

Die KI-Blase wird platzen – aber wann?

Von Marco Herrmann, FIDUKA-Depotverwaltung GmbH

Nach dem Zolldesaster hat die Rally an den Aktienmärkten viele Investoren auf dem falschen Fuß erwischt. Dennoch gibt es trotz sehr hoher Bewertungen Investmentchancen.

Getrieben von den sogenannten Mega-Caps, also Aktien mit einer außergewöhnlich hohen Marktkapitalisierung, haben die US-Indizes neue Höchststände erreicht. Die zehn größten Werte des S&P 500 sind für 56 Prozent der Kurssteigerung seit dem Tief am 8. April 2025 verantwortlich, während sich die übrigen 490 Aktien sehr unterschiedlich entwickelt haben. So befinden sich immer noch rund 40 Prozent der Aktien aus dem S&P seit Jahresanfang im Minus. Anleger aus dem Euroraum leiden zusätzlich unter der Schwäche des Dollars, der seit Jahresanfang 13 Prozent an Wert verloren hat.

KI löst Goldrausch aus

Die starke Performance der Mega-Caps ist jedoch nicht völlig irrational, denn diese stehen auch maßgeblich hinter der positiven Entwicklung der Unternehmensgewinne im S&P 500: Im ersten Halbjahr legten deren Gewinne um elf Prozent zu und übertrafen damit die ursprüngliche Erwartung von sechs Prozent deutlich. Und wenig überraschend kommt der Großteil der Gewinnsteigerungen von den großen Tech- und Bankkonzernen. Die Fortschritte im Bereich der Künstlichen Intelligenz (KI) haben allerdings einen wahren Goldrausch unter Anlegern ausgelöst und die Kurse der entsprechenden Tech-Unternehmen massiv in die Höhe getrieben. Vor allem Privatanleger haben einer Studie von Goldman Sachs zufolge in diesem Jahr überproportional stark in Technologieunternehmen des Nasdaq 100 im Vergleich zum S&P 500 investiert. Bei Unternehmen wie Palantir, die mittlerweile mit dem 60-Fachen des Umsatzes von 2026 gehandelt werden, scheint die Wachstumsfantasie keine Grenzen zu kennen.

KI-Hype übertrieben

Selbst Sam Altman, der CEO von OpenAI, dem Unternehmen hinter ChatGPT, warnt mittlerweile vor einer Blase im KI-Bereich. Viele Unternehmen werden im besten Fall nur geringe Renditen auf ihre exorbitanten Investitionen in Hochleistungshalbleiter und Serverfarmen erwirtschaften,



SAVE THE DATE:

Die Elite der Vermögensverwalter 2026

**wird am 20. November 2025
in der Salzburger Residenz ausgezeichnet!**



»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**

im schlimmsten Fall drohen sogar Verluste. Wie so oft bei neuen technischen Errungenschaften und Trends eilen die Aktienkurse anfangs der Realität viel zu weit voraus. Das ist nichts Neues, das war bereits bei Eisenbahnen, Autos oder Ölwerten in den vergangenen 150 Jahren zu beobachten. Zuletzt gab es die TMT-Blase um die Jahrtausendwende.



Marco Herrmann,
Geschäftsführer &
Chief Investment Officer,
FIDUKA-Depotverwaltung GmbH

www.fiduka.com

Auch die heutige KI-Blase – falls es eine ist – wird platzen. Nicht alle hochgejubelten Unternehmen werden die erforderlichen betriebswirtschaftlichen Erfolge, also Gewinne, erzielen und somit überleben. Früher oder später wird sich die Spreu vom Weizen trennen. Ähnlich wie nach dem Platzen der TMT-Blase vor 25 Jahren wird es am Ende nur eine Handvoll Gewinner geben.

Konsolidierungsphase wahrscheinlicher als Kurseinbruch

Das Problem der Anleger ist, dass sich der Zeitpunkt des Platzens einer Blase nicht vorhersehen lässt. Ähnlich wie beim Aufblasen eines Luftballons weiß man erst im Nachhinein, wann zu viel Luft im Ballon ist, nämlich dann, wenn er schon geplatzt ist – und man ist dann doch irgendwie überrascht vom Knall. Fairerweise muss man festhalten, dass die Tech-Unternehmen zumindest in der Summe unglaublich profitabel sind. Operative Margen von 30 bis 40 Prozent sowie zweistellige Umsatzsteigerungen sind keine Seltenheit, sondern die Regel. Solange es keinen überraschenden Zinsanstieg oder eine Rezession gibt, ist eine vorübergehende Konsolidierungsphase wahrscheinlicher als ein massiver Kurseinbruch.

Zinssenkung wahrscheinlich

In den USA wird die Zinsseite voraussichtlich kein Problem darstellen. Die Fed wird dem Druck von Trump früher oder später nachgeben und die Leitzinsen senken. Die Terminmärkte taxieren die Wahrscheinlichkeit einer geldpolitischen Lockerung im September immerhin auf mehr als

Spezialisierungslehrgang

Zertifizierter Family Officer

**Ihr Können
kann sich sehen
lassen.**

**ZERTIFIZIERTER
FAMILY OFFICER
FVF**

www.fachseminare-von-fuerstenberg.de/family-officer

ANZEIGE



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



85 Prozent. Ob dies vor dem Hintergrund der inflationstreibenden Zölle zu rechtfertigen ist, steht auf einem anderen Blatt. Zwar könnte der gefühlte Verlust der Unabhängigkeit der Fed temporär die Renditen der langfristigen Staatsanleihen in die Höhe treiben, doch ist es nur eine Frage der Zeit, bis die US-Notenbank wieder mit Anleihenkäufen (Quantitative Easing) beginnt, um die Last der hohen Staatsschulden zu reduzieren. Damit dürfte auch das Rezessionsrisiko sinken.

Diversifikation bleibt das A und O

Der S&P notiert derzeit mit einem KGV von ambitionierten 22 für das Jahr 2026. Der langfristige Durchschnitt liegt bei knapp 16. Betrachtet man hingegen den gleichgewichteten

S&P Index, in dem alle 500 Aktien mit jeweils 0,2 Prozent gewichtet sind, ist das KGV mit 16,5 schon weniger besorgniserregend.

Es lohnt sich also, auch einmal über die Mag 7, die Top 10 beziehungsweise die Nifty 50 hinauszuschauen, denn Diversifikation bleibt das A und O im Risikomanagement. Dazu gehören auch Aktien aus Europa und den Schwellenländern. Von der schwindenden Rechtssicherheit in den USA dürften andere Regionen profitieren, wenn immer mehr Investoren ihren US-Anteil reduzieren. Im Technologiebereich sollten Anleger die Erkenntnis aus dem großen Goldrausch beherzigen und vorwiegend in die »Schaufelhersteller« und weniger in die »Schürfer« investieren. □



Mieten oder Kaufen – was ist finanziell attraktiver?

Von Dr. Gerd Kommer und Tobias Jerschensky,
Gerd Kommer Invest GmbH

Von den 41 Millionen Haushalten in Deutschland sind 43 % = 17,6 Millionen Eigentümer der Immobilie, in der sie leben. 57 % (23,4 Millionen) sind Mieter. Zwei Drittel der Mieterhaushalte streben an, in der Zukunft ein Eigenheim (eine Wohnung oder ein Haus) zu erwerben. Befragt man die Eigenheimaspiranten nach ihren Motiven für den gewünschten Immobilien-erwerb, werden finanzielle Motive deutlich häufiger als Lifestyle-Motive genannt, z. B. »gute Altersvorsorge«, »mietfrei wohnen im Alter«, »gute Renditen«, »Betongold«, »Sachwert«, »sichere Anlage« und »Inflationsschutz«.

In Gerd Kommers 2021 erschienenem Buch »Kaufen oder Mieten? Wie Sie für sich die richtige Entscheidung treffen« wurden die finanziellen und nicht-finanziellen Argumente in einer Kaufen-oder-Mieten-Entscheidung in Deutschland zusammengestellt und analysiert. Der rein wirtschaftliche Teil der Analyse darin basiert auf historischen Daten von 1970 bis 2020 (51 Jahre). Seitdem sind über vier Jahre vergangen, in denen sich bei Immobilienpreisen, Zinsen, Mieten und Kapitalmarktrenditen viel getan hat. Zeit daher, den finanziellen Kaufen-oder-Mieten-Vergleich im Buch mit aktualisiertem Zahlenmaterial bis Ende 2024 auf den neuesten Stand zu bringen.

Aus Platzgründen gehen wir in diesem Artikel nicht auf nicht-finanzielle Argumente, also emotionale und Lifestyle-Überlegungen ein, die – je nach Argument – entweder für Kaufen oder für Mieten sprechen. Die nicht-finanziellen Argumente werden umfassend im oben erwähnten Buch behandelt.

Welches Vergleichsverfahren führt zu wirklich belastbaren Erkenntnissen?

Will man für ein spezifisches Kaufobjekt und eine spezifische Mietsituation – also einen Einzelfall – in die Zukunft gerichtet eine Kaufen-oder-Mieten-Kalkulation durchführen, existieren dafür zahlreiche nützliche Kaufen-oder-Mieten-Rechner im Internet. Allerdings lassen sich aus einer solchen prognostischen Einzelfallrechnung keine verallgemeinerungsfähigen Schlussfolgerungen für die Kaufen-oder-Mieten-Überlegung ziehen.

Will man jenseits nicht repräsentativer Einzelfälle verallgemeinerbare Aussagen zur grundsätzlichen ökonomischen Attraktivität von Kaufen gegenüber Mieten kombiniert mit einer einfachen Kapitalmarktanlage (einem ETF-Depot auf Buy-and-Hold-Basis) formulieren, helfen Einzelfallrechnungen nicht weiter. Zu strukturellen Schlussfolgerungen gelangt man nur, indem man mit repräsentativem statistischem Datenmaterial und über hinreichend lange, repräsentative Zeiträume rechnet.

Tut man das, stellt sich sogleich eine weitere methodische Grundfrage: Will man den Vergleich auf der Basis historischer Daten durchführen oder auf der Basis von vorwärtsgerichteten Prognosen? Prognostische Rechnungen basieren zwangsläufig auf subjektiven Annahmen über die künftige Entwicklung von Eigenheimpreisen, Zinsen, Mieten, Kapitalmarktrenditen und Steuern. Obwohl vorwärtsgerichtete Annahmen für Zeitfenster jenseits von wenigen Monaten unsicher sind und sich später überwiegend als falsch herausstellen werden und obwohl es hier um eine Investmententscheidung für 20+ Jahre in der Zukunft geht, verwenden die Medien und Immo-Finfluencer für ihre allgemeinen Kaufen-oder-Mieten-Analysen trotzdem fast immer Prognoserechnungen.

Die Verwendung von Prognosen zur Beantwortung der allgemeinen, nicht auf einen einzelnen Haushalt bezogenen Frage, ob Kaufen oder ob Mieten + ETF-Depot finanziell attraktiver ist, erscheint bei genauerer Überlegung seltsam. Zur Einschätzung der wirtschaftlichen Attraktivität von Finanzmarktanlagen – Aktien, zins-tragenden Anlagen, Rohstoffen, Edelmetallen und Kryptowährungen sowie den aus ihnen abgeleiteten Finanzprodukten – werden praktisch ausnahmslos historische Datenreihen verwendet. Also keine Prognosen, die ja auf unsicheren, subjektiven Annahmen fußen und vermutlich nicht so wie formuliert eintreffen werden – schon gar nicht über eine Jahrzehnte währende zukünftige Periode.

