

## *Sicherheit im Family Office – Mehrdimensionale Schutzkonzepte für Menschen, Vermögen und Daten*

*Von Thorsten Stelly und Volker Pengel,  
tertium FAMILY OFFICE*

Traditionell verstand sich das Family Office als diskreter, strategischer Partner vermögender Familien mit der primären Aufgabe, das Vermögen über Generationen hinweg zu bewahren, zu strukturieren und zu mehren. Im Vordergrund standen dabei klassische Funktionen wie steuerliche Optimierung, rechtliche Strukturierung, Vermögenscontrolling, administrative Entlastung und natürlich die Generierung einer guten Performance.

Die Öffentlichkeit und persönliche Sichtbarkeit der Vermögensinhaber wurden, soweit nur irgend möglich, vermieden – Diskretion galt als höchstes Gut und war Ausdruck eines tief verankerten Wertekanons, in dem Loyalität, Vertrauen und Langfristigkeit zentrale Rollen spielten. Doch mit der tiefgreifenden Transformation der Welt in Folge von Globalisierung, Digitalisierung, wachsender geopolitischer Instabilität sowie gesellschaftlicher Polarisierung, ist dieses klassische Rollenverständnis nicht mehr ausreichend. Sicherheit muss heute viel umfassender, vielschichtiger und dynamischer gedacht werden. Sie betrifft nicht nur das Vermögen, sondern gleichermaßen die physische Unversehrtheit, die digitale Integrität und die soziale Resilienz der Familie. Der Schutz der Gesamtheit familiärer Interessen ist integraler Bestandteil eines modernen Family Offices.

Der zentrale Aspekt moderner Sicherheit ist der Schutz von Leib und Leben. Globale Mobilität, öffentliche Aufmerksamkeit, Wohnsitze in politisch instabilen Regionen oder Geschäftsreisen in Schwellenländer erhöhen das Risiko von Angriffen, Entführungen oder Erpressungen deutlich. Sicherheitskonzepte müssen deshalb über die reine Objektsicherung hinausgehen. Der physische Schutz umfasst biometrisch gesicherte Zugänge zu Wohn- oder Büroräumen, Videoüberwachung nach DSGVO-Standards, Schutzräume innerhalb von Immobilien und ein jederzeit aktivierbarer Personenschutz. Sicherheitsanalysen im Vorfeld von Reisen, insbesondere in geopolitisch sensible Gebiete, sind genauso erforderlich wie die Verfügbarkeit

### **Vermögensverwalter aufgepasst!**

*Hier können Sie den Fragebogen für  
»Die Elite der Vermögensverwalter  
im deutschsprachigen Raum 2026«  
herunterladen:*

[www.elitereport.de/fragebogen](http://www.elitereport.de/fragebogen)

*Bitte füllen Sie den Fragebogen aus,  
und schicken Sie ihn per E-Mail  
bis zum 21. August 2025 an uns zurück.*



### **»Die Elite der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum 2025«**

*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)*



Die Geschäftsführer von tertium FAMILY OFFICE:  
Thorsten Stelly und Volker Pengel tertium-fo.de

eines Krisenteams. In Krisensituationen – etwa bei politischer Eskalation in einem Aufenthaltsland – müssen Evakuierungspläne, gesicherte Kommunikationskanäle und Visaoptionen für Ausweichorte bereitstehen. Wichtig ist auch, dass der Wohnsitz selbst in die Sicherheitsstrategie einbezogen wird. Länder wie Irland oder Singapur, die hohe politische Stabilität, geringe Kriminalitätsraten und effiziente Behördenstrukturen bieten, sind für vermögende Familien aus genau diesem Grund besonders attraktiv. Singapur etwa bietet eine exzellente institutionelle Ord-

nung, eine technikgestützte Verwaltung und ein Höchstmaß an innerer Sicherheit – allerdings bei begrenzten Zugangsrechten zum Immobilienmarkt und mit hoher staatlicher Kontrolle. Irland hingegen bietet EU-Kompatibilität, steuerliche Vorteile auf Unternehmensebene und eine vergleichsweise offene Gesellschaft – ideal für Familien mit langfristiger Planungsperspektive in Europa.

Den Anfang macht die wirtschaftliche Sicherheit, insbesondere durch gezielte Diversifikation. Vermögensschutz heute bedeutet nicht mehr allein, Gelder in verschiedene Assetklassen zu streuen. Vielmehr umfasst Diversifikation mehrere Ebenen: über verschiedene Assetklassen (z. B. Immobilien, Beteiligungen, Liquidität, alternative Investments), Währungsräume (zur Absicherung gegen Inflation und politische Risiken), Investmentmanager (zur Vermeidung von Klumpenrisiken), Zeitpunkte (sogenannte »Vintages«) sowie rechtliche Vermögensträger (z. B. Stiftungen, Holdings, Familiengesellschaften). Ebenso relevant ist die geografische Streuung der Investments – nicht nur zur Risikodiversifikation, sondern auch im Sinne regulatorischer und rechtlicher Stabilität. In Zeiten zunehmender

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



Unsicherheiten über Steuerregime, Enteignungstendenzen oder Kapitalverkehrskontrollen sind diese Aspekte von wachsender Bedeutung. Diese Struktur muss kontinuierlich überwacht, bewertet und angepasst werden. Ein leistungsfähiges Multi Family Office nutzt hierfür digitale Plattformen zur Aggregation und Visualisierung der Vermögensdaten, flankiert durch aktives Risikomanagement und strategisches Reporting. Entscheidungswege sind klar definiert, Verantwortlichkeiten geregelt und Szenario-planungen Bestandteil des Portfolioaufbaus.

Im digitalen Zeitalter muss aber nicht nur das Familienvermögen geschützt werden. Die Bedrohung durch Cyberkriminalität ist real und nimmt stetig zu. Cyberattacken auf Familienmitglieder, Social Engineering, Identitätsdiebstahl, gezielte Phishing-Kampagnen oder der Verlust sensibler Daten können enormen Schaden verursachen – sowohl finanziell als auch reputativ.

Deshalb ist ein umfassendes Cybersecurity-Konzept heute unverzichtbar. Es beginnt bei der technischen Grundausstattung: Verschlüsselung aller Daten nach höchsten Standards (z. B. AES-256 bei der Speicherung, TLS 1.3 bei der Übertragung), mehrstufige Zugriffskontrollen mit rollenbasierten Berechtigungen (RBAC) und Multi-Faktor-Authentifizierung sind Pflicht. Firewalls mit Deep-Packet-Inspection, Endpoint-Detection-and-Response-Systeme (EDR) sowie segmentierte Netzwerke für besonders schützenswerte Datenzonen sorgen für zusätzlichen Schutz. Regelmäßige Penetrationstests und Audits durch externe Spezialisten gewährleisten, dass das Sicherheitsniveau nicht nur auf dem Papier besteht, sondern in der Praxis wirksam ist. Wichtig ist auch die Sensibilisierung der Familienmitglieder – insbesondere der jungen Generation – die mit neuen Technologien selbstverständlich umgeht, aber Gefahren oft unterschätzt. Schulungen zur Erkennung und Vermeidung von Cyberrisiken sollten regelmäßig stattfinden. Diese werden in der Regel vom Family Office in Zusammenarbeit mit einem Spezialisten vorgenommen. Auch Datenschutz im engeren Sinne, insbesondere im Umgang mit medizinischen, steuerlichen und persönlichen Daten, muss strikt eingehalten und laufend kontrolliert werden.

Sicherheit hat heute auch eine soziale Dimension – besonders in Bezug auf Reputationsrisiken. In einer hypervernetzten Welt mit permanentem Zugriff auf soziale

Medien, kann ein unbedachter Beitrag oder ein veröffentlichtes Familienfoto weitreichende Folgen haben. Deshalb empfehlen sich verbindliche Verhaltensregeln zum Umgang mit Social Media: Was darf gepostet werden? Welche Daten dürfen öffentlich werden? Wer ist im Krisenfall für externe Kommunikation zuständig? Der Schutz der familiären Privatsphäre, Diskretion in der Außendarstellung und der Umgang mit medialer Präsenz sollten kein Zufallsprodukt sein, sondern Teil eines strategischen Kommunikationskonzepts, den das Family Office an der Seite der Familie entwickelt und steuert. Eine vorausschauende Medienstrategie kann helfen, Imageschäden zu vermeiden und Krisenkommunikation professionell zu steuern. Auch die Kinder und Jugendliche der Familie sollten hier altersgerecht eingebunden und sensibilisiert werden.

Eng damit verbunden ist die organisatorische Sicherheit innerhalb der Familie – vor allem im Kontext von Krankheit, Tod oder Geschäftsunfähigkeit eines Familienmitglieds. Ein Family Office sollte hierfür digitale Strukturen etablieren: ein verschlüsselter Familientresor enthält Generalvollmachten, Vollmachten, Testamente, Vorsorgevollmachten, Patientenverfügungen, Zugangsdaten, Konteninformationen und Kontaktdaten wichtiger Ansprechpartner. Notfallpläne sichern die Handlungsfähigkeit in Krisensituationen.

Noch wichtiger ist jedoch, dass klare Nachfolgestrukturen definiert sind: Wer übernimmt Entscheidungsgewalt im Krisenfall? Welche Rollen haben Ehepartner, Kinder, externe Berater? Eine Familienverfassung hilft dabei, nicht nur die formalen Strukturen, sondern auch Werte, Ziele und Rollen klar zu definieren. Professionelle Nachfolgeplanung wird dabei zunehmend von »soften« Maßnahmen flankiert – etwa durch Mentorenprogramme, die Einbindung der nächsten Generation in Verwaltungsstrukturen oder spezielle Schulungsformate wie Governance-Akademien. Diese werden in der Regel durch das Family Office koordiniert und eng begleitet. So entsteht langfristige Kontinuität und Unabhängigkeit von einzelnen Personen. Regelmäßige Überprüfungen dieser Strukturen, begleitet durch externe Rechts- und Steuerexperten, sorgen für dauerhafte Rechtssicherheit.

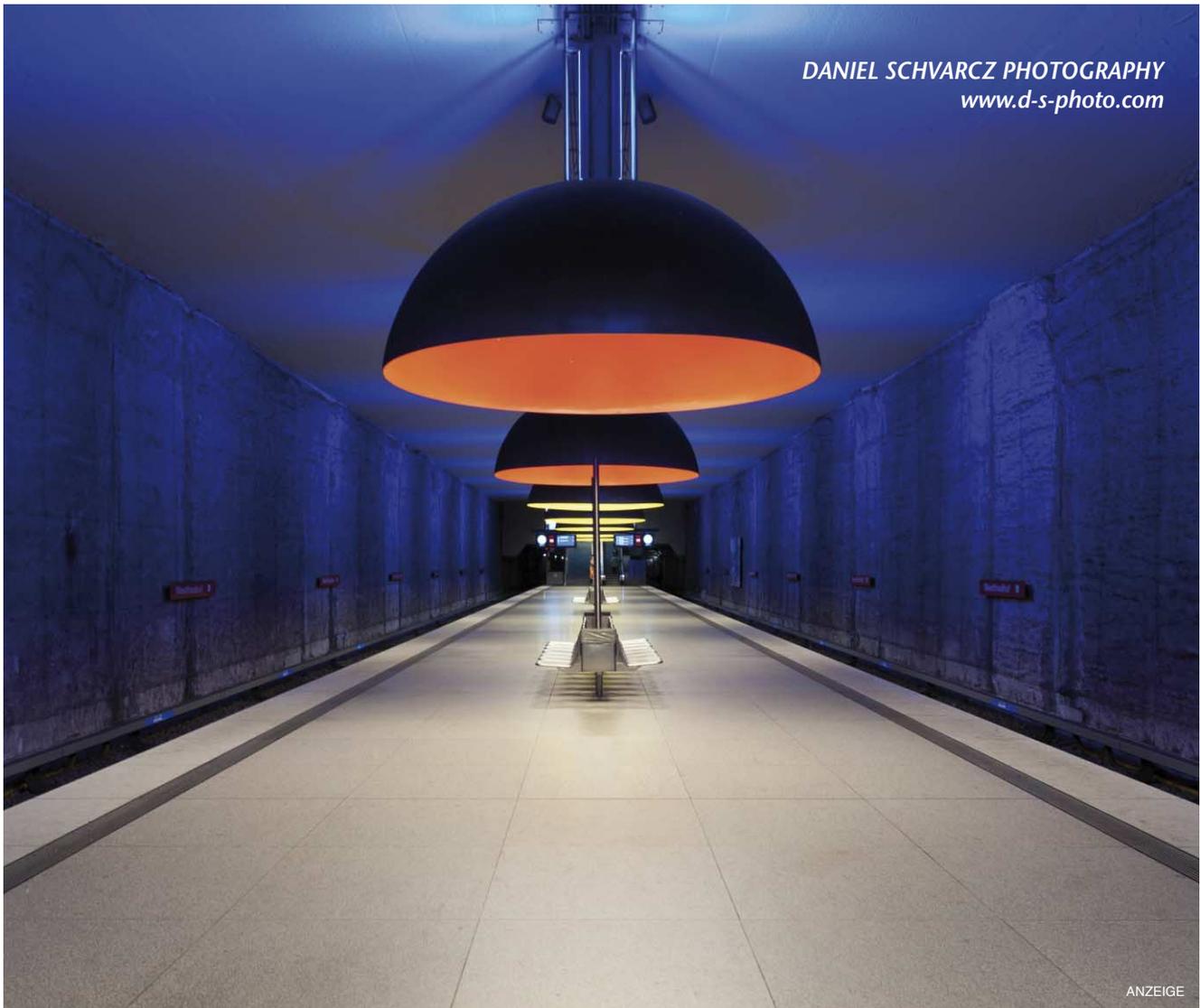
Schließlich verdient auch der Standort selbst Beachtung als strategischer Sicherheitsfaktor. Deutschland bietet trotz hoher technischer und institutioneller Standards

derzeit nur bedingt Planungssicherheit: wirtschaftliche Stagnation, demografischer Druck, politische Polarisierung und überlastete staatliche Systeme stellen das Vertrauen in viele lang etablierte Sicherheiten in Frage.

Für strategisch denkende Familien rückt daher der Blick auf Alternativen wie Irland, die Schweiz, Singapur oder andere Destinationen immer stärker in den Fokus – nicht als Fluchtreflex, sondern als Teil eines überlegten Standortkonzepts. Dies beinhaltet steuerliche, rechtliche, sicherheitsrelevante und persönliche Kriterien. Bei der Wahl eines geeigneten Lebensmittelpunkts müssen viele Faktoren in Einklang gebracht werden: Aufenthaltsrecht, Sicherheit von Leib und Leben, Schutz privater Daten, Rechtssicherheit, Zugang zu hochwertiger Bildung und

medizinischer Versorgung sowie eine stabile Energie- und Versorgungsinfrastruktur.

