiger Notenbanken. Gerade China scheint hier aktiv zu sein.

Fazit: Wer sein Depot bereits »sommerfest« gemacht hat, kann dennoch das aktuelle Momentum noch mitnehmen. Lässt es nach, kann man in kleinen Dosen die Aktienquote etwas abbauen. Auf der Rentenseite empfiehlt es sich, im Rahmen der Möglichkeiten noch gezielt gute Titel aufzunehmen, um sich das Renditeniveau zu sichern. □



## WERDEN SIE SINNSTIFTER!

Nichts verändert die Zukunft eines Kindes nachhaltiger als frühe Förderung und Bildung. Unterstützen Sie junge Menschen und werden Sie Teil der SOS-Stiftungsfamilie!

Mehr Infos unter [www.sos-kinderdorf-stiftung.de](http://www.sos-kinderdorf-stiftung.de)



## Jetzt besser in amerikanische oder europäische Aktien investieren?

Von Quintet-Aktienstrategie Marc Decker

*Historisch betrachtet hat sich der US-amerikanische Aktienmarkt fast immer besser geschlagen als seine europäischen Pendanten. Natürlich muss man hier genau hinsehen, welchen breiten Marktindex man verwendet, ob Dow Jones, S&P 500, STOXX 600, DAX, CAC40, usw. All diese Indizes unterscheiden sich teils massiv in ihrer Sektorzusammensetzung, was ein Grund für die teils großen Performance-Unterschiede ist. Aufgrund ihrer Breite verwenden wir als Vergleichsmaßstab für US-Aktien häufig den S&P 500, gegenüber dem STOXX 600 auf der europäischen Seite. Seit Jahresanfang konnte der S&P leicht höhere Zuwächse erzielen, aber auch nur, wenn man die Ergebnisse auf Euro-Basis betrachtet.*

Doch sollten Anleger nun eher auf amerikanische, oder auf europäische Aktien setzen? Eine reine Betrachtung des Bewertungsniveaus greift hier zu kurz. Denn, allein darauf gestützt, spricht alles für europäische Aktien. So liegt das Kurs/Gewinn-Verhältnis beim STOXX 600 bei ca. 14, wohingegen es beim S&P 500 bei über 22 liegt.

### **US-Aktien bei Wachstum und Gewinnentwicklung klar im Vorteil**

Jedoch müssen hierbei mehrere Faktoren in Betracht gezogen werden: So liegen einige generelle Vorteile beim US-Aktienmarkt im Vergleich zu den europäischen Märkten. Einerseits verfügen die amerikanischen Märkte über eine deutlich größere Tiefe und damit über eine bessere Liquidität. Darüber hinaus haben die Amerikaner eine ausgeprägtere Aktienmarktkultur und ein anderes Risikoverständnis. Und andererseits liegt es in der Natur der Sache, dass die regulatorische Landschaft in Europa heterogener und komplizierter ist, als es in den USA der Fall ist.

Gleichwohl spricht derzeit auch ein Argument gegen den amerikanischen Aktienmarkt und das betrifft das Zinsdifferential. Aufgrund der hoch bleibenden Inflationszahlen in den USA im Vergleich zu Europa, wo wir weiterhin eine Normalisierung der Inflationszahlen beobachten können, werden Zinssenkungen in den USA später einsetzen als in Europa. Dies sorgt ganz klar für Gegenwind für US-Aktien im Allgemeinen.

Abgesehen von den zuletzt genannten Faktoren und trotz der relativ hohen Bewertungsniveaus in den USA, sprechen aus meiner Sicht zurzeit sowohl die bessere Wachstumsdynamik der US-Wirtschaft als auch die größere Gewinndynamik der dortigen Unternehmen, für Investments in den US-Märkten.

*Marc Decker ist Co-Head of Direct Equities bei Quintet Private Bank Luxembourg, zu der die deutsche Tochtergesellschaft Merck Finck gehört. Im Blitzlicht der Woche kommentiert der Strategie regelmäßig aktuelle Entwicklungen an den internationalen Aktienmärkten.*



Den amerikanischen Verbrauchern geht es derzeit sehr gut und im Schnitt liegen die Vermögen dort auf einem historisch hohen Niveau, was trotz der spätzyklischen Phase, in welcher wir uns befinden, weitere deutliche Kursanstiege wahrscheinlicher macht.