Daher orientieren wir uns in der Kaufen-oder-Mieten-Analyse im vorliegenden Artikel an der Best Practice der Wissenschaft und kalkulieren nicht auf der Basis von Vorhersagen und Annahmen, sondern auf der Basis historischer Marktdaten. Weil wir historische Daten

verwenden, weil wir dabei 55 Jahre zurück gehen und weil wir unsere Ergebnisse mit akademischen Fachstudien für andere Länder abgleichen, erlauben unsere errechneten Zahlen fundamentale, strukturelle Schlussfolgerungen.

Was ist bei einem korrekten Kaufen-oder-Mieten-Vergleich zu beachten?

Hier sind drei Grundprinzipien, die ein belastbarer Vergleich von Kaufen und Mieten + Kapitalmarktanlage erfüllen muss:

- Käufer und Mieter + ETF-Anleger bewohnen eine identische Immobilie.
- Käufer und Mieter haben anfänglich und jeden Monat identische »Cash-Outflows«, sprich, sie investieren gleich viel in ihre Vermögensbildung, d.h., ihr Konsumverzicht für Vermögensaufbauzwecke ist gleich hoch. Was genau mit »identischen Cash-Outflows« gemeint ist, wird in der Tabelle unten deutlich. Dort belaufen sich die Cash-Outflows in den Zeilen 1 und 2 für den Eigenheimbesitzer (EHB) und den Mieter/ETF-Anleger auf die jeweils gleiche Summe. Diese Gleichheit wird erzielt, indem der Mieter die Differenz zwischen seiner monatlichen Miete und den Gesamtausgaben des EHBs in einen ETF-Sparplan investiert.
- Die Betrachtungsperiode (der Analysezeitraum) muss ausreichend lang sein, typischerweise länger als

15 Jahre. Kürzere Zeiträume werden zu sehr von zufälligen, nur vorübergehend gültigen Marktbedingungen verzerrt. Außerdem dauern die meisten Immobilienfinanzierungen über 20 Jahre bis zur vollständigen Tilgung.

Gestaltet man einen wirtschaftlichen Kaufen-oder-Mieten-Vergleich so wie in der Tabelle, dann hat die Partei mit dem höheren Nettovermögen am Ende der Betrachtungsperiode (Endvermögen) das »Investmentrennen« EHB gegen Mieter gewonnen.

Die Ergebnisse einer solchen Berechnung im Gesamtzeitraum von 1970 bis 2024 (55 Jahre) in Deutschland fassen wir in der Abbildung auf der folgenden Seite zusammen. Dabei besteht das Kapitalmarktinvestment beim Mieter aus einem simplen ETF-Depot auf den MSCI World Aktienindex auf Buy-and-Hold-Basis (Kaufen und Halten). (Vor der Verbreitung von Indexfonds in Deutschland ab ungefähr 2005 hätte man ein diversifiziertes Portfolio aus Einzelaktien oder einen aktiv gemanagten globalen Aktienfonds verwenden können.)

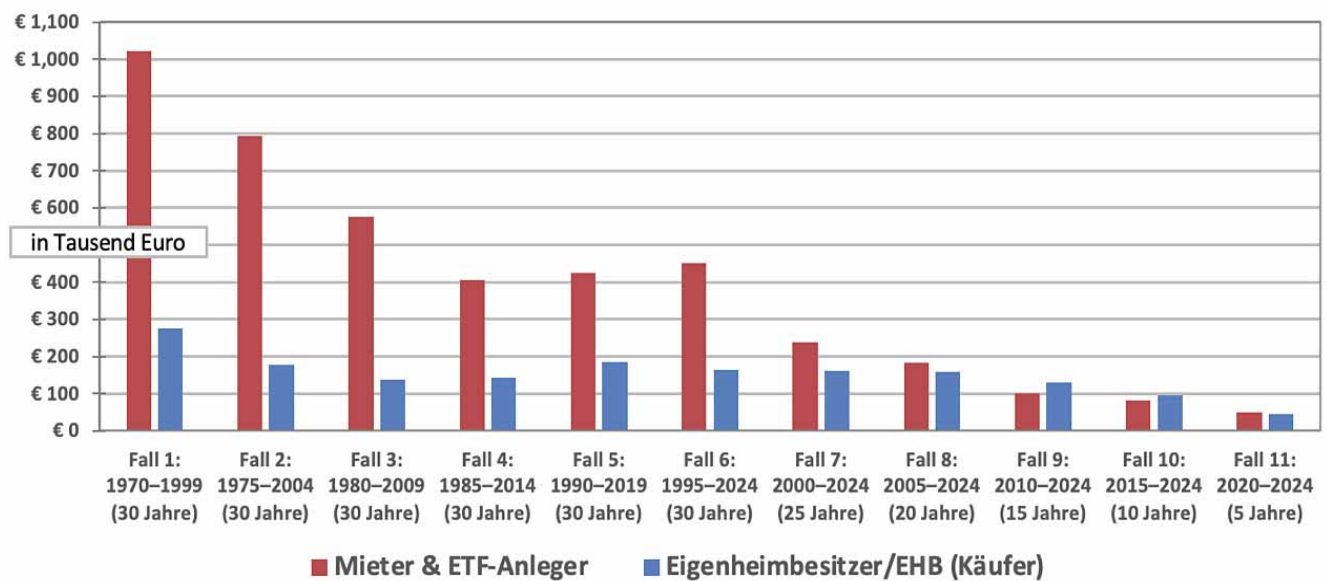
Das Immobilieninvestment beim Eigenheimbesitzer ist die durchschnittliche Wohnimmobilie in Deutschland. Wir nehmen beim EHB eine anfängliche 70 %-Kreditfinanzierung an. >>

Tabelle: Gegenüberstellung der Zahlungsströme (Cash-Flows) zwischen Eigenheimbesitzer (EHB) und Mieter in einem objektiven Mieten-oder-Kaufen-Vergleich (Lesehinweis: Cash-Outflows (aus der Sicht des EHBs oder des Mieters) werden in der Tabelle in rot und mit Minuszeichen gezeigt, Cash-Inflows dagegen in Schwarz mit Pluszeichen.)

	Phase	Cash-Flows Eigenheimbesitzer/EHB (einmalig + laufend)	Cash-Flows Mieter (einmalig + laufend)
1	Anfänglicher Erwerb: Beginn der Analyseperiode	– Anteil des Objektkaufpreis zzgl. Kaufnebenkosten, der aus Eigenkapital finanziert wird [A]	– Kaufpreis des anfänglichen Kapitalmarktinvestments (ETF-Depot) zzgl. Kaufnebenkosten (gleicher Gesamtbetrag wie beim EHB)
2	Fortlaufend	– Instandhaltungskosten, Versicherung, Grundsteuer – Kreditannuität (Zins + Tilgung) bei Fremdkapitalfinanzierung	– Fortlaufende Kapitalmarktinvestments zzgl. Kaufnebenkosten (ETF-Sparplan) [C] – Miete
3	Verkauf: Ende der Analyseperiode	+ Verkaufserlös Eigenheim abzgl. Nebenkosten des Verkaufs [B]	+ Verkaufserlös Kapitalmarktinvestments abzgl. Nebenkosten des Verkaufs und Abgeltungsteuer auf Kursgewinne

► [A] Kaufnebenkosten bei Immobilien: Grunderwerbsteuer, Maklergebühren, Notargebühren, Grundbuchgebühren. ► [B] Wenn die Betrachtungsperiode kürzer als die Zeit bis zur Volltilgung des Kredits ist, wird die bestehende Restkreditschuld vom Verkaufspreis des Objekts abgezogen, um zum Nettoendvermögen zu gelangen. ► [C] Es wird angenommen, dass alle laufenden Erträge (z. B. Dividenden) abzüglich Steuern sofort reinvestiert werden (Thesaurierung).

Abbildung: Vergleich des Endvermögens von Eigenheimbesitzer/Käufer versus Mieter/ETF-Anleger in 11 unterschiedlichen Zeitfenstern zwischen 1970 und 2024 (55 Jahre)



Wir betrachten elf unterschiedliche Zeitfenster, die jeweils maximal 30 Jahre andauern, da eine typische 70 %-Immobilienfinanzierung im Mittel nach etwa 28 Jahren vollständig zurückgeführt ist. Die weiteren Annahmen und Inputs in der Berechnung beschreiben wir in einem [Beitrag mit dem gleichen Titel wie dieser Artikel auf der Website gerd-kommer.de](#) für jene Leser, die genau wissen wollen, wie wir kalkuliert haben.

Die Interpretation der Ergebnisse in der Abbildung: Warum liegt der Mieter mehrheitlich vorne?

In neun von elf Fällen erzielte der Mieter/ETF-Anleger am Ende des Betrachtungszeitraums ein höheres Endvermögen. Lediglich in den zwei Fällen 9 und 10 ist es umgekehrt. Allerdings ist der EHB-Vorsprung in absoluten Geldeinheiten in diesen zwei Fällen gering: nur 19 bzw. 14 Tsd. Euro.

Generell muss man die Fälle 10 und 11 im Vergleich zu den Fällen 1 bis 9 als für unsere Schlussfolgerungen weniger bedeutend einstufen. Erstens weil sie nur relativ kurze Zeiträume repräsentieren und zweitens wegen der betraglich eher unbedeutenden absoluten Endvermögensunterschiede zwischen EHB und Mieter. Man könnte bei den »Renditerennen« 10 und 11 daher von »Unentschieden« sprechen. Ein klareres Ergebnis in die eine oder andere Richtung würde sich hier wohl erst nach fünf bis zehn weiteren Jahren einstellen.

Der Hauptgrund dafür, dass der Mieter + ETF-Anleger unser Kaufen-oder-Mieten-Rennen neun von elf Vergleichen für sich entscheidet, liegt darin, dass die Anlageklasse Aktien-Global langfristig merklich höhere Gesamtrenditen produziert als die Anlageklasse Wohnimmobilien. Das trifft zu auf deutsche Wohnimmobilien und das trifft auch in anderen Ländern zu, für die entsprechende Total-Return-Daten zu Wohnimmobilien vorliegen. Gleichwohl muss man festhalten, dass Wohnimmobilienrenditen in Deutschland im internationalen Vergleich seit 1970 bis heute besonders niedrig waren.

Warum jedoch ist der Endvermögensvorsprung des Mieters in den Fällen 1 bis 6 geradezu spektakulär hoch? (Im Fall 1 bspw. 748 Tsd. Euro zu Gunsten des Mieters.) Das hat vier Ursachen:

- Ursache Nr. 1: Die Fälle 1 bis 6 dauern die vollen 30 Jahre, die Fälle 7 bis 11 nicht. Aufgrund des Zinseszinsseffekts wirken sich gegebene Renditeunterschiede zwischen zwei Investments A und B beim Endvermögen umso stärker aus, je länger der Betrachtungszeitraum ist.
- Ursache Nr. 2: Deutsche Wohnimmobilien verzeichneten in den 44 Jahren von 1970 bis 2013 geradezu desaströs niedrige Wertsteigerungen. Am Ende dieser viereinhalb Jahrzehnte war die durchschnittliche deutsche Wohnimmobilie inflationsbereinigt 16 % weniger wert als zu Beginn – der schlechteste Wert

unter rund 20 westlichen Staaten, für die solche Daten verfügbar sind.

- Ursache Nr. 3: Von 1970 bis 2013 waren die Immobilienkreditzinsen mit durchschnittlich 7,4% p.a. wesentlich höher als von 2014 bis heute mit 2,2% p.a.
- Ursache Nr. 4: Mieten und Mietanstiege in Deutschland fielen von 1970 bis ungefähr 2015 vergleichsweise niedrig aus. Das begünstigte in dieser Zeit ebenfalls (wie auch die Ursachen 1 bis 3) die Mieter/ETF-Anlegerseite.