Insgesamt zeigt sich, dass Sicherheit im Family Office längst kein statischer Zustand mehr ist, sondern ein dynamischer und integrierter Führungsprozess. Sie beginnt bei der persönlichen Unversehrtheit, führt über finanzielle Stabilität und reicht über digitale Verteidigung, soziale Verantwortung und generationsübergreifende Strukturen bis hin zur strategischen Standortplanung. In einer komplexen Welt müssen Family Offices sich als Sicherheitsarchitekten für Leib und Leben und das Vermögen verstehen – proaktiv, vorausschauend und vernetzt. Nur so kann der Schutz von Menschen, Vermögen, Daten, und Werten auch in Zukunft gelingen. □



Zum Thema »Immobilien«

Von Stefan Riederer Freiherr von Paar und Oliver Leipholz,  
Deutsche Oppenheim Family Office AG

Die Klage ist der Gruß der Kaufleute, heißt es. Und die Klage ist seit Corona besonders laut. Ist sie berechtigt? Und ist ein Investment in Einzelhandelsimmobilien trotzdem oder gerade deshalb interessant? Wie geht man mit seinem Immobilienbestand um? Für eine qualifizierte Antwort lohnt ein näherer Blick auf die aktuelle Lage des Einzelhandelsmarkts.

Umbruch des deutschen Einzelhandels

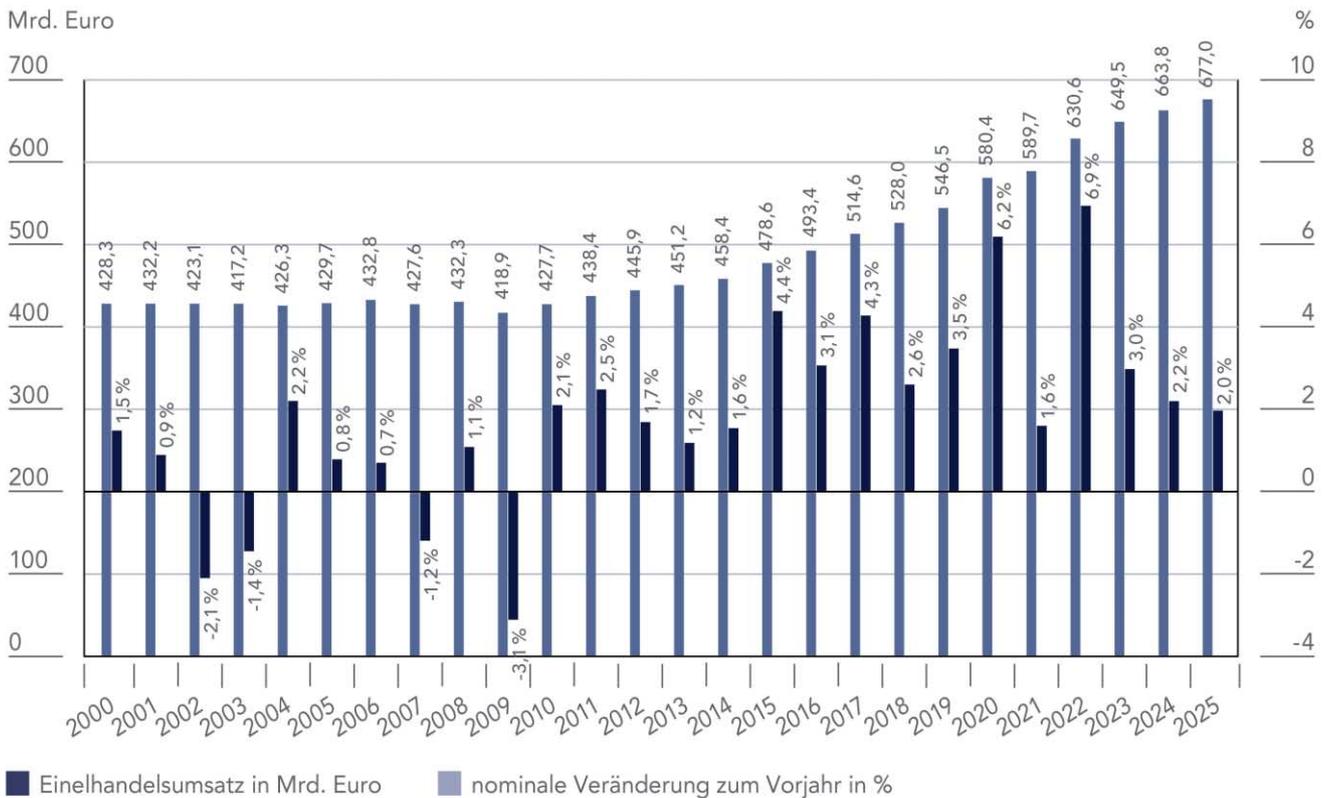
Den Einzelhändlern geht es nicht gut, heißt es. Ladenflächen stehen selbst in guten Lagen länger leer, viele bekannte Einzelhändler, darunter auch große Marken wie Esprit, The Body Shop oder Görtz Schuhe, mussten in den vergangenen 12 Monaten ihr Geschäft aufgeben. Die Warenhauskette Galeria kämpft ums Überleben, viele ihrer Warenhäuser, früher Anker in den Innenstädten, werden

nicht mehr genutzt. Dabei wurden innerstädtische Einzelhändler schon seit langer Zeit herausgefordert. Beginnend in den 80er-Jahren kamen beispielsweise Shopping-Center, Fachmarktzentren und weitere Angebote auf der grünen Wiese auf, durch die viele etablierte Geschäfte aufgeben mussten und manche Innenstädte bereits verödeten.

In den 2000er-Jahren kamen digitale Angebote auf, allen voran Amazon, die erneut viele traditionelle Händler verdrängten und sich inzwischen in vielen Segmenten etabliert haben.

In den letzten Jahren wurden Einzelhändler vor allem von exogenen Faktoren herausgefordert. Zunächst Corona, das einen Digitalisierungsschub auslöste, in Folge eine sprunghaft gestiegene Inflation und schließlich zunehmende politische und wirtschaftliche Unsicherheiten. Aber trotz aller Herausforderungen steigt der Umsatz im Einzelhandel langsam, aber robust, seit 2020 immerhin um 58% (siehe Grafik unten). >>

Entwicklung des Einzelhandelsumsatzes seit 2000



Quelle: HDE Handelsverband Deutschland e. V., Stand: 2025

Dabei entwickelt sich der Online-Handel deutlich dynamischer als der stationäre Handel, mit ca. 13% am Gesamtumsatz spielt er allerdings noch keine dominante Rolle (siehe Grafik unten).

Aber er verändert unser Kaufverhalten, Onlineshops und Marktplätze wurden immer beliebter. Die Auswahl ist online viel größer und durch den größeren Wettbewerb wird auch der Preiskampf angekurbelt. Immer mehr Unternehmen bieten daher ihre (physische) Ware oder Dienstleistung im Internet an, weil eine geeignete stationäre Alternative fehlt und die bestellte Ware inzwischen schnell und bequem geliefert wird. Verfügbarkeit, Bequemlichkeit und Preis sind die prägnanten Vorteile des Online-Handels.

**Handel ist Wandel**

Die Professionalisierung und der Erfolg des Onlinehandels zwingen den stationären Handel, sich weiterzuentwickeln – und das tut er auch. Seine Stärken liegen in der Möglichkeit, Produkte zu begutachten, direkt zu vergleichen und auszuprobieren, aber auch im persönlichen Service und dem Erlebnis, gemeinsam mit anderen zu »shoppen«. Schließlich kann der Kauf schnell abgewickelt werden, da

man die Ware direkt mitnehmen kann. Unter anderem Lebensmittel und sogar Textilien funktionieren nach wie vor stationär besser als online.

Das Einkaufserlebnis und damit der Erfolg ist umso besser, je einladender eine Stadt für Kunden ist. Dazu zählen Erreichbarkeit, Umfeld, Anzahl und Qualität der Geschäfte, Aufenthaltsqualität, Gastronomie etc., aber auch die Fähigkeit, neue Handelsformen aufzunehmen und zu integrieren.

**Vorsichtige Kunden**

Die Konsumfreude der Verbraucher nimmt auf noch niedrigem Niveau langsam Fahrt auf, wie das Konsumbarometer des HDE mit einem sich wieder leicht erhöhenden Wert von 97,35 im Juni 2025 belegt (Quelle: HDE Handelsverband Deutschland e. V.; Januar 2017 = 100). Die Kombination aus zuletzt rückläufiger Inflation und Nominallohnzuwachsen ließ die Reallöhne steigen, die erhöhte Kaufkraft der privaten Haushalte führt jedoch angesichts der bestehenden Verunsicherung (Einkommensentwicklung, politische Verwerfungen) maßgeblich in eine erhöhte Sparquote. >>

**Stationärer und Onlinehandel**



Quelle: HDE Handelsverband Deutschland e. V., Stand: 2025

Für 2025 wird aber auch mit weiterem Rückenwind bei der Entwicklung der Konsumausgaben gerechnet. Optimistisch stimmt zudem, dass das ausgeprägte Preisbewusstsein und das angebotsfokussierte Konsumieren der Verbraucher im Laufe des Jahres 2024 wieder abgenommen haben. Zu diesem Ergebnis kommt eine Analyse der IFH FÖRDERER, die zwischen Oktober 2023 und Juli 2024 einen spürbaren Zuwachs der Ausgaben bei emotionalen und spontanen Käufen feststellt.

**Chancen/Risiken für Immobilieneigentümer und -investoren?**

Das Interesse an Einzelhandelsimmobilien nimmt auf niedrigem Niveau wieder zu, erstmals seit 2020 steigt das Transaktionsvolumen wieder an (siehe Grafik unten links).

Dabei lassen sich seit Corona zwei starke Trends erkennen:

- Fokussierung auf Kern-1A-Lagen, Nebenlagen und Kleinstädte verlieren.
- Lebensmittelgeankerte Fachmarktangebote in Stadtteilen profitieren (siehe Grafik unten rechts).

**1A-Lagen**

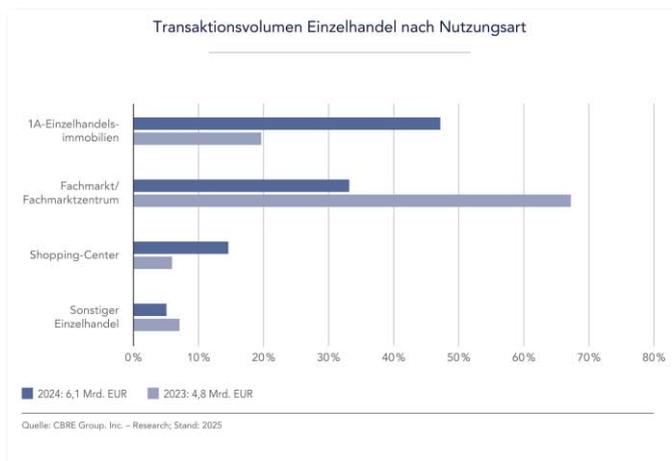
Die Ausdehnung zentral gelegener 1A-Lagen nimmt bereits seit Jahren ab, innerhalb dieser Lagen ist die Nachfrage aber sehr stabil, teilweise kommt es hier nach den Wertverlusten der Corona-Folgejahre jetzt wieder zu Renditekompressionen: Die Spitzenrendite lag im Dezember 2024 bei 4,6% und damit 0,2% niedriger als im Vorjahr (Quelle Renditeangaben: CBRE Group Inc., 2025).

Außerhalb dieser Lagen ist die Situation differenzierter. Die Engmaschigkeit des Filialnetzes, insbesondere im Bekleidungs Einzelhandel, nimmt ab, Warenhäuser geben auf. Infolge fallen die Mieten, Flächen können teilweise

von preissensiblen Discountern wie Woolworth oder Action sowie zunehmend auch von gastronomischen Angeboten übernommen werden. Aber auch kulturelle und städtische Angebote (z. B. Büchereien) zeigen aufgrund der günstigeren Mieten Interesse. Wenn beispielsweise ein Galeria-Kaufhaus aufgegeben wird, können andere Nutzer neue Angebote schaffen. Bleibt die Immobilie allerdings ungenutzt oder verfällt sogar, kann das negative Auswirkungen auf das Umfeld haben. Gute Geschäfte ziehen um, billige Läden oder Leerstände folgen, die Lage kippt. Shopping-Center in sehr guten Lagen können sich behaupten, die Spitzenrenditen haben sich inzwischen bei knapp unter 6% stabilisiert. In B-Lagen haben hingegen auch sie Vermietungsprobleme, die Spitzenrenditen stiegen deutlich auf 7,5% und locken damit opportunistische Investoren. Auch wichtig sind die bauliche Qualität der Immobilien, ein insgesamt einladendes städtebauliches Umfeld – beides oft Schwächen vieler kriegszerstörter deutscher Innenstädte – sowie eine gute Erreichbarkeit. Hier sind sowohl die Immobilieneigentümer als auch die Städte gefordert.

**Fachmärkte**

Spätestens mit Beginn der Coronakrise führte der Trend zum Homeoffice zu einer verstärkten Konsumverlagerung von den Zentrums-lagen in die Stadtteile, wodurch sich lebensmittelgeankerte Nahversorger (Fachmärkte und Fachmarktzentren) gegenüber innerstädtischen Warenhäusern oder Shoppingcentern als bequeme und damit beständige Vertriebsform immer stärker durchsetzen konnten. 73 Prozent der Expansionsverantwortlichen aus dem deutschen Einzelhandel sagen in einer Befragung aus dem Sommer 2024, dass sie zukünftig Nahversorger als primär bevorzugte Betriebsform einschätzen. Ihr diversifiziertes Angebot aus Gebrauchsgütern des kurz- und mit-



telfristigen Bedarfs, zu denen es oft keine geeigneten Online-Alternativen gibt, sowie ihre Lebensmittelverankerung orientiert sich an der Grundversorgung der Bevölkerung und profitiert dabei von einer weitgehend unelastischen Nachfrage. Dies sichert eine stabile Kundenfrequenz und im Zuge dessen auch in schwierigen Zeiten kontinuierliche Umsatz- und Mietpreissteigerungen. So entdecken vermehrt auch preissensible innerstädtische Händler wie Primark die Vorteile dieser Betriebsform. Ob sich Fachmarktzentren auch zukünftig erfolgreich weiterentwickeln können, hängt vor allem von der Entwicklungsbereitschaft der Betreiber ab. Im Fokus stehen hierbei neben der Sortimentsstruktur auch die Erhöhung der Aufenthaltsqualität durch additional Services sowie ein abgestimmtes Gastronomiekonzept und der barrierefreie Zugang. Besondere Beachtung muss auch hier der architektonischen Weiterentwicklung gegeben werden, da die häufig in die Jahre gekommenen Gebäude ansonsten eine allzu abweisende Ausstrahlung auf Kunden haben und dadurch nachhaltig Kunden verlieren können.