### **Geschäftsmodell als wichtigstes Kriterium bei der Aktienausswahl**

Bei der Selektion der Aktientitel sollten Anleger sich jedoch weniger darauf konzentrieren, ob die Unternehmen, in die sie investieren, ihren Sitz in den USA oder Europa haben, oder an welcher Börse sie notieren. Entscheidend ist das Geschäftsmodell, und dieses ist bei vielen Unternehmen ohnehin international und nur noch in Teilen auf den Heimatmarkt ausgerichtet.

Wir sind davon überzeugt, dass es darauf ankommt, langfristig im Aktienmarkt engagiert zu sein. Dabei empfehlen wir unverändert eine hohe Gewichtung in substanzstarke Titel mit erprobtem Geschäftsmodell, die auch in Krisenphasen ihre Erträge und Margen hoch halten können. □

*Über Merck Finck: Merck Finck begleitet komplexe Vermögen von Privatkunden, mittelständischen Unternehmen sowie Institutionen wie Kirchen und Stiftungen. Für diese Kunden bieten wir von 12 Standorten aus ein breites Spektrum gehobener Private Banking- und Vermögensverwaltungsdienstleistungen an – von Strategischer Vermögensplanung über Vermögensverwaltung bis hin zur Beratung bei Vermögens- und Unternehmensnachfolge und Stiftungsberatung. Merck Finck ist Teil der Quintet Private Bank, die mit örtlichen Banken an 45 Standorten in sechs europäischen Ländern vertreten ist und ein Kundenvermögen in Höhe von nahezu 100 Milliarden Euro verwaltet. [www.merckfinck.de](http://www.merckfinck.de)*

Robert Greil, Chefstrategie von Merck Finck:

## DAX könnte die 20.000er-Marke noch vor der Sommerpause knacken

### DAX 20.000 dank Konjunkturbelebung in Reichweite

Die Aussicht, dass der DAX die 20.000er-Marke noch vor der Sommerpause knacken könnte, scheint – dank der laufenden Konjunkturbelebung – greifbar. In den letzten drei Monaten hat sich das Ifo-Geschäftsklima, einschließlich der Erwartungskomponente, deutlich aufgehellt. Weitere Frühindikatoren bestätigen die Faustregel, dass drei aufeinanderfolgende Anstiege des Ifo-Index – und nächsten Montag aus unserer Sicht wahrscheinlich der vierte – auf einen deutschen Konjunkturaufschwung hindeuten.

Besonders bemerkenswert ist, dass der Gesamt-Einkaufsmanagerindex (PMI) für Deutschland trotz der anhaltenden Industrierezession im April wieder in den Expansionsbereich gestiegen ist – und zwar sowohl dank einer Verbesserung auf der Industrie- wie auch der Dienstleistungsseite im Mai, wie die heute Morgen veröffentlichten Daten zeigen.

### Aufschwung macht DAX 20.000 realistisch

Damit verdichten sich die Anzeichen, dass die deutsche Wirtschaft, getragen vom Dienstleistungssektor, wieder auf Wachstumskurs ist. Es bestätigt auch unsere Erwartung, dass auch das Ifo-Geschäftsklima für Mai, das am Montag

veröffentlicht wird, den vierten Anstieg in Folge aufweisen wird. Wir erwarten dabei, dass die stark mit dem DAX korrelierenden Geschäftserwartungen der Ifo-Umfrage ebenfalls weiter zulegen werden. Ein vierter Anstieg im Mai würde einen anhaltend positiven DAX-Trend signalisieren, was aus unserer Sicht darauf hindeutet, dass der DAX noch vor der Sommerpause die 20.000er-Marke erreichen könnte.

Eine weitere – durchaus wahrscheinliche – Erholung des Verbrauchervertrauens, dessen Daten für die Eurozone heute Nachmittag und für Deutschland kommenden Mittwoch veröffentlicht werden, würde den Rückenwind bestätigen.

**Gegenläufige Wirtschaftstrends in den USA und Europa**  
Jenseits des Atlantiks rechnen wir beim heute Nachmittag anstehenden US-Einkaufsmanagerindex mit einer weiteren Eintrübung. Sollte sich dies bestätigen, wäre es ein weiterer Beleg für die Abschwächung der amerikanischen Wirtschaft im Gegensatz zur immer offensichtlicheren Erholung in Europa, auch wenn diese von einem spürbar niedrigeren Niveau ausgeht.

Insgesamt sind wir optimistisch, dass die derzeitigen Konjunkturindikatoren und Trends den DAX kurzfristig weiter beflügeln werden. Eine starke Performance des Dienstleistungssektors und positive Geschäftserwartungen könnten den deutschen Leitindex auf weitere Allzeithochs treiben.