Welchen Einfluss hat die Höhe des Kreditanteils, der »Kredithebel«?

In unserer Berechnung für die Abbildung nahmen wir beim EHB eine anfängliche Kreditfinanzierung von 70% an. Hätte man eine 100%-ige Eigenkapitalfinanzierung zugrunde gelegt (also null Kredit), wären von den elf Zeitfensterfällen nach wie vor neun zu Gunsten des Mieters ausgegangen, wenngleich sich die Verteilung von Gewinner- und Verliererfällen und die absoluten Endvermögenswerte verschoben hätten.

Ein höherer Kreditanteil als 70%, z. B. 85%, hätte zufällig ebenfalls zu einem 9-zu-2-Gesamtergebnis wie in der Abbildung zu Gunsten des Mieters geführt, während diese Modifikation wiederum die spezifische Gewinner-Verlierer-Verteilung über die elf Fälle hinweg geändert hätte.

Generell lässt sich schlussfolgern, dass der in der Immobilien-Fangemeinde beliebte Kredithebel beim EHB per Saldo eher renditeschädlich war. Der mangelnde finanzielle Nutzen des Kredithebeleffekts beim Endvermögen und der Eigenkapitalrendite von Immobilieninvestments steht im Widerspruch zur herrschenden Meinung hierzu in der Immobilien-Fancommunity und bei denjenigen, die an Verkauf und Finanzierung von Immobilien Geld verdienen, also Maklern, Banken und Immobilien-Coaches. In unserem [Beitrag »Der Kredithebelmythos bei Immobilien« vom November 2024](#) zeigen wir, dass und warum Kreditfinanzierung (Leverage) in der gewerblichen Immobilienfinanzierung – wo bzgl. Fremdfinanzierungseffekt eine bessere Datenlage besteht – statistisch renditeschädlich ist.

Welchen Einfluss hätten variable Kreditzinsen gehabt?

In vielen westlichen Ländern haben private Immobilienkredite mehrheitlich eine variable Verzinsung, während

in Deutschland langfristige Zinsbindungen von zehn Jahren und mehr dominieren. Hätten variable Zinsen die Ergebnisse in der Abbildung wesentlich verändert? Die kurze Antwort: nur marginal und eher zu Gunsten des Mieters. Er hätte das Endvermögensrennen im Falle variabler Zinsen in zehn von den elf Fällen gewonnen. Grund: Die seit Anfang 2022 stark gestiegenen Zinsen wirkten sich hier ungünstiger für den EHB aus.

Warum berichten die Medien dennoch regelmäßig, dass Eigenheimbesitzer im Alter durchschnittlich reicher sind als Mieter?

Wir passen unsere Ergebnisse mit der von der Immobilienbranche, Journalisten und Immo-Finfluencern seit Jahrzehnten immer wieder verbreiteten Aussage zusammen, dass Rentnerhaushalte mit Eigenheimbesitz durchschnittlich ein höheres Vermögen haben als entsprechende Mieterhaushalte? Oberflächlich stimmt die besagte Aussage, sie ist aber dennoch ein Fall von »Lügen mit Statistik«. Eigenheimbesitz ist bei diesen Haushalten nicht die Ursache ihres höheren Vermögens, sondern die Folge – genauer gesagt die Folge eines typischerweise über Jahrzehnte hinweg höheren Einkommens kombiniert mit einer dauerhaft höheren Sparneigung (der prozentuale Anteil des Nettoeinkommens, der für Vermögensbildung aufgewendet wird). Dazu kommt noch statistisch umfangreicherer und/oder früherer Vermögenszuwachs über Schenkungen oder Erbfälle bei EHB-Haushalten relativ zu Mieter-Haushalten.

Hier eine Illustration zur manipulativen Vertauschung von Ursache und Wirkung im soeben beschriebenen Sachverhalt durch die Immobilienbranche: Das durchschnittliche Vermögen aller Ferrari-Besitzer-Haushalte in Deutschland übersteigt selbstverständlich dasjenige der Nicht-Ferrari-Besitzer. Nun die Frage: War der Ferrari die Ursache dieses Vermögensvorsprungs? Natürlich nicht. Der Ferrari hat, wenn überhaupt, geschadet. So oder so war der Ferrari-Besitz die Folge des Vermögensvorsprungs. Genauso ist es beim Eigenheimbesitz. Er ist die Folge der o.g. Ursachen (primär höheres Einkommen, höhere Sparneigung und dadurch höheres Vermögen). Würde man Mieter mit Eigenheimbesitzern vergleichen, die dauerhaft das gleiche Einkommen und die gleiche Sparneigung hatten sowie Erbschaftseffekte herausrechnen, zeigte sich, dass Mieter im Ruhestand statistisch ein höheres Endvermögen erreichten. Derartige empirische Untersuchungen existieren für Deutschland jedoch nicht. >>

Wie steht es mit dem Eigenheimvorteil des »positiven Zwangssparvertrags«?

Weiter oben haben wir die höhere Sparneigung von Haushalten mit Eigenheimbesitz erwähnt. Eine höhere Sparneigung kann zwei Ursachen haben: (a) ein höheres Einkommen. Es fällt z. B. leichter, 20 % von 10.000 Euro Nettoeinkommen im Monat zu sparen als 20 % von 2.000 Euro. Überdies beträgt der absolute Sparbetrag im ersten Falle 2.000 Euro und im zweiten Falle nur 400. (b) Eine rein psychologisch verursachte höhere »Sparaffinität«, sprich, wenn zwei Haushalte A und B ein identisches Nettoeinkommen haben, aber Haushalt A davon 30 % spart und Haushalt B nur 5 %, dann hat Haushalt A eine rein psychologisch bedingt höhere Sparneigung. Auf gut Deutsch: Haushalt A ist sparsamer und leistet mehr Konsumverzicht.

Wird nun ein Eigenheim mit einer Fremdkapitalquote von rund 60 % oder höher fremdfinanziert, dann wird dieser Haushalt pro Monat höhere immobilienbezogene Ausgaben aus Kreditannuität und weiteren Immo-Ausgaben (verdurschnittlichte Instandhaltung, Versicherung, Grundsteuer) aufwenden müssen als ein vergleichbarer Mieterhaushalt. Dieser Unterschied besteht so lange, bis der annuitätische Kredit vollständig getilgt ist, also in der Regel 25+ Jahre. Nun die Krux: Ein solcher EHB-Haushalt hat bis zur Volltilgung des Kredits Monat für Monat keine Wahl, diese Ausgaben zu tätigen, da er ansonsten das Objekt im Wege einer Pfändung an die Bank verliert und diesen Verlust außerdem als soziales Stigma empfindet. Der vergleichbare Mieterhaushalt steht mit seinem ETF-Sparplan hingegen nicht unter einem solchen Zwang und Risiko. Er kann jeden Monat ohne kurzfristig negative Konsequenzen sein Sparen aussetzen und stattdessen mehr konsumieren. Der Mieter braucht also eine gehörige Portion Selbstdisziplin, um 25+ Jahre jeden Monat gleich viel für Vermögensausbildung wie der EHB auszugeben. Letzterer dagegen »wird dazu von den Umständen gezwungen«, er unterliegt wegen seines Immobilienkredits einem »positiven Zwangssparvertrag«.

Dieser Effekt – der ja nichts anderes ist als die bereits weiter oben erwähnte statistisch höhere Sparneigung bei Selbstnutzerhaushalten – trägt mit dazu dabei, dass EHB-Haushalte im Alter tatsächlich statistisch vermögender sind als Mieter. Aber noch einmal: Der statisti-

sche Vermögensvorsprung von EHBs hat nichts zu tun mit einer hohen Rentabilität der Immobilie. Wenn überhaupt, kann man sagen, dass dieser Vermögensvorsprung trotz des Eigenheims besteht, nicht wegen ihm. Bringt ein Mieterhaushalt die gleiche Spardisziplin auf wie ein Eigenheimhaushalt, wird der Mieterhaushalt im Alter von 50, 60 oder 70 Jahren statistisch ein höheres und oft signifikant höheres Endvermögen erreicht haben.

Was, wenn man beim Mieter kein 100/0-Aktienportfolio zugrunde legt, sondern ein 60/40-Aktien-Anleihen-Portfolio?

Wir haben unserem Mieten-versus-Kaufen-Vergleich beim Mieter ein 100 %-Aktienportfolio (einen MSCI World-ETF) zugrunde gelegt, weil wir der Überzeugung sind, dass ein global diversifizierter Aktien-ETF auf Buy-and-Hold-Basis weniger risikoreich ist als ein kreditfinanziertes Investment in eine Einzelimmobilie (oftmals eine mit Baufertigstellungsrisiko). (Dass man die laufenden Wertschwankungen eines ETF-Depots leichter beobachten und messen kann als die laufenden Wertschwankungen der Eigenkapitalposition in einer Einzelimmobilie, ändert an dieser Grundtatsache nichts.)

Würde man beim Mieter ein 60/40-Portfolio aus einem MSCI World-ETF und einem Anleihen-ETF (mittelfristige High-Quality-Anleihen) zugrunde legen, ginge das Endvermögensrennen in den elf Fällen nicht mehr 9 zu 2 für den Mieter aus, sondern nur noch 7 zu 4. Die Veränderung des Ergebnisses illustriert, was wir alle letztlich wissen: Aktien produzieren langfristig weit höhere Renditen als zinstragende Anlagen.

Die wissenschaftliche Literatur zu Kaufen versus Mieten

Unsere hier präsentierten Kaufen-oder-Mieten-Ergebnisse für Deutschland stimmen mit der Grundtendenz aus einer Vielzahl ähnlicher historischer Kaufen-oder-Mieten-Studien oder generellen Renditestudien zu Immobilien für andere Länder und Zeiträume überein. In unserem [Beitrag mit dem gleichen Titel wie dieser Artikel](#) listen wir 18 solcher akademischer Untersuchungen auf.

Fazit:

In den 55 Jahren von 1970 bis 2024 war Mieten kombiniert mit einer simplen breit diversifizierten Aktienanlage auf Buy-and-Hold-Basis in Deutschland statistisch rentabler als der Kauf eines Eigenheims. Das zeigt unsere empirische Berechnung und das bestätigt eine Viel-

zahl vergleichbarer Analysen von Forschern für andere Länder und Zeiträume. Diese Ergebnisse stehen im Widerspruch zu dem, was die meisten Bundesbürger über die relative wirtschaftliche Attraktivität von Kaufen oder Mieten glauben.

Dass Banken, Makler und Immo-Finfluencer etwas anderes behaupten, lässt sich leicht mit den Interessenkonflikten dieser Parteien erklären.

Dass viele Journalisten und Medien die »Kaufen-ist-überwiegend-rentabler-als-Mieten-Lüge« seit Jahrzehnten immer neu wiederholen, dürfte das kombinierte Ergebnis sein von »herrschende Meinungen nachplappern« und »keine Lust auf anstrengende Recherche haben«.

Dazu kommt, dass es sich die Mainstream-Medien ungern mit zahlungskräftigen Werbekunden aus der Immobilien- und Bankbranche verscherzen. □

»The Venture Capital Playbook«

Wie können Family Offices und Einzelpersonen sinnvoll und zielgerichtet in Startups investieren?