Für dieses Jahr wird erwartet, dass Fachmärkte und Fachmarktzentren weiterhin eine wesentliche Konstante in den Portfolios überwiegend risikoaverser Investoren mit einem langfristigen Anlagehorizont sind und einen wichtigen Beitrag zur Diversifikation dieser Portfolios liefern werden. Entsprechend stabil liegen die Spitzenrenditen zwischen 4,7 % (nur Lebensmittel) und 5 % (Fachmarktzentrum).

#### Nachhaltige Bedeutung des stationären Einzelhandels

Tatsächlich ist das Investoreninteresse seit der Hochzeit in den Jahren 2015 – 2017 um deutlich mehr als die Hälfte gefallen. Die seit dem Juli 2022 deutlich gestiegenen Zinsen machten Investitionen in Immobilien zusätzlich weniger interessant. Inzwischen sind die Zinsen wieder gesunken und der stationäre Einzelhandel hat sich gewandelt und behauptet. Der gestiegene Transaktionsumsatz belegt das.

Führende europäische Einzelhändler setzen weiterhin bzw. wieder auf stationäre Präsenz als zentralen Bestandteil ihrer Strategie, selbst erfolgreiche Online-Anbieter eröffnen Geschäfte, um sich besser präsentieren zu können. Sie alle haben den Wert für ein langfristiges Wachstum erkannt. Sie bewerten den stationären Einzelhandel oft als effektiver als den Online-Handel, insbesondere bei der Kundengewinnung und -bindung (siehe Grafik rechts).

#### Fazit

Einzelhandelsimmobilien sind eine Assetklasse für erfahrene Immobilieninvestoren. Der Markt ist im stetigen Wandel, nach wie vor geprägt von den großen Umbrüchen der letzten Jahre (Corona, Onlinehandel, Inflation) und neue Herausforderungen werden sicher kommen. Die meisten Marktteilnehmer rechnen für dieses Jahr zwar mit einem zunehmenden Aufwind für den Konsum. Die angespannte politische und wirtschaftliche Lage – Stichwort Kriege, Zölle – könnte aber auch zu einer höheren Sparrate und damit wieder zu weniger Konsum führen. Zudem sind nicht nur die Mietverträge komplizierter und die Pflege der Mieter anspruchsvoller, auch muss die Immobilie den stetigen Veränderungen immer wieder angepasst und attraktiv gehalten werden. Letzteres ist auch ein Anspruch an die Nachbarn, das Umfeld und die Stadt, mit denen man gemeinsam Sorge tragen muss, dass die Lage von den Konsumenten nachgefragt wird.

Der Markt bietet erfahrenen Investoren und Bestandhaltern aber auch Chancen. Innerstädtische 1A-Lagen funktionieren nach wie vor sehr gut, die Preise erholen sich, Immobilien bieten damit eine gute Wertentwicklungsperspektive bei stabilen Cash-flows. Ähnliches gilt für Nahversorger, also Fachmärkte und Fachmarktzentren in Stadtteilen. Dies gilt vor allem dann, wenn sie lebensmittelgeankert sind und baulich in Schuss gehalten werden. Diese Assetklasse ist vor allem für langfristig agierende, konservative Investoren gut geeignet. Andere Standorte können für Value-Add-Investoren, die sich eine Repositionierung von Einzelhandelsimmobilien zutrauen, sehr interessant sein. □

[www.deutsche-oppenheim.de](http://www.deutsche-oppenheim.de)



## KI – Zukunftsmodell und Branchenkiller oder Ergänzung und Werkzeug?

*Die Integration von Künstlicher Intelligenz (KI) in der Vermögensberatung wird derzeit intensiv diskutiert – und zwar vor allem im Hinblick darauf, ob sie traditionelle Berater ersetzen oder vor allem unterstützen soll. Eine differenzierte Betrachtung zeigt, dass beide Perspektiven ihre Berechtigung haben, wobei der aktuelle Trend klar in Richtung einer Ergänzung und eines effizienzsteigernden Werkzeugs geht.*

### Effizienz und Datenverarbeitung

KI kann in kurzer Zeit große Datenmengen analysieren, um daraus personalisierte Handlungsempfehlungen abzuleiten. Dies führt zu einer erheblichen Effizienzsteigerung in der Portfolio- und Risikobewertung. Unser täglich angewandter Investmentprozess nutzt diese Unterstützung vor allem bei der Identifizierung von Chancen bei neuen Investitionen oder frühzeitigem Erkennen von Fehlentwicklungen einer Aktie im Risikomanagement.

### Ergänzende Funktion zu klassischer Beratung

Trotz aller technischen Möglichkeiten bleibt der »menschliche Faktor« in der Vermögensverwaltung zentral. Viele Kunden schätzen den persönlichen Kontakt, das Vertrauensverhältnis und die Fähigkeit, emotionale sowie individuelle Lebensumstände in die Beratung einfließen zu lassen. KI-Systeme können hier als unterstützendes Werkzeug dienen, indem sie etwa routinemäßige Aufgaben übernehmen oder fundierte Datenanalysen liefern – was Beratern mehr Zeit für den direkten Kundenkontakt verschafft. Der »gesunde« Menschenverstand bleibt weiterhin dem persönlichen Berater vorbehalten.

### Spezialisierte Anwendungen und Branchenentwicklung

Bereits heute sind »Robo-Advisors« im Einsatz, die standardisierte Anlagestrategien umsetzen und dabei kosten- und

zeiteffizient arbeiten. Diese Systeme bedienen jedoch vor allem Kunden mit relativ homogenen Anlagezielen und sind nur für kleinere Anlagesummen geeignet. Komplexe und individuelle Beratungssituationen erfordern weiterhin die Expertise eines erfahrenen Vermögensverwalters, der auch regulatorische und persönliche Faktoren einbezieht. Somit hat sich KI als ein wichtiges Instrument etabliert, das die Arbeit menschlicher Berater optimiert, ohne diese vollständig zu ersetzen.

Andreas Glogger,  
Geschäftsführer und Inhaber,  
GLOGGER & PARTNER  
Vermögensverwaltung

[www.vermogensverwaltung-europa.com](http://www.vermogensverwaltung-europa.com)



### Ausblick

Die künftige Entwicklung wird vermutlich eine noch engere Verzahnung von KI und klassischer Beratung bringen. Während KI als Zukunftsmodell innovativ und leistungsstark ist, liegt ihr Mehrwert vor allem in der Unterstützung – sie dient als Werkzeug, das Routineaufgaben automatisiert und datenbasierte Insights liefert, sodass Berater ihre Kompetenzen in komplexeren und zwischenmenschlichen Bereichen voll entfalten können und damit mehr Zeit für den Mandanten haben.

### Fazit

Künstliche Intelligenz wird in der Vermögensverwaltung nicht primär als Branchenkiller agieren, sondern als ein entscheidendes Ergänzungs- und Optimierungsinstrument. Sie schafft die Grundlage, um Prozesse zu verbessern und fundierte Entscheidungen zu treffen, während der persönliche und beratende Aspekt weiterhin von menschlicher Expertise getragen wird. □

Handelsblatt

Substanz entscheidet.



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

ANZEIGE

## Tolles erstes Halbjahr – was passiert bis Jahresende?

Von Georg Geiger, Value-Holdings AG

»Eine Aktie, die man nicht 10 Jahre bereit ist zu halten,  
darf man auch nicht 10 Minuten besitzen.«

(Warren Buffett)

### Die Aktienbörsen erreichen im 1. Halbjahr Rekordstände

Aktien haben an den deutschen Börsen im ersten Halbjahr neue Rekordstände erreicht. Der Deutsche Aktienindex DAX stieg von Januar bis Juni um 20,1 % auf 23.910 Punkte. Bereits Anfang Juni hatte er mit 24.324 Punkten ein neues All-time-High erreicht, das Mitte Juli mit 24.639 Punkten sogar nochmals übertroffen wurde. In den vergangenen vier Jahren machten vor allem die großen Werte von sich reden, Small- und Mid-Caps hatten dem steilen Anstieg des DAX nichts entgegenzusetzen. Das hat sich 2025 geändert! In den ersten sechs Monaten des Jahres lag der SDAX mit einem Anstieg von 28,4 % vor dem DAX und der MDAX konnte mit einem Zugewinn von 19,3 % mit den großen Werten nahezu mithalten.

### Gegenwind allerorten: Zölle, Kriege, uneinige Regierungen ...

Doch die Anleger fragen sich, was wird wohl im zweiten Halbjahr passieren? Wie kann ich meine gute Performance bis zum Jahresende halten? Oder gibt es sogar die Chance auf weitere Zugewinne?

Das Umfeld für die Aktienbörsen bleibt nach wie vor unberechenbar. Der Krieg in der Ukraine ist nicht beendet. Putin ist nicht zum Frieden bereit, will sich weitere Vorteile auf dem Schlachtfeld erkämpfen. Im Nahen Osten kehrt keine Ruhe ein: weder in den Auseinandersetzungen zwischen Israel und den Palästinensern, noch im Konflikt mit dem Iran. Und neuerdings greift die israelische Luftwaffe wieder Ziele in Syrien an und die Hoffnung schwindet, dass diese Region jemals befriedet werden könnte.

Aus wirtschaftlicher Sicht ebenso bedeutend oder sogar bedrohlich ist die Zollpolitik des amerikanischen Präsidenten. Die Drohung mit Einfuhrzöllen von 20 % auf alle Waren aus der Europäischen Union führte Anfang April noch zu einem Kurseinbruch von fast 4.000 Punkten oder 16 % innerhalb weniger Tage. Das Aussetzen der Zölle und der Beginn von Verhandlungen über ein Handelsabkommen

zwischen den USA und der EU ließen bei den Investoren neue Zuversicht aufkommen und der DAX erreichte neue Rekorde. Doch mitten in den Verhandlungen droht Trump erneut: 30 % auf alle Einfuhren aus der EU sollen ab 1. August gelten. Aber es wird auch weiterverhandelt. In wenigen Wochen werden wir Bescheid wissen, ob in die internationalen Handelsbeziehungen wieder Vernunft einkehrt.



Georg Geiger ist Gründer  
und Vorstand der Value-Holdings AG

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

### Wichtige Weichenstellungen

Wichtige Entscheidungen wurden von der neuen Regierung in Deutschland gefällt. Bereits im Koalitionsvertrag hat die schwarz-rote Regierung das Versprechen zur Erneuerung der Sozialen Marktwirtschaft abgegeben unter dem Motto: »Chancen und Wohlstand für alle«. Ein eindeutiger Hinweis auf Ludwig Erhard, den ersten Wirtschaftsminister der Bundesrepublik Deutschland. Doch nun muss die Umsetzung erfolgen. Der erste Schritt ist bereits gemacht, das steuerliche Investitionssofortprogramm wurde von Bundestag und Bundesrat beschlossen. Es soll die Wirtschaft ankurbeln und Arbeitsplätze sichern. Es sieht eine degressive Abschreibung von Ausrüstungsinvestitionen von 30 % vor, eine beschleunigte Abschreibung von 75 % der Anschaffungskosten für Elektrofahrzeuge im 1. Jahr und die schrittweise Absenkung der Körperschaftsteuer von 15 % auf 10 % beginnend ab dem Jahr 2028. Zudem werden Investitionen in Forschung stärker gefördert.

Bereits im März wurde vom Bundestag ein Sondervermögen von 500 Mrd. Euro für Investitionen in die Infrastruktur verabschiedet. Damit sollen Projekte in den Bereichen Verkehr, Energie und Klimaneutralität realisiert werden. Das sollte in den nächsten Jahren die Bauindustrie beleben, insbesondere im Wohnungsbaubereich. Auch der Ausbau der Eisenbahn kann durch die zusätzlichen Mittel beschleunigt werden, wovon die Hersteller von Bahntechnik profitieren. Und schließlich sind 100 Mrd. Euro für Länder und Kommunen vorgesehen, in denen es einen hohen Investitionsstau beispielsweise bei Schulen und Krankenhäusern gibt. >>

Diese Programme werden allerdings erst mittelfristig wirken. Die ersten Aufträge dürften frühestens im nächsten Jahr vergeben werden und in den Bilanzen der Unternehmen wird dies wahrscheinlich erst 2027 direkt abzulesen sein. Aber schon Ludwig Erhard wusste: »Wirtschaft ist zu 50 % Psychologie«. Wenn sich die Erwartungen und die Stimmung der Menschen verbessert, ändert das auch ihr Verhalten. Sie sind wieder bereit, Geld für Konsum oder Investitionen auszugeben, und tragen damit selbst zu einem neuen Aufschwung bei.