[www.merckfinck.de](http://www.merckfinck.de)

GESTATTEN:

**SCHORSCH**  
AUS  
SCHWABEN



**BUND**  
Naturschutz  
in Bayern e.V.

**SPENDEN. MITMACHEN. LEBEN RETTEN.**  
Direkt bei Ihnen vor Ort.



[www.bund-naturschutz.de](http://www.bund-naturschutz.de)



## Was haben der Mops von Lorient und deutsche Aktien gemeinsam?

Von Rober Halver,  
Leiter Kapitalmarktanalyse, Baader Bank AG

*Die Inflation ist hartnäckig, vor allem die USA sind hoffnungslos überschuldet und Zinssenkungen der Fed scheinen eine Fata Morgana zu sein. Berlin hat Wirtschaftsvisionen, die der Behandlung eines Augenarztes bedürfen und die Welt ist auch schon einmal heiler gewesen. Und trotzdem notiert der deutsche Aktienleitindex an oder nahe Rekordständen. Haben wir es mit »Mad DAX« zu tun?*



*Sie liebt mich, sie liebt mich nicht bzw. sie senkt die Zinsen, sie senkt sie nicht*

Bislang sind Zinssenkungen in den USA nur Phantasie. Aber ist das für die Aktienbörsen wirklich so schlimm? Oder anders gefragt: Ist die Fed tatsächlich so preisstabilitätsorientiert? Mmh, schaut man sich die teilweise dramatisch gestiegenen Preise in den USA an – Einkaufen, Miete, Auto, Wohnen, Essen – fällt es mir schwer, an die Stimmigkeit der offiziellen Inflationsdaten zu glauben. Rhetorische Fragen: Könnte eine faire, an regelmäßigen Käufen von Gütern und Dienstleistungen gemessene Inflation höher als die amtliche sein? Und wenn ja, müsste dann in der Konsequenz nicht eher von Zinserhöhungs- statt -senkungsphantasie gesprochen werden?

So betrachtet ist die US-Geldpolitik trotz eines Leitzinses von 5,5 Prozent nicht autoritär, selbst wenn es – wenig wahrscheinlich – gar keine Zinssenkung der Fed geben sollte. Unabhängig davon wird die EZB ihren Senkungszyklus im Juni starten.

Grundsätzlich sind alle (Finanz-)Politiker an niedrigen Zinsen, am liebsten an negativen Realzinsen interessiert wie mein Hund Betty an ihren Leckerlies und Gassi gehen. Der Not der Überschuldung und Standortdefizite gehorchend haben die Notenbanker offenbar ein offenes Ohr für ihre

Wünsche und verhindern jeden Systemcrash. Man könnte sogar von einem festen Glaubensbekenntnis an den Finanzmärkten sprechen: Wo die Not am größten, ist die Notenbank am nächsten. Das hat mit der guten alten Stabilität sicher nichts mehr zu tun. Und Inflation, die zinspolitisch nicht konsequent bekämpft wird, ist ebenso sicher kein Argument für Festgelder und Staatspapiere. Aber es ist eines für inflationsgeschütztes Sachkapital wie Aktien und auch Edelmetalle.

*Immer mehr Unternehmen sagen beim Abschied aus Deutschland leise Servus*

Wirtschafts-Deutschland leidet unter Kleinwuchs. Leider wird politisch und psychologisch wenig dagegen, aber ideologie-philosophisch viel dafür getan. Und dennoch ein DAX am Allzeithoch?

Deutschland ist zwar der Ausreißer nach unten, doch befindet sich die gesamte Weltkonjunktur auf dem aufsteigenden Ast. Denn während bei uns das Füllhorn immer mehr ausgeschüttet wird, ohne groß zu fragen, wie es zu füllen ist, kümmern sich unsere Wettbewerber konsequent um wachstumsfördernde Infrastruktur, Innovationen und Produktivität. So haben wir es früher übrigens auch einmal gemacht.

Davon profitieren natürlich deutsche konjunkturabhängige Unternehmen, die aufgrund ihres Industrie-Know-hows nach wie vor Hauptrollen in der Weltkonjunktur spielen. Gerade die zweite Reihe wird auch beim Klimaschutz gebraucht. Und ihren Aktienkursen schadet es nicht, wenn sie für ihre Darbietungen attraktivere Bühnen als die in Deutschland suchen. Im Gegenteil, es hilft ihren Ertragsqualitäten. Und günstig bewertet sind sie auch noch.