Angela De Giacomo gibt Antworten auf diese Frage und schafft Orientierung in dieser spannenden, wenngleich nicht immer ganz einfachen Assetklasse. Das Buch beleuchtet ausführlich direkte und indirekte Investments und gibt zahlreiche Tipps, worauf beim Investieren zu achten ist. 13 Interviews mit renommierten Vertreterinnen und Vertretern aus dem Bereich Venture Capital geben im zweiten Teil des Buchs lehrreiche Einblicke und bieten Anknüpfungspunkte für eigene Investments.

Angela De Giacomo wurde 2019 von Capital als »Top 40 under 40« und 2020 von Focus als eine der »100 Frauen des Jahres« ausgezeichnet und ist eine anerkannte Rednerin im Wagniskapitalbereich. Im Jahr 2009 wurde sie zur Steuerberaterin bestellt und hat ein Diplom in Betriebswirtschaft (2004). Nach fast einem Jahrzehnt in der Steuerberatung, spezialisiert auf grenzüberschreitende Transaktionen (M&A) und multinationale Kunden, wechselte sie in die Investmentwelt vermögender Familien (Family Office). Von 2013 bis 2021 leitete Angela De Giacomo das Family Office einer Unternehmerfamilie und betreute deren Vermögensallokation in den USA und Asien, einschließlich Venture Capital und ist seither in mehreren Boards tätig. 2022 wurde sie Chief Investment Officer im Single Family Office von Thomas Falk und verwaltete v. a. ein Portfolio mit rund 80 Investitionen im VC-Bereich. Derzeit baut sie mit ihm und Philipp von dem Knesebeck den Venture-Dachfonds Vinthera auf.

165 Seiten | ISBN: 978-3-96251-208-8

1. Auflage | Veröffentlichungsdatum: September 2025

Frankfurter Allgemeine Buch

fazbuch.de

The Venture Capital Playbook

Angela De Giacomo

How families and family offices can invest in startups successfully

Zurück zu Schlaghosen und Plateauschuhen: Wie heißt der nächste Arthur Burns?

Von Matthias Jörss, SALytic Invest AG

Rentenmärkte im Zeichen von Zinssenkungen und politischer Einflussnahme

Die Zinsstrukturkurve, die den Verlauf der Zinssätze in Abhängigkeit von deren Laufzeiten abbildet, hat sich in den USA in den letzten Wochen noch einmal deutlich versteilert, d.h. die Differenz zwischen kurz- und langfristigen Zinsen hat sich nochmals ausgeweitet. Wir rechnen damit, dass sich dieser Trend fortsetzt, auch weil die Zinsen am kurzen Ende wohl stärker fallen als ursprünglich erwartet.



Matthias Jörss,
Vorstandsvorsitzender,
SALytic Invest AG

salytic-invest.de

Die Angriffe von US-Präsident Donald Trump auf die Unabhängigkeit der amerikanischen Notenbank Fed sollten unseres Erachtens dazu führen, dass die Laufzeitprämie, also der Zinsaufschlag bei längeren Laufzeiten, weiter signifikant zunimmt. Zudem deuten die seit April schwächelnden US-Arbeitsmarktdaten auf eine abnehmende Widerstandsfähigkeit der amerikanischen Wirtschaft hin, was den Druck auf die Fed verstärkt, eine Politik des leichten Geldes zu betreiben. Wir gehen derzeit von zwei weiteren Leitzinssenkungen in den USA bis Ende 2025 aus. In Folge dessen sollte auch die Europäische Zentralbank noch einen weiteren Zinsschritt bis März 2026 vornehmen.

Historische Parallelen und heutige Unterschiede

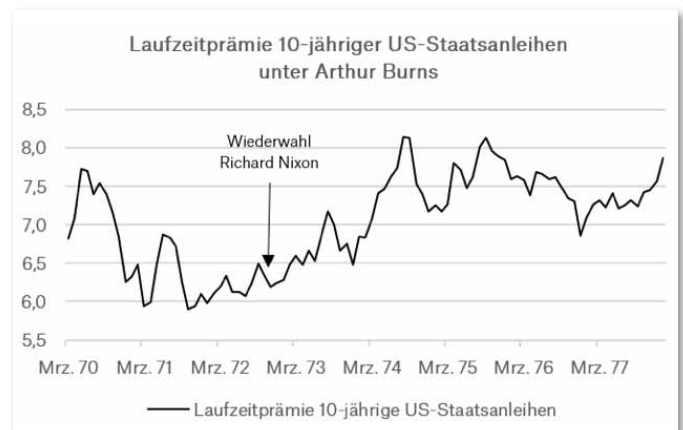
Die aktuelle Situation erinnert an die frühen 1970er Jahre, als unter dem damaligen US-Notenbankchef Arthur F. Burns durch starken politischen Einfluss eine Politik des billigen Geldes durchgesetzt wurde. US-Präsident Richard Nixon hatte ein starkes Interesse an einer lockeren Geldpolitik, um die amerikanische Wirtschaft vor den Präsidentschaftswahlen 1972 anzukurbeln. Dementsprechend senkte die Fed im Vorfeld der Wahlen die Zinsen, obwohl die Inflationsentwicklung dies eigentlich nicht angezeigt hätte. Burns argumentierte, dass die Inflation der 1970er Jahre nicht pri-

mär durch die Geldpolitik verursacht wurde, sondern durch eine Reihe von externen und strukturellen Faktoren, die außerhalb der Kontrolle der Fed lagen. Er sah es als nicht notwendig an, dass die Notenbank gegen eine »Cost-Push-Inflation« die Zinsen anhebt. Die Konsequenz dieser Politik war ein Anstieg der Laufzeitprämie auf in der Spitze über acht Prozent (siehe Grafik). Aktuell liegt die Laufzeitprämie für 10-jährige US-Staatsanleihen bei rund vier Prozent.

Zwar erwarten wir nicht eine ähnliche Zunahme der Laufzeitprämie wie in den 1970er Jahren, aber die Idee, dass eine lockere Geldpolitik nicht in Form fallender Zinsen am langen Ende ankommt, teilen wir. Sollte die Laufzeitprämie jedoch zu stark anwachsen, dürfte in dem aktuellen Umfeld auch die Bereitschaft der Notenbank zunehmen, Staatsanleihen zu kaufen, um den Zinsanstieg zu begrenzen. Unseres Erachtens ist das meiste Research sehr stark von einer Zeit geprägt, in der die Märkte ein sehr hohes Vertrauen in die Geldpolitik der Notenbanken hatten. Wir haben jedoch Zweifel, dass dies im Fall der amerikanischen Notenbank weiter gerechtfertigt ist. Aus diesem Grund erwarten wir zukünftig eine geringere Korrelation zwischen kurzen und langen US-Zinsen.

Qualität bleibt Trumpf

Das Vertrauen in die Unabhängigkeit der Notenbanken bleibt ein entscheidender Faktor für die Kapitalmärkte. Glücklicherweise übertragen sich die schwierige Situation der US-Geldpolitik und deren Auswirkungen auf die Zinsentwicklung nicht eins zu eins auf Europa. Aus diesem Grund haben wir bereits im Frühjahr unsere Bestände in US-Staatsanleihen vollständig veräußert. Insbesondere bei Unternehmensanleihen bevorzugen wir weiterhin Emittenten hoher Qualität und konzentrieren uns bei den Restlaufzeiten vorwiegend auf den mittleren Laufzeitenbereich. □



Wie schlägt sich die Wirtschaft Chinas?

Von Gérard Piasko, Maerki Baumann & Co. AG

Die gute Performance chinesischer Aktien im Jahr 2025 hat viele überrascht. Zum einen ist sie eine Reaktion auf die weniger guten Vorjahre, zum anderen ist sie auch einer fundamentalen Verbesserung geschuldet. Diese fundamentale Besserung hat mehrere Gründe. Dazu zählen beispielsweise stärkere Unterstützung des chinesischen Finanzmarktes durch einheimische institutionelle Investoren, Stimulierung der chinesischen Konjunktur und Märkte durch Zinssenkungen und Spezialfaktoren bei der Exportdynamik im Zusammenhang mit den US-Zollerhöhungen. Wichtiger aber sind die Stabilisierung des chinesischen Privatkonsums und vor allem die massive Transformation der chinesischen Volkswirtschaft. Die enormen Ressourcen Chinas werden vermehrt in Sektoren mit höherer Wertschöpfung und höheren Margen gelenkt, von Pharma und Elektroautos bis zu Robotik und Künstlicher Intelligenz.

China, bekanntlich die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt, zeigte im bisherigen Jahresverlauf eine klar bessere Entwicklung, als vom Marktkonsens erwartet worden war. Entsprechend wurden sowohl speziell chinesische Aktien wie auch generell Schwellenländeraktien positiv beeinflusst. Im ersten Halbjahr lag zudem auch das Wirtschaftswachstum Chinas über dem offiziellen Ziel der chinesischen Regierung. Das Wachstum des Bruttoinlandsproduktes wurde dabei in erster Linie vom guten Privatkonsum getragen und in zweiter Linie von einer soliden Exporttätigkeit.

Der Privatkonsum in China profitierte vor allem vom durch staatliche Subventionen gestützten Einzelhandel, besonders die Verkäufe von Haushaltsgütern und Autos zeigten sich stark. Diese staatlichen Konsumsubventionen wurden durch die Emission von sehr langen chinesischen Regierungsanleihen finanziert. Dabei half die recht tiefe Inflation, weshalb insgesamt das Zinsniveau auf historisch niedrigen Niveaus bleiben konnte. Für die kommenden Quartale ist nicht mit einer signifikanten Konsumreduktion zu rechnen, doch dürfte der Einzelhandel die chinesische Konjunktur nicht im gleichen Maße wie bisher antreiben.

Auch die Exporttätigkeit zeigte sich im Jahresverlauf von 2025 mehrheitlich ansprechend. Dabei wurden die Exporte

vor allem in der ersten Jahreshälfte 2025 durch das »Front-loading«, also Vorbestellungen in Erwartung der später kommenden höheren US-Zölle, gestützt. Zudem exportierte China auch mehr in die südostasiatischen Länder und von dort dann – also indirekt – in die USA zur Umgehung von Zollerhöhungen. Dies dürfte jedoch schwierig werden, da die USA diese Umgehung nun mit speziellen Maßnahmen bekämpft.

Die chinesische Volkswirtschaft befindet sich in einer bisher erfolgreichen Transformation zu einem technologischen Leader.

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

www.maerki-baumann.ch



Obwohl sich sowohl Konsum wie auch Exporte künftig tendenziell nicht mehr so kräftig entwickeln dürften wie in den ersten Quartalen 2025, ist es doch unwahrscheinlich, dass sie sich so stark reduzieren, dass das Regierungsziel für das Wirtschaftswachstum nicht erreicht werden kann. Zudem könnte die Regierung in Peking, falls nötig, die chinesische Konjunktur durch Zinssenkungen und andere Schritte stimulieren. Zur Unterstützung des Finanzmarktes hat die Regierung im Verlauf von 2025 übrigens angeordnet, dass chinesische institutionelle Investoren, vor allem Versicherungen, ihren Anteil am einheimischen Aktienmarkt um 10 % erhöhen müssen. Auch dies ist ein Grund für das gute Abschneiden von chinesischen Aktien im globalen Vergleich im Jahr 2025.

Was weltweit wenig bekannt ist, ist die enorme Transformation zur Top-Technologiemacht, welche China zurzeit zeigt. Der weiterhin problematische Immobiliensektor macht noch ein Viertel der Volkswirtschaft Chinas aus und bleibt strukturell wegen der Schuldenhöhe belastet. Inzwischen erlebt China aber seit einiger Zeit einen von der Regierung geplanten Boom von Investitionen bei Künstlicher Intelligenz, im Militärbereich, bei Elektroautos und deren Komponenten sowie bei Robotern und anderen Technologiebereichen. >>

Das bedeutet, dass viele der enormen Ressourcen der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt vermehrt in Sektoren mit höherer Wertschöpfung und höheren Margen geleitet werden, auch in den Pharmabereich. China ist inzwischen für etwa gleich viele neue Medikamenteninnovationen wie die USA verantwortlich und ist der größte Online-Markt der Welt.