### Fazit

Nicht der Ausblick bis zum Jahresende ist wichtig. Kurzfristig gibt es viele Unsicherheitsfaktoren wie beispielsweise die Zollpolitik der USA oder den Fortgang der kriegerischen Auseinandersetzungen in vielen Teilen der Welt. Und nach dem fulminanten Anstieg der Kurse im 1. Halbjahr würde den Aktienmärkten eine Verschnaufpause nicht schaden. Wichtig ist aber: Jetzt werden die Weichen für den Aufschwung der nächsten Jahre gestellt. Die neue deutsche Regierung hat sich zu einer Politikwende auch in wirtschaftlicher Hinsicht entschlossen. Das Investitionsprogramm für Infrastruktur ist über einen Zeitraum von 12 Jahren geplant und es wird deshalb über einen langen

Zeitraum die wirtschaftlichen Aktivitäten unterstützen. In unserem Beitrag im [Elitebrief 05/2025](#) haben wir die Auswirkungen auf verschiedene Sektoren beschrieben und Unternehmen identifiziert, die davon profitieren werden. Darunter sind auch Aktien für die nächsten zehn Jahre, die man gemäß des o.g. Zitats von Warren Buffett auswählen sollte. Beispielhaft wollen wir nur auf den Bahntechnikhersteller Vossloh, das Medizintechnikunternehmen Drägerwerk und den Hersteller von IoT-Komponenten Kontron verweisen. Wenn das Infrastrukturprogramm wie geplant umgesetzt wird und die Regierung die Entwicklung mit wirtschaftsfreundlichen Entscheidungen flankiert, sind das die Aktien für die nächsten zehn Jahre! □

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

*Hinweis auf den Value-Holdings-Fondsbericht und den Aktionärsbrief der Value-Holdings AG: Wenn Sie sich dafür interessieren, wie Value-Holdings unsichere Zeiten an den Börsen durch eine diszipliniert umgesetzte Value-Investing-Strategie nutzt, dann können Sie sich gerne auf unseren Verteiler für den vierteljährlich erscheinenden Value-Holdings-Fondsbericht und/oder den Aktionärsbrief der Value-Holdings AG eintragen lassen. Senden Sie uns hierfür bitte eine E-Mail an:*

*[investoreninfo@value-holdings.de](mailto:investoreninfo@value-holdings.de)*

*ifo Institut:*

### **Steigender Bedarf an Klimaanlagen erfordert weltweite Anstrengungen**

*Weltweit werden mehr Klimaanlagen benötigt, um die Menschen vor den Folgen der globalen Erwärmung zu schützen. Zu diesem Schluss kommen mehrere Studien, an denen auch Forscher des ifo Instituts beteiligt sind. »Ohne entschlossenes politisches Handeln könnte die weltweite Energienachfrage für Klimaanlagen bis 2050 um das Dreifache ansteigen«, sagt ifo-Forscher Filippo Pavanello. »Deshalb sind Lösungen, mit denen mehr Energie bereitgestellt werden kann, die Energieeffizienz fördern, kühlere Städte schaffen und Verhaltensänderungen anstoßen, jetzt dringend notwendig.«*

*In einer der Studien ermittelten die Forscher einen starken Anstieg des Einsatzes von Klimaanlagen. Während derzeit nur 27 % der Haushalte über eine Klimaanlage verfügen, könnte dieser Anteil bis 2050 auf 55 % steigen. Dieser Zuwachs wird jedoch nicht gleichmäßig verteilt sein: In Afrika*

*wird beispielsweise erwartet, dass bis Mitte des Jahrhunderts weniger als 15 % der Haushalte Zugang zu Kühlsystemen haben werden. In einem solchen Szenario wären weltweit fast vier Milliarden Menschen extremen Hitzebedingungen ohne Zugang zu mechanischer Kühlung ausgesetzt. Zudem müssten einkommensschwache Haushalte in Zukunft deutlich mehr für Kühlung ausgeben (bis zu 8 % ihres Einkommens) als wohlhabendere Haushalte (0,2 bis 2,5 %), was die Energiearmut und Ungleichheit weiter verschärfen würde. Um diesen wachsenden Herausforderungen zu begegnen, plädieren die Forscher für umfassende Maßnahmen zur Bereitstellung von mehr Kühlmöglichkeiten und der dazu nötigen Energie, zur Klimaanpassung und zur Eindämmung des Klimawandels. Dazu gehören der Ausbau erneuerbarer Energien und Speicherkapazitäten, energieeffizienter Technologien, die Unterstützung der Stadtplanung für kühlere Städte sowie die Förderung von Verhaltensänderungen wie gemäßigte Thermostateinstellungen. Schon jetzt seien Klimaanlagen einer der stärksten Treiber des weltweiten Strombedarfs.*

*Mehr dazu hier: [www.ifo.de](http://www.ifo.de)*

**Fed aufgrund wieder ansteigender Inflation paralyisiert:  
Europas Notenbank handelt**

Von Matthias Jörss, SALytic Invest AG

Während die mediale Aufmerksamkeit weiterhin auf Donald Trumps Zollpolitik gerichtet ist, vollzieht sich im Hintergrund eine geldpolitische Verschiebung mit weitreichenden Folgen: Die Europäische Zentralbank handelt, die Fed muss abwarten. Und das hat Konsequenzen für Anleger weltweit.

Die EZB hat im ersten Halbjahr vier Leitzinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte vorgenommen. Der Einlagesatz liegt nun bei 2,0%, mit Aussicht auf weitere Schritte. Die expansive Geldpolitik flankiert eine fiskalische Lockerung in vielen EU-Staaten, insbesondere in Deutschland. Die Realeinkommen steigen, die Inflation bleibt niedrig und sinkt eher weiter, die Stimmung in Industrie und Bau verbessert sich. Europas Konjunktur sollte nächstes Jahr Fahrt aufnehmen.

Und in den USA? Ungeachtet eines abnehmenden Wirtschaftswachstums muss die Federal Reserve abwarten. Die Leitzinsen können nicht gesenkt werden, da die Inflation aufgrund der Wirkung der Zölle in den nächsten Monaten zunehmen wird.

Dabei steht die Fed unter politischem Druck: Präsident Trump fordert öffentlich Leitzinssenkungen und greift damit in die

Unabhängigkeit der US-Notenbank ein, die noch ein Pfeiler der amerikanischen Finanzordnung ist.

Hinzu kommt das Problem der sinkenden Nachfrage nach US-Staatsanleihen. Die Fed reduziert ihre Bestände durch »Quantitative Tightening« um 60 Mrd. USD pro Monat, während traditionelle Käufer wie Japan und China sich zurückziehen. Selbst internationale Notenbanken investieren lieber in Gold als in US-Treasuries. Eine ausufernde Verschuldung des Staates in Kombination mit der Infragestellung der Unabhängigkeit der Notenbank schreckt internationale Investoren ab und führt zu steigenden Zinsen.

Fazit: Die USA verspielen gerade ein wesentliches Asset der Vergangenheit. Bisher konnten sich US-Firmen vergleichsweise günstig an den Kapitalmärkten finanzieren. Dagegen konnten Unternehmen aus den sich entwickelnden Märkten zwar von tieferen Löhnen profitieren, mussten dafür jedoch deutlich höhere Finanzierungskosten tragen. Europa hingegen wird nächstes Jahr von im Vergleich spürbar niedrigeren Kapitalkosten Rückenwind erhalten. Daher wird das Wachstum hier stärker ausfallen. Die Märkte nehmen dies bereits vorweg, unterschätzen jedoch die Implikationen des festeren Euros.

Den ausführlichen Halbjahresbericht 2025  
mit weiteren Markteinschätzungen finden Sie hier:  
>> [salytic-invest.de](https://salytic-invest.de) (PDF)

## Wir retten ehrenamtlich – Helfen Sie uns helfen!

Kontoverbindung  
Volksbank in Schaumburg  
IBAN: DE82255914137309000000  
BIC: GENODEF1BCK

Auch online können Sie spenden:  
[www.dlrg.de/spenden](https://www.dlrg.de/spenden)

ANZEIGE

**DLRG** | Wasserrettung

## Anlage- und Marktausblick »Barometer« von Pictet Asset Management:

*Luca Paolini analysiert die günstigen Rahmenbedingungen, die sich aus den sinkenden Zinsen und der sich verbessernden Wirtschaftslage in den Schwellenländern ergeben.*

Der Konflikt zwischen Israel und dem Iran hat die Risiken für die globalen Märkte erhöht, doch die Anleger bleiben insgesamt gelassen. Die Widerstandsfähigkeit der Schwellenländer, die Erwartungen an Zinssenkungen durch die wichtigsten Zentralbanken sowie die Hoffnungen auf nachhaltiges Wachstum, insbesondere in den Bereichen Technologie und künstliche Intelligenz, bieten starke Argumente für eine optimistische Markteinschätzung. Aus diesem Grund stufen wir Aktien auf »neutral« hoch und lassen die Benchmark-Gewichtungen in Anleihen und Cash unverändert.

Wir sehen das größte Potenzial für Aktien in den Schwellenländern, wo die Wirtschaftsindikatoren in den Emerging Markets Asiens, Lateinamerikas und der EMEA-Region positive Signale senden. Im Gegensatz dazu sind die Daten für die meisten Industrieländer, insbesondere für die USA, schwach. Die Bewertungen für Aktien aus Schwellenländern sind ebenfalls attraktiv, und der jüngste Rückgang des US-Dollars, der sich unserer Ansicht fortsetzen dürfte, bietet weiteren Rückenwind. Zudem beobachten wir eine starke Kursdynamik, die durch zunehmende Zuflüsse in diese Anlageklasse unterstützt wird.

Die Schwäche des US-Dollars zählt zu den wenigen beständigen Trends in einem volatil geprägten Halbjahr für die Anleihe- und Devisenmärkte. Seit Januar hat er gegenüber einem handelsgewichteten Währungskorb um rund 10% nachgegeben. Wir gehen davon aus, dass dieser Abwertungsprozess anhält, da die Bedenken bezüglich der Handels- und Fiskalpolitik der USA zunehmen und Anzeichen einer Abschwächung der US-Konjunktur erkennbar sind. Dies dürfte den Anleihen aus Schwellenländern zugutekommen. Obwohl Gold in unserem Modell die mit Abstand teuerste Anlageklasse ist, kann es als wertvoller Schutz vor den wirtschaftlichen und marktbezogenen Turbulenzen dienen, die aus dem Übergang von einer unipolaren, dominiert von den USA, zu einer multipolaren Welt mit einer stärkeren Rolle Europas und Chinas resultieren werden. Daher behalten wir unsere Übergewichtung in Gold bei.

*Weitere Details entnehmen Sie bitte der Originalpublikation in englischer Sprache unter diesem Link >> [am.pictet.com](https://am.pictet.com)*



### 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](http://www.penguinrandomhouse.de)*

## Die Resilienz des globalen Aktienmarktes

Von Dr. Gerd Kommer und Jakob Riemensperger,  
Gerd Kommer Invest GmbH

Wie wir aus über 125 Jahren historischer Renditedaten wissen, sind Aktien zwar die ertragreichste aller Anlageklassen, aber eben auch eine der schwankungsintensivsten (volatilsten) mit hohem zeitweiligem Drawdown-Risiko. In diesem Beitrag befassen wir uns mit der Frage, wie resilient ein Investment in die Anlageklasse Aktien-Global ist, sprich, wie tief Aktienkurse fallen können, wie lange ihre Erholung nach tiefen Einbrüchen dauert und was die Voraussetzungen dafür sind, an nachhaltigen Erholungen tatsächlich teilzunehmen.

### Die schlimmsten Aktienmarkt-Crashes seit 1900

Tabelle 1 zeigt verschiedene Downside-Kennzahlen zu den sechs schwersten globalen Aktienmarktcrashes in den letzten 125 Jahren. Das Kriterium für diese sechs Aktiencrashes war ein maximaler kumulativer Verlust (Maximum Drawdown) von inflationsbereinigt (real) mindestens 45 %.

Für die Zeit von 1900 bis 1970 werden in der Tabelle US-Aktienmarktdaten statt globale Daten betrachtet, weil für den globalen Aktienmarkt vor 1970 lediglich jährliche Renditedaten vorliegen, keine Monatsdaten. Um maximale Drawdowns in einem Crash hinreichend genau messen zu können, sind jedoch Monatsdaten erforderlich. Verwendet man Jahresrenditedaten, resultieren weniger extreme, geringere Drawdown-Zahlen. Da der globale Aktienmarkt relativ hoch mit dem US-Markt korreliert, stellen US-Daten für diesen Zeitraum einen methodisch vertretbaren – wenn auch nicht perfekten – Ersatz dar. Die auf Basis der US-Daten berechneten Drawdowns haben wir zudem mit den globalen Jahresdatenwerten abgeglichen und als plausibel verifiziert.

Tabelle 1 illustriert, dass schwere Aktienmarkteinbrüche in den vergangenen 125 Jahren gar nicht so selten waren – es gab immerhin sechs, einschließlich einen während einer dramatischen Pandemie. Hätte man das Drawdown-Filterkriterium »weicher« gewählt (z. B. real minus 30 % statt minus 45 %), dann wären es naturgemäß mehr als sechs Aktienmarktcrises gewesen. >>

**Tabelle 1: Ausgewählte Risikokennzahlen zu den sechs Einbrüchen des US-Aktienmarktes bzw. globalen Aktienmarkts im Zeitraum von 1900 bis 2024 mit einem maximalen kumulativen Verlust (Maximaler Drawdown) von real 45% oder mehr**

	Crash 1. Weltkrieg/-Spanische Grippe [*]	Great Depression-Crash ab 1929	Crash 2. Weltkrieg	Ölkrise-crash ab 1973	Dotcom-crash ab 2000	Crash Große Finanzkrise ab 2007	Einfacher Ø aus allen sechs Crashes
Datenbasis	USA	USA	USA	Global	Global	Global	---
Datum des Beginns	Nov. 1916	Aug. 1929	Feb. 1937	März 1973	Apr. 2000	Nov. 2007	---
Datum des Tiefpunkts	Aug. 1920	Juni 1932	Apr. 1942	Dez. 1974	Sep. 2002	Feb. 2009	---
Dauer bis zum Tiefpunkt	3,8 Jahre	2,8 Jahre	5,2 Jahre	1,8 Jahre	2,4 Jahre	1,2 Jahre	2,9 Jahre
Max. Drawdown real	-45%	-79% [**]	-47%	-47%	-49%	-55%	-54%
Kumulierte reale Rendite 24 Monate ab Tiefpunkt	+62%	+149%	+61%	+38%	+45%	+91%	+74%
Kumulierte reale Rendite 60 Monate ab Tiefpunkt	+131%	+309%	+85%	+42%	+130%	+134%	+138%

► In USD, inflationsbereinigt, ohne Kosten und Steuern. ► USA-Aktienmarkt in USD von 1900 bis 1969 (S&P Composite Index 1900–1926, CRSP 1–10 Index 1927 bis 1969), da vor 1970 keine Renditen auf Monatsbasis für den Weltaktienmarkt verfügbar sind. 1970 bis 1987 MSCI World Standard Index, 1988 bis 1995 MSCI ACWI Standard Index, ab 1996 MSCI ACWI IMI Index. ► [\*] Pandemie Spanische Grippe: Sie dauerte von Februar 1918 und April 1920. Schätzungen zufolge starben an ihr zwischen 1% und 5% der damaligen Weltbevölkerung. ► [\*\*] Der hier dargestellte Maximale Drawdown für den Great-Depression-Crash auf Basis der US-Aktienmarktdaten ist eine Überzeichnung/Übertreibung (siehe Erläuterungen im laufenden Text weiter unten).