*Schwarze Schwäne sind möglich, doch muss man sie nicht auf jeder Pfütze suchen*

Amen, ich sage euch, das Ende ist nahe. Seit spätestens 2008 wird uns der Weltuntergang verkündet. Bislang ist der große Knall aber ausgeblieben. Natürlich hat die heutige Zeit und Welt mit der früher noch bekannten Stabilität so wenig zu tun wie Glatze und Haare schneiden. Aber haben sich die umherlaufenden Hiobs – abseits ihrer angestrebten Aufmerksamkeit in den Medien – einmal gefragt, was ein Finanz- oder geopolitischer Crash für Konjunktur und öffentliche Ordnung bedeutet? Diese Endzeitstimmung wird kein Politiker riskieren. >>

Und selbst wenn es im sehr hypothetischen Fall eng würde, wäre man mit Aktien immer noch besser dran als mit Zinspapieren. Denn nach jedem Zusammenbruch kommt der Aufbau, für den man tatkräftige Unternehmen braucht, was deren Aktienkurse wiederbelebt. Beispielsweise haben Siemens oder Mercedes zwei Weltkriege überlebt. Dagegen hätten dann Zinspapiere – das lehrt die Finanz-Geschichte – nur noch den Wert von Toilettenpapier. Und selbst diesen profanen Zweck könnten sie nicht mehr erfüllen, da sie nur noch virtuell existieren.

Natürlich ist nach Übertreibungen das zwischenzeitliche Luftholen an den Börsen gerechtfertigt. Doch scheinen Konsolidierungen immer wieder nach dem Motto »Augen zu

und schnell durch« zu erfolgen. Nach kurzen reinigenden Gewittern lacht die Börsen-Sonne wieder. Die Märkte sind auf dem Krisen-Auge nicht blind. Aber sie interessieren sich weniger für den Status Quo, sondern für die Entwicklung. Sie spinnen nicht, sie wägen die Dinge realistisch ab. So gehen sie z. B. im Nahen Osten nicht von einem Flächenbrand aus. Solange es Megathemen gibt (s.o.), muss man um Aktien ohnehin keine Angst haben. Anleger sollten ihnen in guten und schlechten Zeiten die Treue halten. Beim regelmäßigen Aktiensparen sind sogar die schlechten gute Tage, da man günstige Einstiegskurse erhält. Insgesamt kann man über deutsche Aktien das Gleiche sagen, was Vico von Bülow alias Loriot einmal über eine Hunderrasse sagte: »Ein Leben ohne Mops ist möglich, aber sinnlos.« □



### *Das Monopol im 21. Jahrhundert*

*Gazprom, Google und der Fluch der Abhängigkeit:  
Warum Monopole so gefährlich sind. Nach dem Bestseller »Wem gehört die Welt?« die neue packende Recherche des renommierten Wirtschaftsjournalisten.*

*Hans-Jürgen Jakobs, geboren 1956, ist Volkswirt und einer der renommierten Wirtschaftsjournalisten des Landes. Er arbeitete u. a. für den »Spiegel« und war Chef der Online-Ausgabe und der Wirtschaftsredaktion der »Süddeutschen Zeitung«.*

*Seit 2013 ist er in verschiedenen Funktionen für die Verlagsgruppe Handelsblatt tätig. Zuletzt erschien »Wem gehört die Welt?« (2016, Knaus Verlag).*

*ISBN: 978-3-641-28836-5 | ca. 432 Seiten  
www.penguinrandomhouse.de*

ANZEIGE

# Deutschland braucht mehr Ja-Sager.

**Ja zu Herausforderungen. Ja zu verrückten Ideen. Ja zur Aufbruchstimmung. Ja zu Neugier. Ja zu Ungeduld. Ja zum An-sich-Glauben. Ja zum Ausprobieren. Und Scheiterndürfen. Ja zu „Warum nicht?“. Ja zu „Jetzt erst recht!“. Ja zu hohen Zielen. Und übers Ziel hinauschießen. Ja zu Quereinsteigern. Ja zu Auf-, Aus- und Umsteigern. Ja zu Digital Nomads. Ja zu New Work. Und zur Expertise der Alten. Ja zu einfach mal anfangen. Ja zu nie auslernen. Ja zu Open Source. Und Open Minds. Ja zu KI und IoT. Ja zum Wissenwollen. Und Machenwollen. Ja zu Wagemut. Ja zu Ehrgeiz. Ja zu Erfahrung. Und neuen Erfahrungen. Ja zum Zweifeln. Ja zur Zusammenarbeit. Ja zu Experimentierfreude. Und Erfindergeist. Ja zu neuen Wegen. Ja zu schwierigen Entscheidungen. Ja zu interdisziplinär. Und zu außergewöhnlich. Ja zu Vorbildern. Ja zu Nachhaltigkeit. Ja zu „Jetzt, nicht irgendwann“. Ja zum Infragestellen. Und Antwortensuchen. Ja zu einem ehrlichen Nein. Ja zum Kleinanfangen. Ja zum Große-Pläne-Haben. Ja zur Beharrlichkeit. Ja zum Um-die-Ecke-Denken. Ja zum Hinfallen. Und Wiederaufstehen. Ja zum Träumen. Ja zum Handeln. Ja zum Ja-Sagen. Ja zu **BEREIT FÜR NEUES DENKEN.****