Die generell steigende Beliebtheit von chinesischen Marken im Vergleich zu westlichen Marken innerhalb Chinas hilft dabei massiv. Zwei Drittel der globalen Verkäufe von Elektroautos entfallen inzwischen auf China und bei der globalen Batterieproduktion liegt der chinesische Anteil schon bei 60 %. Fazit: China darf nicht unterschätzt werden. □

Berenberg richtet Portfoliomanagement strategisch neu aus

Ab sofort wird Dejan Djukic die Gesamtleitung des Portfoliomanagements im Berenberg Wealth and Asset Management übernehmen. Er wird in seiner Rolle an Klaus Naeve, Leiter Wealth and Asset Management und Mitglied der erweiterten Geschäftsleitung bei Berenberg, berichten. Auf diese Weise wird eine engere Verzahnung der einzelnen Fachbereiche innerhalb des Portfoliomanagements ermöglicht, um noch intensiver und zielgerichteter auf die Kundenbedürfnisse über alle Anlageklassen und Kundengruppen hinweg eingehen zu können. Außerdem rücken zukunftsweisende Themen wie Liquid Alternatives, Künstliche Intelligenz und Digitalisierung stärker in den Fokus.

In seiner Rolle wird Dejan Djukic für die Portfoliomanagement-Einheiten Multi Asset, Equities, Fixed Income, Alternatives und Solutions sowie die Produktspezialisten und das ESG Office verantwortlich sein. Bisher war Djukic für das Portfoliomanagement Multi Asset zuständig und vor seiner Tätigkeit für Berenberg bereits in führenden Rollen bei der DZ-Privatbank und Commerzbank tätig. Er folgt in der Gesamtleitung des Portfoliomanagements auf Matthias Born, welcher sich entschieden hat, das Unternehmen zu verlassen, um sich neuen beruflichen Herausforderungen zu stellen. »Wir freuen uns, mit Dejan Djukic eine Führungskraft in unseren Reihen zu haben, der die strategische Ausrichtung des Portfoliomanagements und die noch engere Verzahnung aller Anlageklassen für das bestmögliche Kundenerlebnis noch weiter optimieren wird«, verdeutlicht Naeve. »Darüber hinaus danken wir Matthias Born für sein langjähriges Engagement für unser Haus und wünschen ihm alles Gute für seine weitere Zukunft.«

Um der gestiegenen Nachfrage nach Diversifikation und dem Wunsch nach weniger Korrelationen zu traditionellen

Aktien- und Anleihestrategien auf der Kundenseite Rechnung zu tragen, werden in der neuen Portfoliomanagement-Einheit Alternatives unter der Leitung von Ulrich Urbahn alle liquiden, alternativen Produkte gebündelt. Produkte wie der Berenberg Guardian und der Berenberg Merger Arbitrage stoßen auf ein wachsendes Interesse bei den Kunden, die auf der Suche nach alternativen Renditequellen für die weitere Portfoliodiversifikation sind.

Zudem rücken datenbasierte, modulare Investmentlösungen und Künstliche Intelligenz immer weiter in den Vordergrund im Asset Management und ins Interesse der Investoren. Die neue Portfoliomanagement-Einheit Solutions unter der Leitung von Nico Baum wird sich aus diesem Grund auf die Weiterentwicklung innovativer, datenbasierter Investment- und Risikomanagementansätzen sowie modularer Lösungen für institutionelle Kunden fokussieren. Zudem wird die Einheit die weitere Digitalisierung der Investmentprozesse innerhalb des gesamten Portfoliomanagements weiter vorantreiben. Berenberg verwaltet bereits knapp sechs Milliarden Euro mit KI-basierten Strategien in Kundenmandaten.

In Ergänzung zur Neuausrichtung des Portfoliomanagements wird ein zentrales Chief Investment Office geschaffen, dass von Prof. Dr. Bernd Meyer geleitet wird. Der langjährig renommierte Kapitalmarktexperte wird noch stärker das Gesicht nach außen für Kapitalmarkteinschätzungen und aktuelle Entwicklungen an den Finanzmärkten sein. In seiner Funktion wird er direkt an Klaus Naeve berichten.

»Die strategische Neuausrichtung des Portfoliomanagements ist ein konsequenter Schritt, um das Produktangebot für unsere Kunden optimal auszurichten. Nach der Schaffung der zentralen Plattform für institutionelle Investoren im Juni 2025 ist dies der nächste Meilenstein, um das Wealth and Asset Management von Berenberg für die Zukunft aufzustellen«, ergänzt Naeve weiter. www.berenberg.de

Eine Fed ohne Federn

Von Reinhard Panse,
Chief Investment Officer, FINVIA Family Office GmbH

US-Präsident Donald Trump hat mit der Berufung seines engsten Wirtschaftsberaters Stephen Miran in den Vorstand der Federal Reserve eine rote Linie überschritten. De facto verliert die Notenbank damit ihre Unabhängigkeit. Und eine Notenbank, die dem Präsidenten gehorcht, ist keine Hüterin der Preisstabilität mehr – sie wird zur verlängerten Werkbank politischer Interessen.

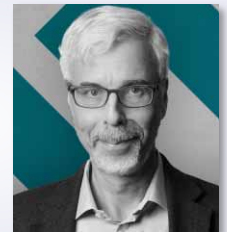
Miran folgt einer simplen, aber gefährlichen Logik: Zölle sind seiner Ansicht nach nicht inflationstreibend (was außer ihm fast kein anderer Ökonom glaubt), und deshalb möchte er die Zinsen sofort stark senken. Die Konsequenz: ein schwächerer US-Dollar, steigende Importpreise und damit höhere Inflation. Genau das Gegenteil dessen, was eine Zentralbank eigentlich bekämpfen soll. Dass dieser Mann nun direkt im Fed-Vorstand sitzt, markiert eine tektonische Verschiebung.

Die Folgen einer politisierten Geldpolitik sind historisch gut dokumentiert. Wenn die Unabhängigkeit der Notenbank endet, steigt die Inflation. Das haben nicht nur die Studien von Alesina und Summers gezeigt, sondern auch die Praxis in Ländern wie der Türkei, wo Präsident Erdoğan die Zentralbank zur Regierungshilfsstelle machte, mit Inflationsraten von zeitweise über 80 %.

In den USA könnten die Effekte ebenso gravierend sein. Trump denkt laut darüber nach, US-Staatsanleihen, die von ausländischen Investoren gehalten werden, in hundertjährige Nullkuponanleihen umzutauschen. Eine

30-jährige US-Anleihe mit knapp 5 % Verzinsung hätte nach einem solchen Zwangsumtausch nur noch einen Restwert von weniger als 1 %, ein faktischer Zahlungsausfall. Der Wertverlust wäre enorm und das Vertrauen internationaler Anleger dahin. Besonders paradox: Gerade die »bösen Ausländer«, wie Trump sie nennt, haben durch ihre Dollarkäufe bislang die langfristigen Zinsen niedrig gehalten und damit die US-Wirtschaft gestützt. Um die Lücke zu schließen, müsste die Fed Anleihen mit frisch gedrucktem Geld aufkaufen. Der Dollar würde weiter fallen, die Inflation weiter steigen.

Reinhard Panse,
Chief Investment Officer,
FINVIA Family Office GmbH
www.finvia fo



Dass Märkte dieses Szenario bislang weitgehend ignorieren, macht es nicht weniger real. Denn die Mechanik ist klar: Mit der Abhängigkeit der Fed von der Politik verliert der Dollar seine Stabilität und eine Fed ohne Unabhängigkeit bedeutet ein Umfeld strukturell höherer Inflation. Klassische »sichere Häfen« wie US-Staatsanleihen verlieren in einem solchen Szenario ihre Schutzfunktion. Auch die überbeurten US-Aktien- und Immobilienmärkte wären gefährdet, weil sie besonders sensibel auf steigende Zinsen reagieren. Gewinner sind dagegen Anlageklassen, die von Geldentwertung profitieren: Gold, inflationsgeschützte Immobilien und reale Sachwerte.

Märkte können vieles verkraften, nur nicht den Verlust von Vertrauen in das Geld selbst. □

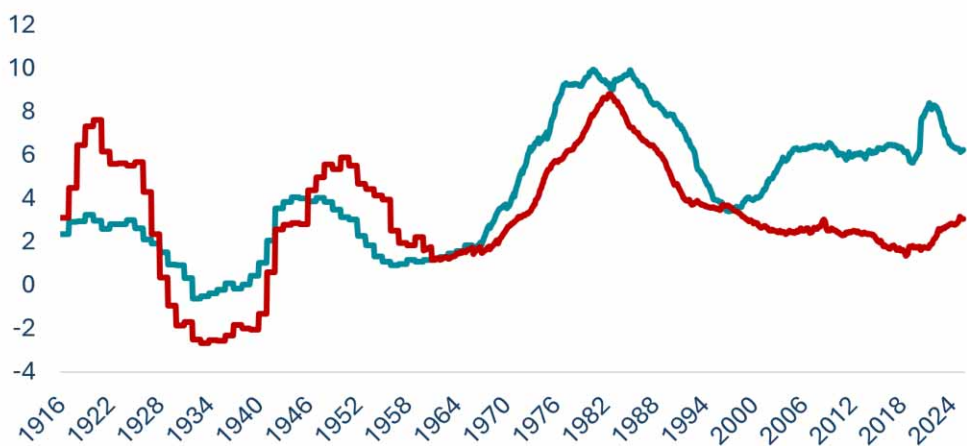
ANZEIGE

EXAEnergie
Für Firmen gemacht



»Optimieren Sie mit uns Ihre Energie-Beschaffung«
www.exa-energie.de

USA: Geldmengenwachstum und Inflationsrate in % p.a. (10-Jahres-Durchschnitte)



Quelle: US-Zentralbank St. Louis, eig. Berechnungen, August 2025

Stand: 05.09.2025



Inflation ist kein Zufall – sie folgt der Geldmenge mit 15 Monaten Verzögerung

Über Jahrzehnte schien der Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation verschwunden zu sein. Ab den 1990er-Jahren stieg die Geldmenge deutlich, ohne dass die Inflation folgte. Globalisierung, billige Arbeitskräfte

und die Öffnung Chinas hielten die Preise stabil. Doch seit der Corona-Krise, verstärkt durch geopolitische Spannungen und eine angespannte Arbeitsmarktsituation, ist die alte Dynamik zurück: Steigt die Geldmenge, folgt mit rund 15 Monaten Verzögerung die Inflation. Genau hier wird die Unabhängigkeit der Fed entscheidend: Eine Notenbank, die ihre Unabhängigkeit verliert und politisch motiviert Geld druckt, legt den Boden für dauerhaft höhere Inflationsraten. □

**Lesen Sie hier den ganzen Kapitalmarktausblick 08/2025 von Reinhard Panse
»Staatsschulden und Inflation: das versteckte Risiko«: www.finvia.de**



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

www.annavonbergmann.de



ANZEIGE

»Börsenspekulanten fürchten sich vor September und Oktober«

Von Georg Geiger, Value-Holdings AG

»Oktober ist ein besonders gefährlicher Monat, um mit Wertpapieren zu spekulieren. Die anderen sind Juli, Januar, September, April, November, Mai, März, Juni, Dezember, August und Februar.« (Mark Twain, amerikanischer Schriftsteller)