Der Corona-bedingte globale Aktiencrash ab dem 20. Februar 2020, der nicht in Tabelle 1 enthalten ist, führte zu einem Einbruch von Weltaktienindizes (z. B. des MSCI ACWI Index) von knapp unter 40% auf Tagesrenditebasis. Der Markt brauchte in diesem Fall jedoch nur kurze zehn Monate nach Erreichen des Tiefpunktes, um sich vollständig zu erholen.

**Mythen über den Crash von 1929**

Zum Great-Depression-Crash in den USA ab 1929 werden von Vertretern der Finanzbranche, in vielen Ratgeberbüchern und von Finfluencern regelmäßig falsche, weil negativ übertriebene Zahlen angegeben – sowohl was die Tiefe des Aktienmarkteinbruches angeht, als auch was die Dauer bis zur vollständigen Erholung des Einbruches betrifft. Vielfach heißt es, die Kompletterholung habe 25 Jahre bis 1954 gebraucht. Tatsächlich richtig sind aber sechs bis sieben Jahre, je nachdem, in welcher Währung man rechnet. Auch die Tiefe des 1929er-Crashes wird erstaunlich oft falsch und übertrieben dargestellt. Die immer wieder behaupteten 89% Einbruch sind um mindestens zehn Prozentpunkte überzogen und wenn man noch etwas genauer analysiert, vermutlich sogar um rund dreißig Prozentpunkte. Auf diesen faszinierenden Sachverhalt sind mein Kollege Felix Großmann und ich in einem gesonderten Beitrag genauer eingegangen ([Link hier](#)).

Im globalen Aktienmarkt – in Abgrenzung zum US-Aktienmarkt als bloßer Teilmarkt – war der Crash von 1913 bis 1924 der tiefste seit dem Jahr 1900 sowie der am längsten

bis zur vollständigen Erholung dauernde, und eben nicht der 1929er-Crash. Allerdings existieren für den globalen Aktienmarkt, wie oben erläutert, für diese Zeit nur Daten auf Jahresbasis, nicht auf Monatsbasis. Die Hauptursachen des 1913er-Crashes werden weiter unten erläutert. Der Crash von 1913 scheint jedoch für die Mehrzahl der Experten, die sich allgemein zu Risiken von Aktiencrashes äußern, gar nicht zu existieren.

**Wie wirken sich große Kriege auf den Aktienmarkt aus?**

Den Erfahrungen seit dem Jahr 1900 nach zu urteilen, wirken sich große Kriege (schwere militärische Konflikte, an denen mindestens eine Weltmacht teilnimmt) weniger schädlich auf den globalen Aktienmarkt aus als schwere Wirtschaftskrisen. Das zeigen die Daten in Tabelle 2.

Mit Ausnahme des Ersten Weltkrieges gab es am globalen Aktienmarkt über die Gesamtdauer bei keinem dieser furchtbaren Konflikte eine nennenswert negative Rendite. Dauerte der Konflikt länger als wenige Monate, stiegen die Kurse am Weltaktienmarkt bis zum Ende des Krieges zweistellig oder dreistellig. Bei den besonders lange andauernden Kriegen, wie dem Vietnamkrieg und dem Afghanistankrieg, zeigt sich, dass auch diese den langfristigen Aufwärtstrend des globalen Aktienmarktes nicht aufhalten.

Der aktuell noch andauernde Russland-Ukraine-Krieg führte bei seinem Beginn im Februar 2022 zu einem relativ moderaten Einbruch des Weltaktienmarktes von etwa 10%. Später in 2022 kam es aufgrund eines starken globalen

**Tabelle 2: Renditen des globalen Aktienmarktes während der sieben vermutlich größten internationalen Kriege in den letzten 125 Jahren – real in USD**

	Beginn des Krieges	Ende des Krieges	Dauer des Krieges in Monaten	Kumulative Rendite des Aktienmarktes [*]
1. Weltkrieg	Juli 1914	Nov. 1918	51	-22%
2. Weltkrieg	Sept. 1939	Sept. 1945	72	+73%
Koreakrieg	Juni 1950	Juli 1953	37	+28%
Vietnamkrieg	Nov. 1955	April 1975	234	+145%
1. Irakkrieg	Aug. 1990	Jan. 1991	6	-2%
Afghanistankrieg	Okt. 2001	Aug. 2021	239	+243%
2. Irakkrieg	März 2003	Mai 2003	1,4	+8%

► In USD, inflationsbereinigt, ohne Kosten und Steuern. ► Daten wie in Tabelle 1. ► [\*] Anfänglich US-Aktienmarkt, später Weltaktienmarkt: siehe Erläuterungen zu Tabelle 1. ► Rendite berechnet jeweils per Ende des auf den letzten Kriegsmonat folgenden Monats

Zinsanstieges, der vermutlich eher auf allgemeine makroökonomische Ursachen als auf diesen Konflikt zurückging, zu einem nochmaligen stärkeren Drawdown des Aktienmarktes. So oder so hatte der Weltaktienmarkt in Euro gerechnet im September 2023 alle Verluste seit Februar 2022 wieder wettgemacht.

Was die Renditezahlen in Tabelle 2 nicht zeigen: Zu Beginn der sieben untersuchten Kriege kam es häufig zu deutlich zweistelligen Verlusten an den Aktienmärkten. Diese wurden aber im Verlauf der Konflikte meist recht bald vollständig aufgeholt. In der Mehrzahl der Fälle gab es bis zum Kriegsende sogar deutliche Kursgewinne relativ zum Kursniveau am Beginn des Krieges. Dieses Muster sollte nicht überraschen: Wenn sich das Kriegsende für die Investoren hinreichend klar abzeichnet, wird das im Normalfall den Aktienmarkt beflügeln, weil dann der Optimismus der Marktteilnehmer wieder zunimmt und die zuvor eingepreiste Risikoerwartung sinkt.

Die Ausnahme des Ersten Weltkriegs in Bezug auf die vollständige Aktienmarkterholung bis zum Ende des Krieges dürfte sich durch zwei Spezialfaktoren erklären. Zum einen begann im Februar 1918, zehn Monate vor Kriegsende, die in den letzten rund 100 Jahren schwerste Pandemie, die Spanische Grippe (siehe Fußnoten zu Tabelle 1). Diese Pandemie hatte streng genommen mit dem Krieg nichts zu tun, fiel aber zeitlich mit seiner Endphase zusammen. Vielleicht noch gravierender dürften sich die großen geldpolitischen Fehler der damaligen Zentralbanken ausgewirkt haben. Diese stiegen je nach Land zwischen 1914 und 1933 aus dem klassischen Goldwährungsstandard aus, einer Währungsordnung, bei der die Notenbank für alle

oder den größten Teil der ausgegebenen Banknoten einen festen Umtauschkurs zu Gold garantiert. Dieser staatlich veranlasste Ausstieg verlief in vielen westlichen Ländern dilettantisch und regelrecht chaotisch, was sich sicherlich negativ auf den Aktienmarkt auswirkte (die Geschichte des Goldstandards und seine vielfach nicht bekannten Nachteile haben mein Kollege Felix Großmann und ich in einem Beitrag festgehalten – [Link hier](#)).

### Der Bounce-Back-Effekt im Aktienmarkt

In Tabelle 3 führen wir eine nochmal etwas andere Analyse für den globalen Aktienmarkt im kürzeren Zeitraum von 1970 bis Juni 2025 (55,5 Jahre) durch. In diesen fünfeinhalb Jahrzehnten produzierte der Weltaktienmarkt eine reale Rendite von durchschnittlich 5,4% p.a. (in DM bzw. Euro). In der Tabelle betrachten wir, was in den Folgezeiträumen nach einem realen Einbruch (Drawdown) von mindestens 25% passiert ist.

Auch hier beobachten wir, dass sich im durchschnittlichen (aber nicht jedem einzelnen) Folgezeitraum, sei er nun zwei, fünf oder zehn Jahre, eine überdurchschnittliche Rendite ergab, ein »Bounce-Back« (»Rückprall nach oben«). Dieser Effekt dürfte mit der sogenannten »Regression zum Mittelwert« zusammenhängen, ein statistisches »Rückkehr zum Mittelwert«-Phänomen, das in vielen Märkten und auch im Aktienmarkt existiert.

Es ist übrigens wahrscheinlich, dass die Buchverluste (Drawdowns) bei einem z.B. 50%-igen Aktienmarkteinbruch für einen gegebenen Anleger mit global diversifiziertem Aktieninvestment auf Buy-and-Hold-Basis aus seiner persönlichen, fallspezifischen Konstellation geringer

**Tabelle 3: Der »Bounce-Back-Effekt« im globalen Aktienmarkt von 1970 bis Juni 2025 nach einem realen Drawdown von mindestens 25 %**

	Folgezeitraum		
	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
Mittelwert der realen geometr. Ø-renditen in den Folgezeiträumen nach dem Einbruch	6,7% p.a.	7,9% p.a.	9,1% p.a.
Anteil der Fälle, in denen die Folgerendite höher war als die durchschn. dt. "Sparbuchrendite" in diesen 55,5 Jahren	74%	79%	97%

► In DM oder Euro, inflationsbereinigt (real), ohne Kosten und Steuern. ► Reale Durchschnittsrendite über die gesamten 55,5 Jahre: 5,4% p.a.  
► Daten: MSCI World Index.

wären. Sie können niemals höher sein. Grund: die möglicherweise vor Beginn des Crashes aufgelaufenen Gewinne sowie potenzielle Nicht-Aktien-Investments innerhalb des Gesamtportfolios. Nur sehr wenige breit und global diversifizierte B&H-Anleger werden ihr Gesamtvermögen in Aktien investiert haben und dieses Aktieninvestment exakt am Startzeitpunkt des Crashes erworben haben, was jedoch alle Betrachtungen in diesem Artikel unterstellen. Unsere Berechnungen nehmen also eine in gewisser Weise unrealistische Worst-Case-Perspektive ein.

**Fazit:** Wie die zurückliegenden 125 Jahre zeigen, hat der globale Aktienmarkt eine bemerkenswerte Resilienz bewiesen, obwohl sich in dieser langen Zeit viele »extreme Stress-tests« ereigneten. Daher wird der Weltaktienmarkt auch als »antifragiles System« bezeichnet. Das sollte jedem, der so investiert, wie es Gerd Kommer seit über 25 Jahren propagiert, nämlich global diversifiziert auf Buy-and-Hold-Basis, das Wissen und den Seelenfrieden geben, auch in schwierigen Marktphasen nicht das Handtuch zu werfen. Das Handtuch zu werfen könnte beispielsweise bedeuten, in einem starken Downturn zu verkaufen und damit bloße Buchverluste in wahrscheinlich endgültige Verluste zu verwandeln.

Für Anleger, die Stock-Picking oder Market-Timing betreiben, gilt der hier dargestellte »mathematische Trost« leider nicht. Wer spekulativ in Einzelwerte, einzelne Branchen oder einzelne Länder, allgemein in ein nicht ausreichend diversifiziertes Aktienportfolio, investiert oder wer versucht, den Markt über Rein-Raus zu schlagen, für den wird es keine zwangsläufige Erholung geben. Auf diesen Anleger treffen weder die zwingende ökonomische Logik noch die Statistiken in diesem Artikel zu. Bei Einzelwerten sind endgültige 100%-Verluste möglich. Ein »baldiger« Bounce-Back nach einem heftigen Drawdown kann bei Einzelwerten oder anderen nicht systematisch breit diversifizierten Aktienportfolios nie mit ausreichender Gewissheit erwartet werden. Dasselbe gilt für Market-Timing mit Anlageklassen.

Wer einen Maximalen Drawdown (MDD) von rund 50 % im eigenen Portfolio nicht erleben möchte, kann das MDD-Limit seines Portfolios mit einer entsprechend konservativeren Asset-Allokation – also einer höheren Quote an risikoarmen Investments – in beliebigem Maße »weicher« einstellen, was natürlich die erwartete Rendite des Portfolios senkt. Wie genau sich das umsetzen lässt, wird in den Büchern von Gerd Kommer aufgezeigt.

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

**Studie zum Wert unabhängiger Versicherungsberatung:**

### **Kritik an methodischen Schwächen und Begriffsmissbrauch**

Der Bundesverband der Versicherungsberater (BVVB) kritisiert die aktuelle Studie »Wert unabhängiger Versicherungsberatung« der Fachhochschule Dortmund als irreführend und methodisch mangelhaft. Die Untersuchung beleuchtet nicht die unabhängige Beratung im Sinne des Verbraucherschutzes, sondern betrachtet ausschließlich alternative Vertriebsmodelle im Versicherungsvertrieb mit Vermittlungshonorar – und vermischt damit zentrale Begriffe und Rollenbilder der Branche.

»Der Titel der Studie suggeriert eine Analyse echter Honorarberatung. Wer aber lediglich zwei Vertriebsmodelle mit Provision und Vermittlungshonorar vergleicht, sagt nichts über die Nachfrage nach echter, unabhängiger Beratung aus«, kritisiert Lothar Eller, Honorarberater vom BVVB. »Vermitt-

lungen, bei denen der Makler nur im Falle eines Abschlusses Geld bekommt, sind nämlich eines auf keinen Fall: Unabhängig«, erklärt der Experte.

Die Studie vergleicht zwei Vergütungsmodelle, die beide einen Produktabschluss von Versicherungsanlageprodukten voraussetzen: Einen klassischen Bruttotarif mit eingepreister Provision. Einen Nettotarif mit separat ausgewiesenem Vermittlungshonorar. Das sogenannte ‚Honorar‘ ist dabei nichts anderes als eine alternative Form der Vertriebsvergütung. Echte Honorarberatung – Beratung ohne Verkaufsabsicht und ohne Produkthanreize – wird nur durch Versicherungsberater/in und Honorar-Finanzanlagenberater/in erbracht. Beiden Berufsbildern ist es untersagt eine Provision vom Produktanbieter anzunehmen. Die entscheidende Trennung zwischen Beratung und Verkauf wird im Studiendesign ignoriert. Ein Verkäufer, der nur im Fall eines Abschlusses vergütet wird, ist kein Berater – unabhängig davon ob er nun eine Provision oder ein ‚Honorar‘ erhält.