Mehr erfahren und testen unter [handelsblatt.com/neuesdenken](https://handelsblatt.com/neuesdenken)

**Handelsblatt**  
Substanz entscheidet.

**Impressum: Anschrift:** Elite Report Redaktion, Niggerstraße 4/II, 81675 München, Telefon: +49 (0) 89 / 470 36 48, [redaktion@elitebrief.de](mailto:redaktion@elitebrief.de)  
**Chefredakteur:** Hans-Kaspar v. Schönfels v.i.S.d.P. **Realisation:** Falk v. Schönfels **Steuern und Recht:** Jürgen E. Leske

**Rechtliche Hinweise/Disclaimer:** Die enthaltenen Informationen in diesem Newsletter dienen allgemeinen Informationszwecken und beziehen sich nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person. Sie stellen keine betriebswirtschaftliche, finanzwirtschaftliche, rechtliche oder steuerliche Beratung dar. Im konkreten Einzelfall kann der vorliegende Inhalt keine individuelle Beratung durch fachkundige Personen ersetzen. Der Inhalt darf somit keinesfalls als Beratung aufgefasst werden, auch nicht stillschweigend, da wir mittels veröffentlichter Inhalte lediglich unsere subjektive Meinung reflektieren. Handelsanregungen oder Empfehlungen in diesem Newsletter stellen keine Aufforderung von Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten, auch nicht stillschweigend, dar. Niemand darf aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation. Für Entscheidungen, die der Verwender auf Grund der vorgenannten Informationen trifft, übernehmen wir keine Verantwortung. Obwohl wir uns bei der Auswahl des Informationsangebotes um größtmögliche Sorg-

falt bemühen, haften wir nicht für ihre Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit. Wir behalten uns das Recht vor, die in diesem Newsletter angebotenen Informationen, Produkte oder Dienstleistungen ohne gesonderte Ankündigung jederzeit zu verändern, zu ergänzen, zu löschen oder zu aktualisieren. Indirekte sowie direkte Regressansprüche und Gewährleistung wird für jegliche Inhalte kategorisch ausgeschlossen.

Leser, die aufgrund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln auf eigene Gefahr, die hier veröffentlichten oder anderweitig damit im Zusammenhang stehenden Informationen begründen keinerlei Haftungsbiligo.

Ausdrücklich weisen wir auf die im Wertpapier- und Beteiligungsgeschäft erheblichen Risiken hoher Wertverluste hin. Das Informationsangebot in diesem Newsletter stellt insbesondere kein bindendes Vertragsangebot unsererseits dar. Soweit dies nicht ausdrücklich vermerkt ist, können über diesen Newsletter auch seitens der Leser keine Angebote abgegeben oder Bestellungen getätigt werden. Für alle Hyperlinks und Informationen Dritter

gilt: Die Elite Report Redaktion erklärt ausdrücklich, keinerlei Einfluss auf die Gestaltung und die Inhalte der gelinkten Seiten zu haben. Daher distanziert sich die Elite Report Redaktion von den Inhalten aller verlinkten Seiten und macht sich deren Inhalte ausdrücklich nicht zu Eigen. Diese Erklärung gilt für alle in den Seiten vorhandenen Hyperlinks, ob angezeigt oder verborgen, und für alle Inhalte der Seiten, zu denen diese Hyperlinks führen. Auch für Werbeeinhalte Dritter übernimmt die Elite Report Redaktion keinerlei Haftung.

Das Copyright dieses Newsletters liegt bei der Elite Report Redaktion, München. Alle Rechte vorbehalten. Die Vervielfältigung dieses Newsletters im Wege des Herunterladens auf dauerhafte Datenträger und/oder des Ausdrucks auf Papier sowie die Weiterverbreitung ist gestattet.

Jede andere Nutzung des urheberrechtlich geschützten Materials ist ohne unsere schriftliche Genehmigung untersagt. Für gegebenenfalls bestehende oder künftig entstehende Rechtsverhältnisse ist ausschließlich deutsches Recht anwendbar und sind nur deutsche Gerichte zuständig.