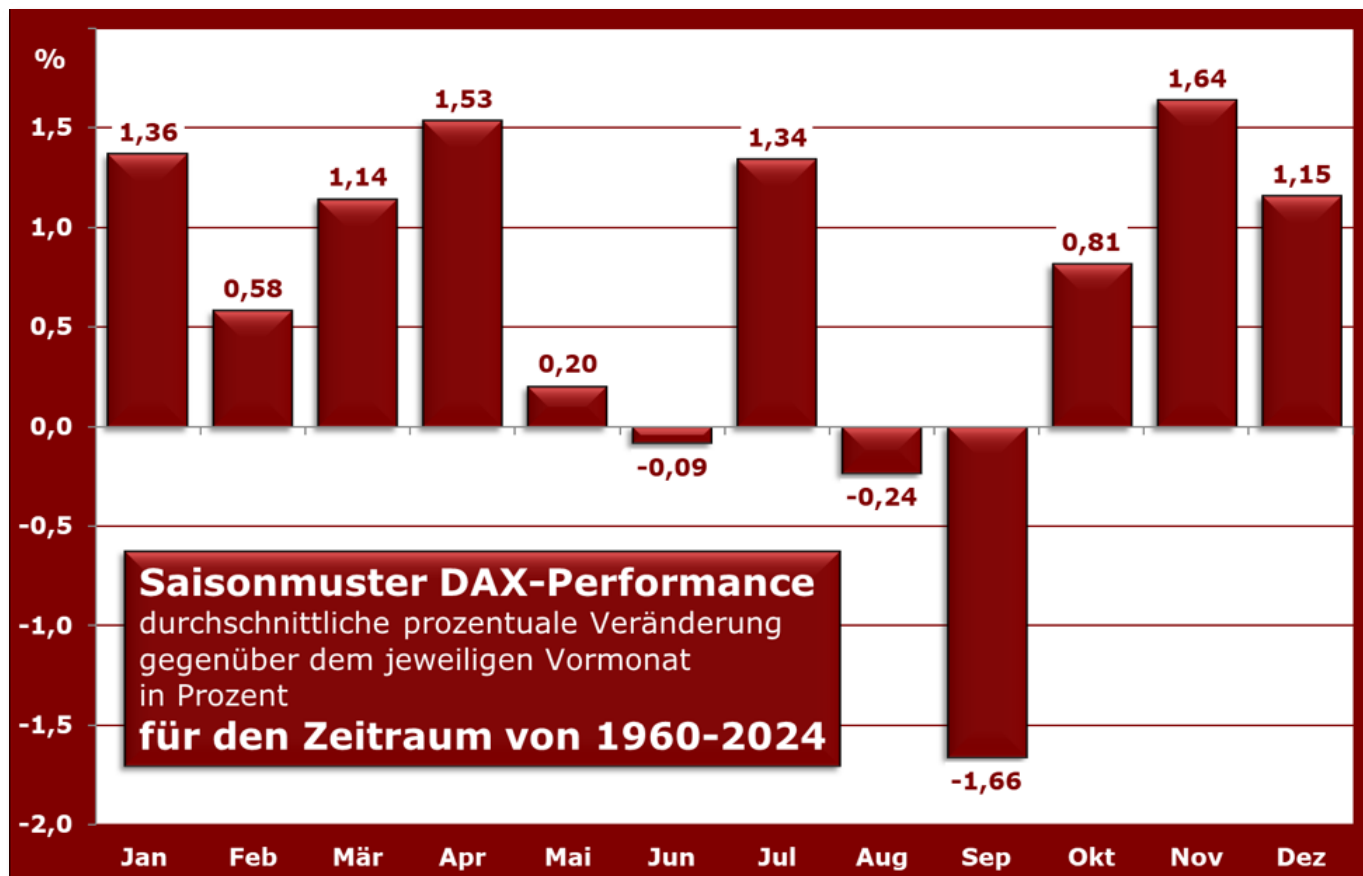
Der September, statistisch gesehen der schlechteste Börsenmonat des Jahres

Spekulieren ist gefährlich, das wusste schon Mark Twain. Unter seinem bürgerlichen Namen Samuel Clemens war Twain nämlich auch an der Börse aktiv – und verlor sein Vermögen mit der Spekulation auf eine neue Setztechnologie für den Buchdruck, die sich nicht durchsetzte. Doch unabhängig von der Jahreszeit, spekulieren ist immer gefährlich! Nicht nur im September oder Oktober, sondern während des ganzen Jahres. Und statistisch gesehen ist nicht der Oktober, sondern der September der mit Abstand schlechteste Monat für Aktien. Der schlechte »Ruf« des Oktobers rührt vor allem von den berühmten Crashes der Börsengeschichte.

Am »schwarzen Donnerstag«, dem 24. Oktober 1929, fiel der Dow Jones um -22%. Das war aber nur der Auftakt zur Weltwirtschaftskrise, in deren Zuge der Dow Jones insgesamt um 75% an Wert verlor. Mit einigem Abstand folgten der schwarze Montag am 19. Oktober 1987 (wg. hohem US-Handels- und Budgetdefizit mit unerwarteten Zinserhöhungen, DAX -9%) oder der 16. Oktober 1989, an dem Liquiditätsengpässe an den US-Börsen zu einem Einbruch führten und den DAX um -13% abstürzen ließen. Und auch die Asienkrise 1997 fiel in den Oktober und ließ den DAX am 27.10.1997 um -8% in die Knie gehen.

Und dennoch: Der September ist der gefährlichste Börsenmonat. Im Zeitraum von 1960 bis 2024 ergibt sich für diesen Monat eine durchschnittliche prozentuale Veränderung gegenüber dem Vormonat um -1,66%. Das ist deutlich mehr als in den weiteren negativen Monaten August (-0,24% und Juni (-0,09%).

Der Oktober dagegen liegt im Plus, und zwar mit einem durchschnittlichen Wertzuwachs um 0,81%, d.h. wenn gerade kein Crash ist, weist der DAX sehr gute positive Renditen auf. >>



Value-Investoren nutzen die Angst der Spekulanten

Was können wir als Value-Investoren nun mit dieser Statistik anfangen? Eine ganze Menge, denn das Saisonmuster zeigt, dass ab Oktober sieben statistisch gute Monate beginnen. Die positiven Renditen wurden in der Vergangenheit meist zwischen Oktober und April erzielt, während es von Mai bis September gilt, Vermögensverluste zu vermeiden. Das Tückische an der Statistik ist allerdings, dass es sich dabei nur um einen langjährigen Durchschnitt handelt, die Regel funktioniert leider nicht jedes Jahr.



**Georg Geiger ist Gründer
und Vorstand der Value-Holdings AG**

www.value-holdings.de

Und dieses Jahr? Wir als Value-Investoren haben den Vorteil, dass wir uns mit den Geschäftsmodellen vieler börsennotierter Unternehmen vertraut gemacht haben. Aufgrund unserer gründlichen Analyse können wir die Entwicklung der Firmen im konjunkturellen Umfeld einschätzen und haben eine Vorstellung von einer angemessenen Bewertung für diese Aktien. Sollten also Aktien mit soliden fundamentalen Daten aufgrund des saisonalen Musters an der Börse unter Druck geraten, ohne dass wir den wirtschaft-

lichen Erfolg der Unternehmen gefährdet sehen, dann wäre das eine gute Gelegenheit zum Kauf.

»Sei gierig, wenn andere ängstlich sind, und ängstlich, wenn andere gierig sind«

Diese Aussage von Warren Buffett beschreibt unsere Einstellung perfekt. Der September ist fast vorbei, aber »Mr. Market« hat uns noch keine Ausverkaufspreise für gute Unternehmen beschert. Aber wer weiß, was im Oktober passiert. Wir wollen zwar keinen Kurseinbruch herbeireden, aber falls er kommt, sind wir gewappnet. Und es muss ja nicht gleich ein Crash sein, auch die üblichen Volatilitäten an den Börsen geben uns gute Gelegenheiten, interessante Unternehmen zu finden, deren Aktien man mit einer ausreichenden »Margin of Safety« kaufen kann.

Fazit: Der schwierige Börsenmonat September ist bislang sehr ruhig verlaufen. Hoffen wir, dass dies auch im Oktober so bleibt. Wir können die üblichen Kursschwankungen an den Börsen nutzen, um Unternehmen mit stabilem Geschäftsmodell, günstigen wirtschaftlichen Perspektiven und einer niedrigen Bewertung zu kaufen. Und sollten die Ausschläge größer werden, prüfen wir erneut mögliche negative Auswirkungen auf das Geschäftsmodell, und sollten diese überschaubar bleiben, gibt uns das die Chance, mit »Margin of Safety« zu investieren, während ängstliche Spekulanten verkaufen. □

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

Wir retten ehrenamtlich – Helfen Sie uns helfen!

Kontoverbindung
Volksbank in Schaumburg
IBAN: DE82 2559 1413 7309 0000 00
BIC: GENODEF1BCK

Auch online können Sie spenden:
www.dlrg.de/spenden



DLRG | Wasserrettung

BERENBERG – Volkswirtschaft Catch Up

Stablecoins – Brücke zwischen Krypto und traditioneller Finanzwelt

Von Dr. Felix Schmidt, Senior Economist bei Berenberg

Stablecoins sind auf der Blockchain-Technologie basierende digitale Token, die darauf ausgelegt sind, einen stabilen Wert im Verhältnis zu einem Referenzwert – beispielsweise einer staatlichen Währung – aufrechtzuerhalten. In der Regel bilden sie die Wertentwicklung dieser Assets im Verhältnis 1:1 ab. Diese Eigenschaft unterscheidet Stablecoins von Bitcoin und anderen Kryptowährungen, deren Wert je nach Angebot und Nachfrage schwankt. Die derzeit im Umlauf befindlichen Stablecoins haben eine Gesamtmarktkapitalisierung von knapp 290 Milliarden US-Dollar. Fast alle davon – etwa 99 Prozent – sind an den US-Dollar gekoppelt, der Rest an andere Fiat-Währungen (klassische staatliche Währungen) oder Rohstoffe wie beispielsweise Gold.

Es gibt im Wesentlichen drei Arten von Stablecoins: Fiat-besicherte, Krypto-besicherte und nicht besicherte (algorithmische) Stablecoins. Bei einem Fiat-besicherten US-Stablecoins ist beispielsweise jeder Token durch einen echten Dollar gedeckt. Bei den kryptobesicherten Stablecoins sind die Token durch andere Kryptowährungen, wie beispielsweise Bitcoin oder Ethereum, gesichert. Bei den algorithmischen Stablecoins gibt es keine echte Deckung. Um einen stabilen Preis aufrechtzuerhalten, wird das Angebot der Token durch einen Algorithmus an die Nachfrage angepasst. Insbesondere die algorithmischen Stablecoins haben sich in der Vergangenheit jedoch – im Gegensatz zu ihrem Namen – als sehr instabil erwiesen. So führte beispielsweise im Mai 2022 ein eskalierender Ausverkauf des algorithmischen Stablecoins TerraUSD dazu, dass dieser seine Bindung an den Dollar verlor und sein Kurs einbrach. Dadurch wurden innerhalb einer Woche über 45 Milliarden Dollar an Wert vernichtet. Insbesondere die als stabiler geltenden, durch Fiat-Währungen besicherten Stablecoins sind daher aktuell deutlich gefragter. Sie machen derzeit etwa 87 Prozent des gesamten Stablecoin-Angebots aus. Algorithmische Stablecoins stehen hingegen für weniger als 0,2 Prozent.