Mehr dazu hier: [www.bvvb.de](http://www.bvvb.de)

## Gefährliche Gewohnheiten – Warum Anleger dringend alte Rezepte hinterfragen müssen

Von Tobias Gabriel,  
HAC VermögensManagement AG

*Als passionierter Hobbykoch und Vater eines Zweieinhalbjährigen erlebe ich gelegentlich eine Situation, die vermutlich jeder kennt: Man kommt voller Stolz aus der Küche, serviert das Lieblingsgericht, das immer Begeisterung ausgelöst hat – und plötzlich blickt man nach dem ersten Bissen in ein fragendes, leicht verzerrtes Gesicht. »Mag nicht!«, sagt er und legt die halb zerkauten Nudeln beiseite. Dann besiegelt der Satz »gibt es auch etwas anderes?« alle Hoffnungen, man könne noch für das Gericht werben. Etwas ratlos sucht man nach neuen Ideen und erkennt: Der Geschmack hat sich verändert, die gewohnten Zutaten funktionieren nicht mehr. Genauso fühlen sich Kapitalmarktteilnehmer aktuell: Die bewährten Rezepte der Geldanlage wirken plötzlich fade, vertraute Strategien greifen nicht mehr. Mitte 2025 stehen wir eindeutig an einer Zeitenwende – höchste Zeit, tief in die Küche der Märkte zu blicken und neue Rezepte auszuprobieren. Das hat auch, aber nicht nur, mit einem für die liberale Demokratie gefährlichen US-Präsidenten zu tun.*

### **Bahnt sich ein Vertrauensverlust in die US-Kapitalmärkte an?**

Der Umgang der Trump-Administration mit den Protesten in L.A. erinnert mehr an chinesische Verhältnisse als an eine liberale Ur-Demokratie. Ein Grund, warum chinesische Aktien zu den am günstigsten bewerteten zählen, ist, dass das autoritäre Regime um Xi das Vertrauen der Kapitalmarktteilnehmer in den letzten 15 Jahren verspielt hat. Trump legt ein schnelleres Tempo an den Tag und geht mit seinem Vertrauen regelmäßig »all-in«, wie man im Poker sagt. Es offenbarte sich deshalb zuletzt eine tiefer liegende Problematik: die strukturelle Verwundbarkeit des US-Anleihemarktes. Allein im April 2025 sahen wir, wie schnell Liquidität zusammenbrechen kann: Innerhalb weniger Tage verzeichnete der US-Bondmarkt, insbesondere in den weniger liquiden Off-the-Run Treasuries, eine Halbierung der üblichen Ordertiefe. Transaktionskosten – gemessen an Bid-Ask-Spreads – schnellten teilweise auf das Doppelte, stellenweise gar das Dreifache normaler Werte. Die Marktreaktion war vermutlich der Hauptgrund für Trump, die Zollpause von 90 Tagen einzulegen. Institutionelle Investoren sehen sich seitdem gezwungen, ihre Strategien völlig

neu auszurichten. So hat sich die durchschnittliche Duration institutioneller US-Rentenfonds binnen sechs Monaten um 20 % reduziert – ein Indiz dafür, dass Profis dem Markt nicht länger zutrauen, größere Positionen kurzfristig ohne größere Abschlüsse zu liquidieren. Die andauernde Unsicherheit schürt Zweifel an der langfristigen Tragfähigkeit der US-Staatsverschuldung. Ein alarmierendes Signal lieferte Moody's im Mai 2025, als die Ratingagentur den USA angesichts der explodierenden 36-Billionen-Dollar-Schuldenlast erstmals das Top-Rating entzog (Herabstufung von Aaa auf Aa1). Damit besitzt Amerika nun bei keiner großen Agentur mehr die Bestnote, was das Vertrauen in seine Kreditwürdigkeit spürbar erschüttert.



Zugleich gerät der US-Dollar als Reservewährung unter Druck: Obwohl die US-Zinsen deutlich über den europäischen liegen, fiel der Dollar auf ein Mehrjahrestief gegenüber dem Euro. Man sollte deshalb den US-Dollar noch lange nicht totsagen, aber man muss die Risse im System wahrnehmen. Devisenstrategen der Deutschen Bank sprachen mir gegenüber hingegen bereits von einer möglichen »Vertrauenskrise« des Dollar. Trumps unberechenbare Politik untergrabe zunehmend den Status der US-Währung als sicheren Hafen, und es bestehe die Gefahr selbstverstärkender Kapitalabflüsse aus US-Vermögenswerten. Trotz aller Warnsignale erwarten viele Beobachter jedoch keinen totalen Exodus europäischer Anleger aus den USA – dafür sind Amerikas Märkte zu dominant und die Gewinnperspektiven vieler US-Anlagen weiterhin attraktiv. Ein substanzieller Vertrauensverlust zeichnet sich also durchaus ab, doch von einer völligen Abkehr ist (noch) nicht auszugehen. Kehren wir also zurück in mein anfängliches Bild, dann sollten Anleger US-Werte wohl nicht völlig aus der Rezeptur verbannen, doch sie gehören fein abgeschmeckt.

### **Die Fed zwischen Markt und Politik**

Mehr Schärfe könnte die US-Notenbank hingegen ins Gericht bringen. Die Federal Reserve steht aktuell zwischen den Stühlen. Trotz politischer Angriffe aus dem Weißen

Haus, wonach Präsident Trump vehement Zinssenkungen fordert, hält Fed-Chef Jerome Powell (bzw. sein Komitee) vorerst am aktuellen Zinsniveau fest. Es erscheint dennoch wahrscheinlich, dass die Fed gegen Ende 2025 zumindest moderate Zinssenkungen durchführen wird – konkret rechnen die Märkte bis Jahresende mit mindestens einer bis zwei Reduktionen des Leitzinses auf etwa 3,90 %. Doch die Anleihemärkte haben sich davon in jüngster Vergangenheit entkoppelt, wie ein Blick zurück offenbart: Die US-Notenbank hat von September bis Dezember 2024 dreimal in Folge die Leitzinsen gesenkt – insgesamt um ganze 100 Basispunkte. Doch entgegen den üblichen Erwartungen, wonach niedrigere Leitzinsen langfristige Renditen dämpfen, reagierte der Bondmarkt überraschend anders: Die Renditen für zwei- und zehnjährige US-Treasuries stiegen entgegen der Fed-Politik im gleichen Zeitraum deutlich an. Konkret legten die langfristigen Renditen sogar zu und verharrten auch im Jahr 2025 auf erhöhten Niveaus (10-jährige bei aktuell 4,38 %, 2-jährige bei 3,94 %), während der effektive Leitzins bei 4,33 % liegt.

Der Markt geht also nicht mit der Fed mit und verkauft Anleihen eher: Die Zinssenkungen der Fed könnten angesichts weiter bestehender Inflationsrisiken, hoher Staatsverschuldung und geopolitischer Unsicherheiten voreilig gewesen sein. Anstatt die Zinsen einfach weiter zu senken, könnte die Fed im Verlauf des Jahres 2025 zunehmend dem Bondmarkt folgen müssen, indem sie Zinsschritte vorsichtiger angeht oder pausiert, um das Vertrauen in ihre langfristige Inflationskontrolle und geldpolitische Glaubwürdigkeit nicht zu gefährden. Für europäische Investoren ist diese Dynamik besonders relevant: Sie unterstreicht, dass die

Fed möglicherweise nicht mehr allein den Ton bei der Zinsentwicklung angibt.

### *Flexibilität und Differenzierung – der neue (alte) Imperativ für Investoren*

Die Schlussfolgerung aus diesen tiefgreifenden Veränderungen? Mehr denn je sind Kapitalanleger gezwungen, flexibel und offen für neue Ansätze zu bleiben. Europas politischer Ansatz des »strategischen De-Riskings«, einer Mischung aus selektiver Marktöffnung und gezielter Abgrenzung gegenüber China und den USA, könnte zum geopolitischen Trumpf werden. Dies zeigen bereits die veränderten Kapitalflüsse: Europäische Investoren kehren US-Anlagen zunehmend den Rücken. Im Februar 2025 etwa flossen netto rund 400 Mio. Euro aus US-Aktien-ETFs ab, während gleichzeitig 9,6 Mrd. Euro in europäische Aktien-ETFs umgeschichtet wurden. Verstärkt wird der Trend durch die Outperformance Europas und Währungseffekte.

In unseren HAC-Strategien, d. h. den HAC Quant Fonds und den Vermögensverwaltungen, finden die hier getroffenen Überlegungen bezüglich der richtigen Rezeptur aktiv statt. Wir reduzieren unsere Duration, unsere US-Dollar-Quoten und begreifen Volatilität zunehmend als Anlageklasse. Demgegenüber wächst aufgrund unserer systematischen Kriterien das Exposure in Europa und Japan leicht an. Doch den größten Effekt hat unsere Asset Allocation, also die dynamische Offenheit für Gold, Rohstoffe, Anleihen, v. a. Nicht-Staatsanleihen und globale Aktien. Fester Teil der HAC-Philosophie ist, dass Märkte noch nie vorhersehbar waren und es nie sein werden, deshalb sind wir auf alles vorbereitet. Es ist nicht die Zeit für große Wetten. □



Gravierter Schmuck von Anna von Bergmann –  
zeitlos, persönlich und mit Liebe gemacht:  
Ein Geschenk, das bleibt.

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

ANZEIGE

*Berenberg hat ein neues Format gestartet:*

### »Emerging Markets Monitor«

*Berenberg hat ein neues Format gestartet – zum ersten Mal erhalten Sie den »Emerging Markets Monitor (EM Monitor)«. Der »EM Monitor« stellt eine Ergänzung des zweiwöchentlichen »Monitors« dar, der einmal im Quartal erscheinen wird. Mithilfe wiederkehrender Abbildungen und Daten gibt der »EM Monitor« einen strukturierten Überblick über die aktuellen Entwicklungen an den Kapitalmärkten der Schwellenländer.*

Die aktuelle Ausgabe beschäftigt sich mit den Auswirkungen des starken Euros im zweiten Quartal auf die Performance der Emerging-Markets-Anlagen.

#### Marktkommentar EM-Aktien

Im zweiten Quartal 2025 legten EM-Aktien nach der Entspannung der USA-China-Zollgespräche deutlich stärker zu als DM-Aktien. Treiber waren solides Gewinnwachstum, attraktive Bewertungen und verbesserte Makro-Daten. Innerhalb der Emerging Markets führten Lateinamerika und Asien. In Lateinamerika glänzten Finanzwerte dank hoher Nettozinsmargen und robuster Kreditvergabe. Asien wurde angeführt von Südkorea und Taiwan: Das positive Wahlergebnis in Südkorea hat die Aktienmärkte beflügelt. Südkoreanische Rüstungswerte profitierten von steigenden globalen Verteidigungsbudgets, taiwanische Tech- und Halbleiterkonzerne von ungebrochener KI-Nachfrage. Der Ausblick bleibt konstruktiv: Erwartungen fallender Zinsen, ein

schwächerer US-Dollar und günstige Bewertungen stützen binnenorientiertes Gewinnwachstum und Kapitalzuflüsse, während fiskalische Stimuli und Reformen zusätzliche Katalysatoren darstellen. Risiken bleiben neue Zollschränken, geopolitische Eskalationen und volatile Rohstoffpreise, die den Lockerungspfad der Zentralbanken verzögern könnten.

#### Marktkommentar EM-Anleihen

Im zweiten Quartal 2025 entwickelten sich US-Dollar denominated Staatsanleihen aus den Emerging Markets in Euro abgesichert mit 2,1 Prozent positiv. Ausschlaggebend hierfür waren rückläufige Kreditrisiken, wodurch insbesondere High-Yield-Anleihen profitieren konnten. Zwar konnten auch Investment-Grade-Anleihen von fallenden Risikoprämien profitieren, jedoch belastete die US-Kurvenversteilerung diese Anleihen aufgrund ihrer höheren Duration im Vergleich zu High-Yield-Anleihen. Regionen wie Lateinamerika oder Afrika, die insbesondere High-Yield-Anleihen ausstehend haben, konnten sich entsprechend besser entwickeln als Anleihen aus Asien, Europa und dem mittleren Osten, die geringere Kreditrisiken aufweisen. Lokalwährungsanleihen, in Euro gerechnet, konnten von ihrer hohen laufenden Verzinsung und gefallen Zinsen profitieren. Die starke Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und entsprechend auch gegenüber den meisten Währungen der Schwellenländer führte jedoch insgesamt zu einer negativen Wertentwicklung im zweiten Quartal in Höhe von ca. minus 0,8 Prozent.

Hier finden Sie das PDF: [www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)

# EXA Energie

Für Firmen gemacht



»Optimieren Sie mit uns Ihre Energie-Beschaffung«

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







ANZEIGE

## EZB überprüft eigene Strategie – Rückkehr zu stärkerem Inflationsfokus?

Von Dr. Jörn Quitzau, BERGOS AG

Ende Juni hat die EZB das Ergebnis ihrer Strategieüberprüfung präsentiert. Es war nach 2003 und 2021 die dritte Überprüfung seit der Einführung des Euros. Die nächste Überprüfung dürfte im Jahr 2030 erfolgen. Bisher waren Veränderungen des Inflationsziels die sichtbarsten Ergebnisse der Strategieüberprüfungen. Die EZB hatte ursprünglich mit einem Inflationsziel von »unter 2%« begonnen. Die erste Überprüfung im Jahr 2003 brachte ein neues Inflationsziel von »unter, aber nahe 2%«. 2021 änderte die EZB das Ziel auf glatt 2%. Dieses Mal gab es keine Änderung, das 2%-Ziel bleibt also erhalten. Preisstabilität wird am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessen und das Ziel wird symmetrisch verstanden – das heißt, dass das Überschreiten und das Unterschreiten des 2%-Ziels für die Währungshüter gleichermaßen unerwünscht sind.

### Warum gelten 2 % Inflation als Preisniveaustabilität?

Für Nicht-Ökonomen ist es oft schwer nachvollziehbar, warum die EZB (und andere Zentralbanken) 2% Inflation mit Preisniveaustabilität gleichsetzen. Tatsächlich ist dies erklärungsbedürftig, denn 2% Inflation bedeutet eben nicht

Preisniveaustabilität, sondern einen schleichenden Kaufkraftverlust. Dennoch gibt es gute geldpolitische Argumente für einen Sicherheitsabstand zur Marke von 0%. So ist eine Deflation (also ein sinkendes Preisniveau) schwerer zu bekämpfen als eine Inflation. Bei einer Inflation kann die Zentralbank die Leitzinsen prinzipiell unbegrenzt erhöhen, um den Preisauftrieb einzudämmen. Dagegen ist bei einer Deflation das Potenzial für Zinssenkungen praktisch bei 0% begrenzt. Die Zentralbank kann dann nur noch unkonventionelle Mittel einsetzen – zum Beispiel »Strafzinsen« für Einlagen bei der EZB oder Anleihekäufe –, was die EZB während der Niedriginflationsphase auch intensiv getan hat (siehe Grafik).



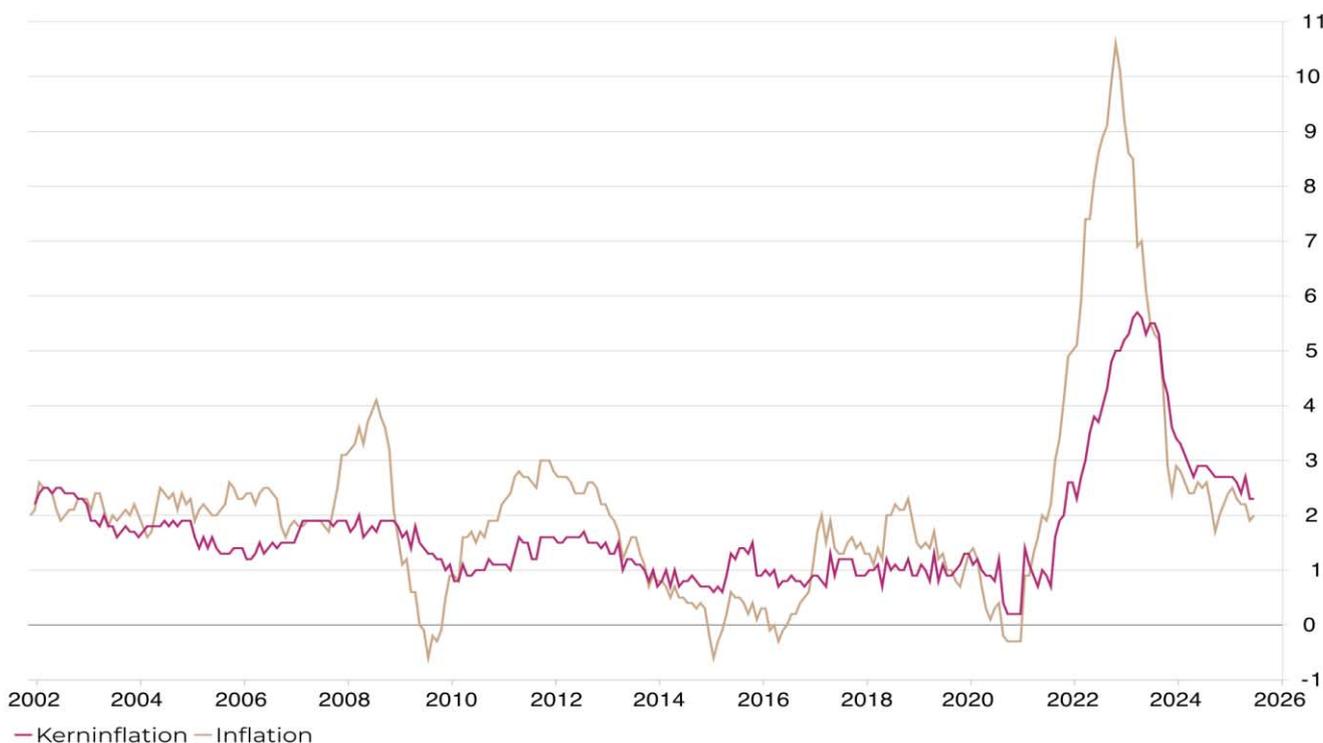
Dr. Jörn Quitzau,  
Chief Economist,  
BERGOS AG

[www.bergos.ch](http://www.bergos.ch)

Zentralbanken fürchten die Deflation besonders, weil sich eine Abwärtsspirale bei den Preisen ergeben kann, wenn die Verbraucher in Erwartung weiter sinkender Preise ihren Konsum immer weiter aufschieben und damit zu

Euroland: Inflation und Kerninflation ggü. Vorjahr

Quelle: Macrobond



weiteren Preisrückgängen beitragen. Ein sinkendes Preisniveau erhöht zudem den realen Wert von Schulden, so dass Kreditausfälle drohen. Auch Messungenauigkeiten sprechen dafür, ein Inflationsziel oberhalb der Marke von 0% zu haben.

Ob es aber genau 2% sein müssen, ist fraglich. Es könnte auch ein anderer Wert zwischen 0% und 2% oder ein noch höherer Wert sein. Der ursprüngliche EZB-Zielwert von »unter 2%« hatte der Zentralbank mehr Flexibilität gegeben. Die unkonventionelle, ultraexpansive Geldpolitik der EZB ab dem Jahr 2015 wäre in der Form kaum nötig gewesen, denn eine echte Deflationsgefahr bestand nie. Die wenigen Ausreißer der Inflationsrate unter die Nulllinie waren vor allem auf vorübergehende Schwankungen der Rohstoffpreise zurückzuführen. Die Kernrate, die den zugrundeliegenden Inflationstrend besser abbildet, lag fast durchweg ganz unverdächtig nahe der 1%-Marke. Eine Bandbreite beim Inflationsziel, die auch Inflationsraten von weniger als 2% zulässt, hätte der EZB nicht nur mehr Flexibilität gegeben, sondern auch ihre Glaubwürdigkeit in der Öffentlichkeit erhöhen können.

#### **Rückkehr zu stärkerem Inflationsfokus?**

Die aktuelle »Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB« aus dem Juni 2025 ist in größeren Teilen wortgleich mit der Erklärung aus dem Jahr 2021. Obwohl sich bei der EZB in der Sache also nicht viel geändert hat, so zeigen Teile ihrer Ausführungen doch, dass sich die Zeiten geändert

haben. Beispielsweise ist der Absatz zum Klimawandel deutlich kürzer als 2021. Das könnte ein Indiz dafür sein, dass sich die EZB wieder stärker auf ihre Kernfunktion besinnen möchte.

Insbesondere stand die EZB bei ihrer letzten Strategieüberprüfung 2021 noch unter dem Eindruck der langen Phase äußerst niedriger Inflationsraten. Die Zentralbanken konnten in dieser Zeit die Geldpolitik fast beliebig lockern, ohne dass die Inflation dadurch bedrohlich gestiegen wäre. Doch das sollte sich bald ändern. In der zweiten Jahreshälfte 2021 begann sich die große Inflationswelle aufzubauen, die im Jahr 2022 mit zweistelligen Teuerungsraten ihren Höhepunkt erreichte. Die EZB reagierte viel zu spät auf die sich abzeichnende Inflation und arbeitet bis heute daran, verloren gegangenes Vertrauen zurückzugewinnen und den Reputationsschaden zu beseitigen.

Insofern ist die EZB heute wohl viel sensibler für potenzielle Inflationsgefahren als 2021, als ihre Denkweise offenbar immer noch von drohenden Deflationsgefahren geprägt war. Prinzipiell ist deshalb zu erwarten, dass die EZB künftig entschlossener und energischer handeln würde, wenn es zu einer Überschreitung des Inflationsziels kommt. Ob sie dazu auch tatsächlich in der Lage sein wird, wenn viele Euro-Teilnehmerländer unter sehr hohen Staatsschulden leiden und langfristige Trends wie Demographie, Deglobalisierung und Dekarbonisierung für höhere Inflationsraten sorgen dürften, wird sich noch zeigen müssen. □

**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)



**Buchempfehlung:**

**»Sustainable Finance:  
Die Zukunft nachhaltiger Investments –  
ein interdisziplinärer Ausblick«**

*cric – der Verein für Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage, veröffentlichte zu seinem 25-jährigen Jubiläum den Sammelband 'Sustainable Finance: Die Zukunft nachhaltiger Investments – ein interdisziplinärer Ausblick'.*

Die Themen Sustainable Finance und nachhaltiges Investieren haben sich in den letzten 25 Jahren rasant entwickelt und sind in der Mitte der Gesellschaft angekommen. Mit ihnen ging die Hoffnung einher, Antworten auf die drängenden ökologischen und sozialen Herausforderungen unserer Zeit zu finden. Demgegenüber stehen oft enttäuschende Praktiken der Regulatorik. Hat nachhaltiges Investieren unsere natürlichen Ressourcen also wirklich geschützt? Wird das Geld in die richtige Richtung gelenkt? Und wie kann Geld die größtmögliche Wirkung für die sozial-ökologische Transformation erreichen? Der Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage (cric) zieht Bilanz und geht diesen Fragen nach. Über 40 Autor\*innen beleuchten Sustainable Finance und nachhaltiges Investieren aus verschiedenen Blickwinkeln und geben Anregungen für eine Weiterentwicklung. Dabei diskutieren sie aus der Perspektive unterschiedlicher wissenschaftlicher Disziplinen und widmen sich den Schnittstellen zu übergeordneten systemischen Fragestellungen, etwa Konzepten von Nachhaltigkeit, globaler Gerechtigkeit, politischen Steuerungssystemen oder Wirtschaftsmodellen. Zudem geben sie Praxisbeispiele aus Investorensicht und erörtern aktuelle Herausforderungen und mögliche Lösungen.

Ziel ist es, Sustainable Finance als interdisziplinäres Forschungsgebiet mit systemisch relevanten Fragestellungen zu verknüpfen und in die aktuellen Debatten einzubetten. Der Inhalt des Buches war der rote Faden unserer Jubiläumstagung und mündete in sieben Thesen (S. 599 ff) für die Zukunft.

**Über cric:**

cric e. V. ist mit über 130 Mitgliedern der größte und einer der ältesten Vereine zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage in Deutschland.

cric fördert ethisch-nachhaltige Investments. Dafür engagiert sich der Verein zusammen mit seinen Mitgliedern mit Dialogen, diversen Aktivitäten und Formaten an den Schnittstellen von Finanzwirtschaft, NGOs, Kirchen, Asset Ownern, Wirtschaft, Wissenschaft, Gesellschaft und auch privaten Investor:innen.

Der Sammelband wurde vom cricTANK konzipiert, dem internen Thinktank des Vereins. Mitglieder sind: Dr. Kevin Schaefers, Dr. Claudia Döpfner, Dr. Klaus Gabriel und Dr. Catherine Marchewitz.

Weitere Informationen unter [www.cric-ethik.finance](http://www.cric-ethik.finance) □

**ISBN: 978-3-98726-147-3,  
Softcover, 618 Seiten**

*Das Buch ist über oekom zu bestellen oder kostenfrei als  
Download verfügbar >> [www.oekom.de](http://www.oekom.de)*



Bund der Steuerzahler Deutschland stellt Gutachten vor:

## Das Sondervermögen ist ein XXL-Verschiebeparkhaus!

Dauer-Aufregung um das »Sondervermögen Infrastruktur und Klimaneutralität« (SVIK)! Heute steht das Gesetz zur Errichtung dieses Sondervermögens auf der Tagesordnung – erste Lesung im Deutschen Bundestag! Der Bund der Steuerzahler (BdSt) warnt vor einem milliardenschweren Verschiebeparkhaus zulasten künftiger Generationen. »Was als Investitionsoffensive verkauft wird, ist in Wahrheit ein schuldenfinanzierter Schattenhaushalt. Wer auf diesem Weg Wachstum verspricht, hat aber auf Sand gebaut«, bringt BdSt-Präsident Reiner Holznapel das Problem auf den Punkt. »Wir sehen keine klaren Regeln für Effizienz und Priorität, sondern nur eine riskante Entgrenzung der Staatsausgaben.«

»Die Absicherung zusätzlicher und wachstumswirksamer Investitionen in den Errichtungsgesetzen zum Sondervermögen«

Ein externes Gutachten von Prof. Dr. Friedrich Heinemann  
ZEW – Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH Mannheim >> [ZUM PDF](#)

### Gutachten bringt ans Licht: Zusätzlichkeit unzureichend, Wirkung unklar

Im Vorfeld der parlamentarischen Beratungen hatte der BdSt ein externes Gutachten zur »Ausgestaltung der Errichtungsgesetze« bei Professor Dr. Friedrich Heinemann vom Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) in Auftrag gegeben. Zentrales Ergebnis: Weder ist die »Zusätzlichkeit der Investitionen« ausreichend abgesichert, noch gibt es verbindliche Kriterien für eine wachstumsorientierte Verwendung der Mittel.

Besonders kritisch ist: Investitionen im Umfang von mindestens 60 Milliarden Euro, die ohnehin im Bundeshaushalt bis 2029 geplant waren, sollen nun über den Klima- und Transformationsfonds und vor allem über das Infrastruktur-Sondervermögen finanziert werden. Im Klartext: Das sind keine Mehr-Ausgaben, sondern lediglich anders finanzierte Ausgaben – nicht steuerfinanziert wie bisher,

sondern schuldenfinanziert. Ein Verschiebeparkhaus par excellence! »Diese Umetikettierung täuscht zusätzliche Impulse vor, obwohl es sich häufig um Altprojekte oder um längst geplante Maßnahmen handelt«, kritisiert Holznapel. »Stattdessen muss gelten: Jeder Euro aus dem Sondervermögen darf nur für zusätzliche Investitionen eingesetzt werden – und genau dort, wo Infrastrukturdefizite tatsächlich bestehen.«

### Gutachten stärkt unseren Appell: Kein Blankoscheck für Bund und Länder!

Die bislang vorgesehenen Steuerungsinstrumente sind laut Gutachten unzureichend. Vor allem bei den Investitionen der Länder sind Prioritäten Fehlanzeige. Auch die Wirkungsorientierung bleibt auf der Strecke: Eine unabhängige Erfolgskontrolle der Projekte ist nicht vorgesehen, eine Kopplung an konkrete Zielgrößen fehlt. Obendrein wurde die Bedingung gestrichen, dass auch aus dem 100-Milliarden-Anteil für die Länder nur zusätzliche Investitionen zu finanzieren sind. Die Frage, ob dieser Freibrief für die Länder-Milliarden überhaupt von der Grundgesetzänderung gedeckt ist, muss dringend in den parlamentarischen Beratungen geklärt werden.