Im Gegensatz zu vielen anderen Kryptowährungen werden die reservegestützten Stablecoins von Privatunterneh-

men ausgegeben, die das Monopol besitzen, ihre eigenen Token zu prägen und zu vernichten. Die Unternehmen garantieren ihren Kunden, dass sie die Token jederzeit gegen den Referenzwert eintauschen können. Stablecoins bilden somit die Brücke zwischen dem traditionellen Finanzwesen und der Kryptowelt. Sie dienen als eine Art Anker, um der ansonsten sehr volatilen Kryptowelt eine gewisse Stabilität zu verleihen.

Dr. Felix Schmidt,
Senior Economist bei Berenberg

www.berenberg.de



Stablecoins zielen darauf ab, eine Währung eins zu eins abzubilden. Im Gegensatz zu Fiat-Geld werden diese digitalen Token jedoch dezentral und außerhalb des Bankensystems über das Internet von einer Person zur anderen transferiert. Somit ermöglichen sie einen globalen, indirekten Zugang zu stabilen Weltwährungen. Sie sind daher insbesondere für Personen aus Ländern mit hoher Inflation, schwachen oder volatilen Währungen, instabilen Banken oder Kapitalkontrollen interessant.

In einer im Jahr 2024 von Visa unter Nutzern von Kryptowährungen in Brasilien, der Türkei, Nigeria, Indien und Indonesien durchgeführten Umfrage gaben 47 Prozent der Befragten an, Stablecoins zu nutzen, um Ersparnisse in der stabilen Währung US-Dollar aufzubauen. Zudem werden Stablecoins zunehmend für Rücküberweisungen von Ausländern an Verwandte in ihren Herkunftsländern genutzt, da der Transfer schneller und kostengünstiger erfolgt als mit traditionellen Alternativen. Aufgrund ihrer einfachen Handhabung und anonymen Weitergabe sind Stablecoins auch für kriminelle Vereinigungen interessant. Bereits im vergangenen Jahr warnte die UNO daher davor, dass Stablecoins zunehmend zur Terrorfinanzierung und Geldwäsche genutzt werden.

Der US-Dollar-basierte Tether ist der größte und älteste Stablecoin der Welt. Die Kryptowährung wurde bereits im Jahr 2014 entwickelt und hat mittlerweile eine Marktkapitalisierung von 167 Milliarden US-Dollar erreicht. Privatunternehmen, die Fiat-besicherte US-Stablecoins wie

Tether anbieten, erschaffen einen Token für jeden Dollar, den sie erhalten, und versprechen, diesen mit liquiden Vermögenswerten, häufig in Form von kurzlaufenden Staatsanleihen, zu decken. Laut Schätzungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) haben Stablecoin-Emittenten im vergangenen Jahr zur Tokenhinterlegung kurzlaufende US-Staatsanleihen im Wert von 40 Milliarden US-Dollar erworben. Im März 2025 beliefen sich die Bestände an kurzlaufenden US-Staatsanleihen der Stablecoin-Anbieter auf 200 Milliarden US-Dollar. Damit übertrafen sie die Bestände großer ausländischer Investoren wie China oder die Schweiz.

Stablecoins ermöglichen es Anlegern aus aller Welt, indirekt Hartwährungen zu erwerben. Da nahezu alle Stablecoins an den US-Dollar gekoppelt sind, erhöht sich dadurch die Nachfrage nach dem Greenback sowie nach kurzfristigen US-Staatsanleihen, die zur Deckung der Stablecoins erworben werden.

Im Vergleich zum 29 Billionen US-Dollar schweren Markt für US-Staatsanleihen ist der Markt für Stablecoins mit einer Marktkapitalisierung von 290 Milliarden US-Dollar noch winzig. Das Wachstum ist jedoch rasant. Seit Anfang 2024 hat sich das Volumen mehr als verdoppelt. Diese Entwicklung stützt tendenziell den US-Dollar und übt einen gewissen Abwärtsdruck auf die Rendite kurzlaufender Staatsanleihen aus. Das erklärt auch, warum die US-Regierung derzeit versucht, die Verbreitung von Stablecoins mittels neuer Gesetze zu forcieren.

Der wachsende Markt für Stablecoins birgt allerdings auch Risiken. Die Stabilität von Stablecoins hängt nämlich vom Vertrauen der Anleger ab. Verlieren diese das Vertrauen in einen Stablecoin und ziehen schnell große Summen ab, kann dies zu einem sich selbst verstärkenden Effekt führen. Wenn viele Anleger gleichzeitig versuchen, ihre Stablecoins einzulösen, muss der Emittent innerhalb kürzester Zeit eine große Menge des Reservevermögens verkaufen. Im Falle von Staatsanleihen kann es nötig werden, diese unter ihrem Einkaufswert zu verkaufen. Dadurch können Stablecoins unter ihren Nennwert fallen. Wenn dann noch weitere Investoren das Vertrauen verlieren, kommt es zu einer sich verstärkenden Abwärtsspirale. Je mehr der Markt für Stablecoins wächst, desto größer werden auch die Risiken für das US-Finanzsystem. Derzeit wird in den USA daher mit dem sogenannten »Genius Act«

versucht, einen rechtlichen Rahmen für Stablecoins zu schaffen. Anbieter von Stablecoins werden demnach verpflichtet, diese vollständig mit liquiden Mitteln wie Bargeld oder kurzfristigen US-Staatsanleihen zu hinterlegen. Zudem muss die Zusammensetzung dieser Reserven jeden Monat offengelegt werden. Diese Maßnahmen verringern die Gefahr für das Finanzsystem durch Stablecoins zwar, ein Restrisiko bleibt aber bestehen.

Die Europäischen Union hat sich hingegen für eine ganzheitlichere Regulierung entschieden. So ist Ende 2024 die Verordnung »Markets in Crypto-Assets« (Mi-CA) in Kraft getreten. Sie bietet Rechtssicherheit für alle Kryptowerte, also sowohl Kryptowährungen als auch Stablecoins.

Bezüglich Stablecoins schreibt das Gesetz vor, dass deren Emittenten ihren Sitz in der Europäischen Union haben, Rücklagen im Verhältnis 1:1 halten und die Reserven alle sechs Monate einer unabhängigen Prüfung unterziehen müssen. Um sicherzustellen, dass Stablecoins als Tauschmittel und nicht als Wertaufbewahrungsmittel verwendet werden, dürfen zudem keine Zinsen gezahlt werden. Darüber hinaus ist festgelegt, dass die Ausgabe neuer Token eingestellt werden muss, sobald die Gefahr besteht, dass ein Stablecoin zu einem anerkannten Zahlungsmittel wird. Mit einem Gesamtvolumen von 628 Millionen Euro ist der Markt für Euro-Stablecoins daher auch sehr überschaubar. Euro-Token machen lediglich 0,2 Prozent aller Stablecoins aus.

Insbesondere die Europäische Zentralbank (EZB) möchte jegliche Konkurrenz zum Euro als gesetzliches Zahlungsmittel unterbinden. Um eine wettbewerbsfähige Alternative zu Stablecoins anzubieten, wurde laut Medienberichten die Entwicklung des digitalen Euros zuletzt forciert.

Im Gegensatz zu den privaten Stablecoins wird der digitale Euro direkt von der EZB stammen. Zudem soll die digitale Alternative zum Bargeld nur Bürgern aus dem Euroraum zugänglich gemacht werden. Dies könnte sich zwar zu einem späteren Zeitpunkt noch ändern, zunächst wird der digitale Euro aber weder die Nachfrage nach dem Euro noch nach Staatsanleihen aus dem Euroraum erhöhen.

Wie so oft beschreitet Europa im Vergleich zu den Vereinigten Staaten einen weniger innovativen, aber dafür risikoärmeren Weg. □

Kurzkommentar – Berenberg zur Fed-Sitzung: Zinspolitik der Fed im Spannungsfeld

Die US-Notenbank steht vor einer heiklen Entscheidung: Der schwächelnde Arbeitsmarkt spricht für Zinssenkungen, die steigende Inflation dagegen. Dr. Felix Schmidt, Senior Economist bei Berenberg, erläutert in einem aktuellen Kommentar seine Einschätzung zum Ausgang der anstehenden Fed-Sitzung:

»Die US-Zentralbank Federal Reserve (Fed) befindet sich derzeit in einer schwierigen Lage. Einerseits kühlt sich der US-amerikanische Arbeitsmarkt derzeit deutlich ab, was nach Zinssenkungen ruft. Andererseits treiben die US-Zölle die Inflation in die Höhe und entfernen sie damit immer weiter vom Zwei-Prozent-Ziel der Fed. Die Inflationsrate stieg im August von 2,7 auf 2,9 Prozent und wird in den kommenden Monaten voraussichtlich die Marke von 3 Prozent überschreiten. Dies spricht isoliert betrachtet eigentlich für eine weiterhin restriktive Geldpolitik. Derzeit

scheinen sich die US-Währungshüter allerdings mehr Sorgen um den schwächelnden Arbeitsmarkt zu machen als um die Inflationsgefahr. Für die morgige Fed-Sitzung wird daher allseits mit einer Senkung der Leitzinsspanne um 25 Basispunkte auf dann 4,0 bis 4,25 Prozent gerechnet. Die schwierige ökonomische Situation und die Frage, ob man Donald Trumps Wunsch nach deutlich niedrigeren Zinsen nachkommen sollte, führen jedoch dazu, dass diese Entscheidung höchstwahrscheinlich nicht einstimmig fallen wird. Während die meisten Mitglieder des zwölfköpfigen Offenmarktausschusses für eine Senkung des Leitzinses um 25 Basispunkte stimmen werden, wird es auf der einen Seite wohl auch Stimmen für keine Zinsveränderungen und auf der anderen Seite für einen großen Zinsschritt in Höhe von 50 Basispunkten geben. Für die nächste Sitzung am 30. Oktober rechnen wir mit einer erneuten Absenkung der Leitzinsspanne um 25 Basispunkte auf 3,75 bis 4,00 Prozent, bevor der anhaltende Inflationsdruck weiteren Zinssenkungen dann einen Riegel vorschieben wird.«

Das neue Magazin »UNZE« von pro aurum ist erschienen

Gold-Rekorde, Platin-Insights & Tipps für Ihr Portfolio

Die neue Ausgabe des Magazins Unze ist da – und sie erscheint in einer Zeit, in der sich die Edelmetallmärkte rasant bewegen. Der Goldpreis hat ein neues Allzeithoch erreicht und die Marke von 3.600 US-Dollar pro Feinunze klar überschritten. Im ausführlichen Marktbericht erfahren Sie, welche Faktoren die Rallye antreiben: Massive Zentralbankkäufe, steigende ETF-Zuflüsse sowie die Erwartung baldiger Zinssenkungen in den USA. Hinzu kommt ein schwächerer US-Dollar, der Gold international noch attraktiver macht.

Ein besonderes Highlight der neuen Unze ist das Interview mit Trevor Raymond, CEO des World Platinum Investment Council. Er gibt spannende Einblicke in die Entwicklung des Platinmarkts und erklärt, warum Platin trotz seines kräftigen Preisanstiegs weiter gefragt bleibt. Strukturelle Angebotsdefizite, Impulse durch Wasserstoff-Technologien und wachsende Schmuck- sowie Investmentnachfrage könnten die Preise langfristig weiter stützen.

Darüber hinaus widmen wir uns in der aktuellen Ausgabe dem Thema Rebalancing – einem zentralen Erfolgsfaktor beim langfristigen Vermögensaufbau. Wer regelmäßig die Gewichtung seines Portfolios überprüft und anpasst, kann Klumpenrisiken reduzieren, Chancen gezielt nutzen und die eigene Strategie im Gleichgewicht halten. pro aurum empfiehlt seit jeher eine Goldquote zwischen fünf und 25 Prozent und zeigt, wie Anleger ihre Portfolios optimal strukturieren.