Für uns gibt es nur eine logische Konsequenz: Nachbesserungen! »Wer 500 Milliarden Euro Schulden aufnimmt, muss den Steuerzahlern lückenlos nachweisen, was dieser Einsatz bringt – nicht nur in Sonntagsreden, sondern schwarz auf weiß«, fordert Holznapel. »Ohne klare Kriterien versickert das Geld in kleinteilige Einzelprojekte ohne gesamtwirtschaftliche Wirkung.«

### BdSt warnt vor Politikverdrossenheit

Unterm Strich warnt der Bund der Steuerzahler vor einem Verlust von Vertrauen in politische Zusagen. Noch im Wahlkampf hatte der inzwischen gewählte Bundeskanzler versprochen, keine neuen Schulden aufzunehmen. Jetzt wird über ein neues Sondervermögen mal wieder der Versuch unternommen, die ohnehin schon aufgeweichte Schuldenbremse noch weiter zu umgehen – diesmal gleich für zwei Jahrzehnte. Deshalb betont BdSt-Präsident Holznapel: »Diese Trickereien beschädigen das Vertrauen in demokratische Prozesse und führen zur Politikverdrossenheit. Es ist höchste Zeit für eine Transparenzoffensive und eine Kehrtwende – hin zu einer ehrlichen und damit generationengerechten Haushaltspolitik.«

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

## US-Investments: ja, aber sehr selektiv

Bei Megatrends spielt die Musik weiter in den USA

Oliver Grass,  
Portfoliomanager,  
Fürst Fugger Privatbank

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



Mit einer Mischung aus Verwunderung und Unverständnis sieht die Welt dabei zu, wie US-Präsident Trump generalstabsmäßig seine Macht weiter ausbaut und demokratische Widerstände aus dem Wege räumt. Allein die vage Aussicht auf etwas weniger Unsicherheit als z. B. bei der erratischen Zollgestaltung des letzten halben Jahres scheint die Märkte jedoch zu beruhigen. Selbst wenn das neue Steuergesetz umstritten ist, so ist es nun doch verabschiedet. Eine Beruhigung der US-Märkte sei auch dringend geboten, meint Oliver Grass, Portfoliomanager der Fürst Fugger Privatbank. Vor einem halben Jahr hätten nahezu alle Analysten und Wirtschaftsexperten noch auf ein ungebrochenes Wachstum der USA gesetzt. Die gleichen Experten sähen nun aber zahlreiche Fragezeichen, so Grass: »Noch 2024 war es für Investoren überhaupt keine Frage, in ihren Anlageportfolien einen hohen US-Anteil zu halten. Das ist jetzt anders.«

Eine wichtige Rolle hätten dabei die 15 Prozent Verlust des US-Dollars gegenüber dem Euro seit Jahresanfang gespielt. »Die Entwicklung des US-Dollars drückt auch das deutlich gesunkene weltweite Vertrauen in die USA als einen stabilen, verlässlichen und auch rechtssicheren Wirtschaftsraum aus«, sagt Grass. Die Umorientierung der internationalen Kapitalströme aus den USA, etwa nach Europa, habe sich fortgesetzt. Oliver Grass weiter: »Gerade die europäischen Börsenplätze sind eine sehr gute Adresse für Investoren, die nach Alternativen zu US-Anlagen suchen.« Sollten alle angekündigten Zölle Realität werden, würden sie den höchsten Stand seit der Weltwirtschaftskrise vor 100 Jahren erreichen. Die Folgen ließen sich allenfalls erahnen.

Ein genereller Abgesang auf US-Titel sei jedoch falsch, sagt Grass: »Jeder strategische Anleger muss sich auch bei globalen Megatrends positionieren, ganz besonders beim dominierenden Wachstumsmotor KI. Und da führt an den US-Unternehmen einfach kein Weg vorbei.« Die großen erfolgreichen US-Unternehmen der sogenannten »Magnificent Seven« sollten daher ein langfristiger Portfoliobaustein bleiben, wenn auch vielleicht mit einem etwas moderateren Portfolioanteil. »Gleiches gilt für die hochspezialisierten Industriebereiche in den Segmenten Rüstung, Raumfahrt und Flugzeugbau«, so Grass. Auch dies seien Megatrends. □

Merck Finck Counterpoint Juli 2025:

### Absicherung wegen US-Fiskalpolitik und den Zöllen

Von Robert Greil, Chefstrategie,  
MERCK FINCK A QUINTET PRIVATE BANK

- Das wachsende Haushaltsdefizit und die steigende Staatsverschuldung der USA stellen ein Risiko für US-Staatsanleihen dar. Daher haben wir beschlossen, unser Engagement in US-Staatsanleihen weiter zu reduzieren und einen Teil der Erlöse in japanische Staatsanleihen sowie in weitere US-Aktien umzuschichten.
- Die Bank of Japan dürfte angesichts der anhaltend steigenden Inflation ihre Leitzinsen anheben, was unserer Meinung nach zu einer Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar führen und die Renditen japanischer Staatsanleihen bei Umrechnung in Euro stützen würde.

- Trotz des Risikos für US-Staatsanleihen ist die US-Fiskalpolitik angesichts der zu erwartenden Konjunkturimpulse positiv für US-Aktien. Darüber hinaus könnten mehr Klarheit über Zölle und Handelsabkommen US-Aktien, die unter der hohen Handelsunsicherheit überproportional gelitten haben, kurzfristig stützen. Aus diesem Grund reduzieren wir unsere taktische Untergewichtung von US-Aktien.
- Wir gehen davon aus, dass der US-Dollar weiter schwächeln wird. Um Euro-Portfolios abzusichern, kaufen wir daher US-Aktien mit Währungsabsicherung. Diese eliminieren den Währungseffekt und sind daher von einem schwachen Dollar nicht betroffen. Außerdem tauschen wir einen Teil unserer bestehenden ungesicherten US-Aktien gegen abgesicherte Versionen aus. Dadurch reduzieren wir unser Dollar-Engagement weiter.

Lesen Sie hier den vollständigen Artikel:

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

## Je oller, je Dollar?

Von Robert Halver,  
Leiter Kapitalmarktanalyse, Baader Bank AG

*Der US-Dollar ist der Methusalem unter den Währungen. Jahrzehntelang bot er den USA (finanz-)wirtschaftliche Stärke und den globalen Anlegern einen sicheren Hafen. Zuletzt haben ihm fundamentale Risiken und hausgemachte Krisen jedoch stark zugesetzt. Und ein Ende ist nicht in Sicht. Zurzeit kursieren an den Börsen tatsächlich schwache Dollar-Prognosen. Wie gefährdet ist die Herrschaft des Greenback an den Devisenmärkten? Kommt jetzt der Euro?*



Robert Halver,  
Leiter der Kapitalmarktanalyse  
der Baader Bank AG

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

### Amerika ist der ultimative Schuldenstaat

Nachdem der US-Dollar gegenüber Euro in diesem Jahr bereits 14 Prozent verloren hat, könne er in den nächsten zwei Jahren laut Analystenschätzungen sogar auf 1,40 fallen. Wasser auf die Mühlen der Dollar-Pessimisten sind vor allem selbstverschuldete Probleme.

Momentan beträgt die Staatsverschuldung der USA über 37 Bill. Dollar. Allein über das große schöne »poetische« Haushaltsgesetz – »The One, Big, Beautiful Bill« – werden bis 2035 mindestens 3,5 Bill. dazukommen. Und bei den geplanten dramatischen Einsparungen gilt: Es kreiste der Berg und gebar eine Maus. Nein, Amerika hat mit der schwäbischen Hausfrau so wenig zu tun wie Vollmilchschokolade mit Diät. Zu Zeiten von Ronald Reagan hat der Schuldenstand zur Wirtschaftsleistung noch 35 Prozent betragen. Aktuell sind es 122. Und bei konsequenter Fortsetzung des Schuldenmarschs in Amerika könnte sie in zehn Jahren sogar bei 170 liegen. Mehr als 1,1 Bill. Dollar geben die Vereinigten Staaten jährlich nur für Zinszahlungen aus. Das sind ungefähr 35.000 Dollar pro Sekunde.

Viele Jahre haben die Stabilitäts-Anhänger über Amerikas debt mania mitunter die Nase gerümpft, aber diese doch eher nur zur Kenntnis genommen. Man hat ja auch gut

davon gelebt. Die USA haben die Weltkonjunktur finanziert. Wer hinterfragt denn, woher der freundliche Spender sein Geld hat?

Wenn aber die Schulden immer schneller wachsen als die Wirtschaft, ist Verschuldung immer weniger nur eine statistische Größe, sondern immer mehr eine Frage der Bonität (siehe Grafik unten).

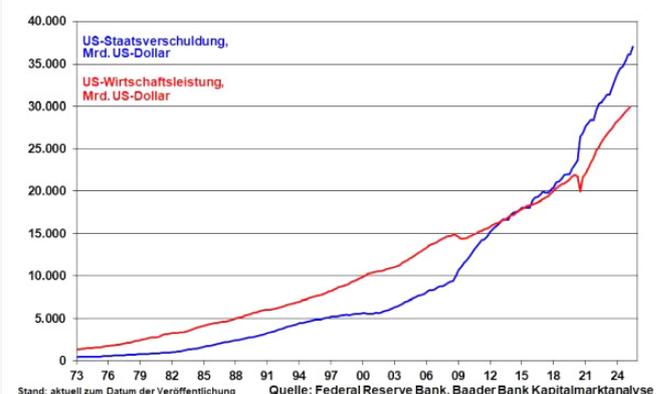
Die Investoren in US-Staatsanleihen werden bereits zurückhaltender, was auch die aktuelle Dollar-Schwäche anzeigt. Tatsächlich ist die Kapitalabwanderung in diesem Jahr die größte seit Pandemiebeginn 2020, obwohl der Renditevorteil Amerikas bei langlaufenden Anleihen gegenüber Europa beträchtlich ist, von kurzen Laufzeiten ganz zu schweigen. Höhere Zinsen tun dem US-Dollar also nicht gut. Offensichtlich werden sie eher als eingeforderte Risikoprämien auf die Rendite von Staatsanleihen verstanden, die auch bei noch so starker Beugung von mathematischen Gesetzen nie mehr rückzahlbar sind. Schon so wird Staatsverschuldung immer mehr zum teuren Luxusgut.

### Wer abhängig ist, muss freundlich sein

Noch finanzwirtschaftlich fataler wirken sich die handwerklichen Fehler der US-Regierung aus. Der US-Dollar als feinfühligere Seismograf zeigt das deutlich.

Zölle mögen zunächst für mehr Staatseinnahmen sorgen, wie dies im April tatsächlich festzustellen war. Über den zollideologischen Tellerrand betrachtet, kosten sie jedoch über schwächeres Wachstum überkompensierend an Steuereinnahmen. Überhaupt, wie sicher können Investoren sein, dass vereinbarte Zölle und Absprachen auch dann noch fix sind, wenn Herr Trump wieder irgendeine

Grafik: US-Staatsverschuldung und -Wirtschaftsleistung



Laus über die Leber gelaufen ist? Mangelnde positive Wirtschaftspsychologie ist geeignet, auch die Wirkung des neuen, durchaus wirtschaftsfreundlichen Haushaltsgesetzes zu verwässern.

Ein schwaches Wachstum wiederum nährt Zweifel an der langfristigen Schuldentragfähigkeit Amerikas. Apropos, die Länder, mit denen sich Amerika handelspolitisch besonders anlegt, sind ausgerechnet auch dessen größte Gläubiger, insbesondere Japan und China. Wenn sie nicht mehr kaufen oder mehr Rendite verlangen, wird Finanzminister Bessent schnell sein freundliches Lachen vergehen. Der Kunde ist König, kein Boxesack.

#### *Leitzinssenkungen der Fed als Lösung der US-Schuldenkrise?*

Trump steht unter erheblichem Druck, die überbordenden Kosten der Schuldenaufnahme in den Griff zu bekommen. Hier hofft er auf die »kostenlose« Hilfe der US-Notenbank, die ja einfach so die Zinsen senken könne. Er erweckt den Eindruck, dass Amerika etwa 600 Mrd. US-Dollar an Zinskosten einsparen könnte, wenn die US-Leitzinsen um zwei Prozentpunkte gesenkt werden. Der amtierende Fed-Chef Powell weigert sich bislang, diesem Herzenswunsch Trumps zu entsprechen. Obwohl Powell noch bis Mai 2026 im Amt ist, will der US-Präsident mit der Benennung eines taubenhaften Nachfolgers bereits im Herbst ordentlich Zinssenkungsdruck auf Powell aufbauen. Spätestens im Frühjahr des nächsten Jahres soll aber die Zinssenkungsbombe platzen.

Die poröser werdende Unabhängigkeit der Fed wird zur Schwächung des US-Dollars bewusst in Kauf genommen, um den amerikanischen Export anzukurbeln.

Was für eine Milchmädchenrechnung! Zunächst, markante Zinssenkungen ohne konjunkturelle Berechtigung werden die Inflation antreiben, was übrigens auch für Zölle gilt. Davon werden vor allem Anleihen mit langer Laufzeit

heimgesucht, da sie den Wert der langfristig festen Zinszahlungen verringern. Das wiederum führt zu noch höheren Risikoaufschlägen auf US-Bonds.

Und der Export? Die klassische Industrie massenhaft nach Amerika zu holen und zur Exportindustrie zu machen, ist so wenig erfolgreich wie Suche nach dem Bernsteinzimmer. Der Dollar kann gar nicht so massiv fallen, um die dramatisch höheren Löhne Amerikas gegenüber den Schwellenländern auszugleichen. Unzählige Unternehmen wären gar nicht mehr überlebensfähig. Und nicht zuletzt, Währungsverluste beim Dollar belasten – wie alle Anleger aktuell feststellen müssen – die Performance an den US-Börsen. Auch dafür verlangen Anleihegläubiger Kompensation, was den Schuldendienst Amerikas noch mehr erschwert. Die positiven Effekte einer Leitzinssenkung wären schneller aufgefressen als der gefüllte Futternapf eines Hundes. Am Ende haben sie sich ins Gegenteil verkehrt.

#### *Europa als alternativer sicherer Hafen?*

Trotz dieser Entwicklungen steht der große Knall der US-Finanzwirtschaft nicht bevor. Auch ist der Dollar als Weltleitwährung nicht unmittelbar in Gefahr. Dazu sind Amerikas Fundamente noch zu stark. Im Übrigen war der US-Dollar schon deutlich schwächer: 2008 stand er bei 1,60 zum Euro. Der Untergang fand damals nicht statt. Immerhin, auf das Risiko, dass Amerika nicht mehr der über jeden Zweifel erhabene, sichere Anlagehafen ist, bereitet sich die Finanzwelt vor.

Daher spricht viel dafür, dass die Gemeinschaftswährung weiter Heimathafen von Fluchtgeldern bleibt. Das kommt dem immensen Finanzbedarf Europas zugute. Aber eine Stark- oder gar Weltleitwährung Euro will niemand haben. Dazu sind wir zu sehr exportlastig. Und die große Verantwortung will man auch nicht übernehmen. Zu viele Euro-Länder verderben den Währungs-Brei. 1,40 sind zu viel. Aber 1,25 bis Ende 2026 könnten es schon werden. □

# Handelsblatt

Substanz entscheidet.



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

ANZEIGE

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, Schumannstraße 2/III, 81679 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.