Ebenfalls in der neuen UNZE: Warum der Verkauf von Altgold angesichts der hohen Preise derzeit besonders attraktiv ist und wie Sie dabei von fairen Konditionen profitieren. Wir geben wertvolle Tipps, worauf es beim Altgoldankauf ankommt und wie Sie seriöse Anbieter erkennen.

Die neue Unze bietet fundierte Marktanalysen, exklusive Experteninterviews und praxisnahe Informationen – perfekt für alle, die ihr Vermögen langfristig schützen und Chancen am Edelmetallmarkt nutzen möchten.

**Hier können Sie die
Onlineausgabe der Unze lesen >>**

Frankreichs Schulden im Fokus

Von Dr. Jörn Quitzau, BERGOS AG

Die Europäische Währungsunion war 1999 mit dem Anspruch gestartet, eine wettbewerbsorientierte, international bedeutende und stabile Währung zu werden. Der Anspruch konnte nur zum Teil eingelöst werden.



So hatte sich die Europäische Union (EU) im Rahmen der Lissabon-Strategie zum Ziel gesetzt, bis 2010 zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum zu werden. Weder die EU noch die Eurozone konnten dieses Ziel auch nur ansatzweise erreichen. Stattdessen fällt das Wachstum der Eurozone im internationalen Vergleich nicht dynamisch, sondern sehr mager aus. Auch die internationale Bedeutung ist nicht so, wie ursprünglich angestrebt. Zwar hat der Euro international eine ordentliche Position erreicht und macht rund 20 % der internationalen Währungsreserven aus. Doch der Abstand zum US-Dollar (Anteil an den Währungsreserven: knapp 60 %) ist gewaltig und bisher ist es dem Euro nicht gelungen, die Lücke nennenswert zu schließen. Und schließlich ist es um die Stabilität des Euros phasenweise überhaupt nicht gut bestellt. Während der Eurokrise ab dem Jahr 2010 war es den europäischen Institutionen nur mit Mühe gelungen, das Auseinanderbrechen der Währungsunion zu verhindern.

Nun steht möglicherweise die nächste Zerreißprobe an. Frankreich, zweitgrößte Volkswirtschaft der Währungsunion, kämpft mit einem Schuldenberg von rund 3,3 Billionen Euro (114 % des BIP). 2024 lag das französische Defizit bei 5,8 % des BIP. Für 2025 wird ein Defizit von rund 5,5 % erwartet. Der Internationale Währungsfonds (IWF) schätzt, dass die französische Staatsschuldenquote bis zum Jahr 2030 auf fast 130 % steigen wird.

Mit diesen Werten verletzt Frankreich die europäischen Fiskalkriterien massiv. 2024 hat die Europäische Kommission folgerichtig ein Defizitverfahren über Frankreich eröffnet.

Der jüngst zurückgetretene Premierminister Francois Bayrou hatte den Ernst der Lage erkannt und ein ambitioniertes Sparprogramm vorgelegt, um die ausufernden Haushaltsdefizite in den Griff zu bekommen. Bayrou konnte im Parlament allerdings keine Mehrheit für sein Sparprogramm organisieren und gab sein Amt auf. Frankreich erscheint mit Blick auf die fragmentierte und polarierte Parteienlandschaft wirtschaftspolitisch zunehmend handlungsunfähig.

Ohne wachstumsfördernde Reformen und Einsparungen auf der Ausgabenseite werden die Staatsschulden weiter steigen. Es ist eine Frage der Zeit, wann die Käufer französischer Staatsanleihen nervös werden und die Rückzahlungsfähigkeit bzw. Rückzahlungswilligkeit Frankreichs anzweifeln. In der Folge könnte es zu einem rasanten Anstieg der Zinsen und zu einer Spirale aus steigenden Schulden und Zinsen kommen. Wenn ein solcher Prozess schnell abläuft, bleibt der Regierung kaum Zeit, um wirtschaftspolitisch umzusteuern und die Finanzpolitik neu auszurichten.

Was würde passieren, wenn sich Frankreich nicht mehr aus eigener Kraft helfen kann und in eine Schuldenkrise abrückt? Im Gegensatz zur Eurokrise ab 2010 verfügt die Eurozone heute über Instrumente und Institutionen zur Krisenabwehr. Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM), den es erst seit 2012 als Antwort auf die Eurokrise gibt, könnte Frankreich unter bestimmten Reformauflagen Kredit geben. Vor allem aber verfügt heute die EZB über neue Instrumente für den Ernstfall. Im Gegensatz zu den begrenzten Mitteln des ESM sind die Mittel der EZB theoretisch unbegrenzt.

Dennoch bleibt die Lage gefährlich, da der Einsatz der EZB-Kriseninstrumente an Voraussetzungen gebunden ist, die Frankreich eigentlich nicht erfüllt. Viele Beobachter erwarten, dass die EZB im Notfall das sogenannte TPI-Programm (»Transmission Protection Instrument«) aktivieren würde. Das TPI kann aber nur unter der Voraussetzung aktiviert werden, dass ungerechtfertigte, ungeordnete Marktentwicklungen eine ernsthafte Bedrohung für die einheitliche Transmission der Geldpolitik im Euroraum darstellen. Angesichts des hohen Verschuldungsgrades und der Reformunfähigkeit, dürfte ein Vertrauensentzug seitens der Anleihekäufer kaum als »ungerechtfertigt« eingestuft werden können. Die EZB würde auch anhand verschiedener Krite-

rien prüfen, ob das betreffende Land eine solide und tragfähige Finanz- und Wirtschaftspolitik verfolgt. Auch hier dürfte Frankreich die Kriterien kaum erfüllen.

Wenn die EZB Frankreich nicht helfen darf, könnte sie versuchen, die übrigen Mitgliedsländer der Währungsunion vor Ansteckungseffekten zu schützen und sie damit vom Frankreich-Risiko abzuschirmen. Doch auch hier ist die Konstellation kompliziert, denn mit Italien ist ein zweites wirtschaftliches Schwergewicht der Eurozone hochverschuldet und befindet sich im EU-Defizitverfahren. Der EZB wären somit wahrscheinlich auch bei Italien die Hände gebunden.

Angesichts dieser – gemessen an den bestehenden Regeln – eher schlechten Aussichten für ein Einschreiten der EZB,

ist es erstaunlich, wie ruhig die Finanzmärkte bisher mit dem Thema umgehen. Sie scheinen davon auszugehen, dass es im Notfall einen irgendwie gearteten Bailout geben wird. Mit dieser Annahme dürften sie richtig liegen. Die Erfahrung zeigt, dass Europa im Ernstfall die bestehenden Regeln »kreativ« auslegt oder ganz neue Wege findet, einem Land zu helfen. So wäre es sehr wahrscheinlich wieder, sollte es Frankreich treffen.

Aber erstens dürfte es an den Finanzmärkten erst einmal ungemütlich werden, wenn der Ernstfall tatsächlich eintritt, bevor es zu Rettungsmaßnahmen kommt. Und zweitens haben auch erfolgreiche Rettungsaktionen langfristig Nebenwirkungen: zu nennen sind hier schwächeres Wachstum, höhere Inflation und ein möglicher Verlust des Vertrauens in die Stabilität des Euro. □

Die Handelsblatt-App

Kompakt, klar, auf einen Klick.



Jetzt kostenlos herunterladen

Handelsblatt

ifo Institut:

Personalleiter wollen mit KI mehr automatisieren

Unternehmen setzen Künstliche Intelligenz (KI) im Personalwesen vor allem ein, um Verwaltungsaufwand zu reduzieren. Das geht aus der aktuellen Personalleiterbefragung von Randstad und dem ifo Institut hervor. 44 Prozent sehen den größten Nutzen von KI bei der Abwicklung von Verwaltungsprozessen. »Bisher trägt KI vor allem zur Automatisierung von Prozessen im Personalwesen bei. Das schafft Kapazitäten für strategisch wichtigere Aufgaben«, sagt ifo Forscherin Daria Schaller. »Künftig könnten aber weitere Einsatzmöglichkeiten von KI wichtiger werden, wie beispielsweise im Recruiting oder in der Personalplanung.«

Ein Viertel (25 Prozent) der Unternehmen sieht den größten Nutzen durch KI im Recruiting und verwendet sie

vor allem, um Stellenausschreibungen zu verfassen oder zu platzieren. Zudem kommt KI häufig zum Einsatz, um Lebensläufe zu analysieren oder eine Vorauswahl zu treffen. Vereinzelt nutzen Personalverantwortliche Chatbots, um Bewerbenden Hilfe anzubieten. »Unternehmen versuchen, sich dadurch einen Vorteil im Wettbewerb um Fachkräfte zu verschaffen«, sagt Schaller.

Für 2028 erwarten Firmen den größten Nutzen nicht mehr nur bei administrativen Prozessen. Die Aufgabenbereiche Personalplanung (35 Prozent, heute 10 Prozent), Personalentwicklung (26 Prozent, heute 5 Prozent) und Analyse der Mitarbeiterzufriedenheit (28 Prozent, heute 9 Prozent) werden deutlich aufholen. »Das deutet auf eine Verschiebung von der reinen Effizienzsteigerung hin zur gezielten Weiterentwicklung von Belegschaften«, sagt Schaller mit Blick auf die Befragungsergebnisse.

Link zur Faktenseite: www.ifo.de

Bewährtes schlägt Einzelwetten: Warum robuste Portfolios 2025 die besseren Nerven beweisen

Von Tobias Gabriel, HAC VermögensManagement AG

Es gibt Börsenjahre, in denen der Lärm alles zu überlagern scheint. Zölle, Wahlen, makroökonomische Kippbewegungen schieben sich wie Nebelwände vor den Horizont. 2025 ist ein solches Jahr. Und dennoch: Wer genau hinsieht, erkennt unter dem Getöse den roten Faden. Wer ein modernes »Allwetter-Portfolio« führt, schafft sich damit nicht nur ein robustes Bollwerk gegen Unwägbarkeiten – sondern einen disziplinierten Mechanismus, um Ertrag aus verschiedenen Quellen zu ziehen.

Zinssenkung mit offenem Ausgang

Die US Notenbank Federal Reserve hat am 17. September den Leitzins um 25 Basispunkte auf 4,00 bis 4,25% gesenkt. Eine abkühlende Arbeitsmarktdynamik und stabilere Preisniveaus deuten auf einen vorsichtigen Lockerungspfad hin. Die bisher vorherrschende Furcht vor einem zweiten Inflationsschub, weicht mehr Augenmerk auf reale Aktivität. Die Verschiebung in der geldpolitischen Reaktionsfunktion bildet den Boden für eine neue Bewertung von Risiko an Aktien- und Rentenmärkten. Sie ist gleichzeitig ein feiner Griff am kurzen Ende der Zinskurve, während das lange Ende trotzig sein Terrain hält. Warum diese Schieflage? Weil die USA nicht einfach Schulden machen – sie betreiben Haushaltswirtschaft wie ein endloses Schuldenbuffet. Fiskalische Dauerdefizite, also dauerhaft offene Haushaltslöcher, drücken Massen an Staatsanleihen auf den Markt, während ein diffuser Inflationsausblick jede Zuversicht untergräbt. Das Ergebnis: Die Termprämie kehrt zurück wie ein böses Gewissen. Das ist der zusätzliche Renditeaufschlag, den Anleger für das Halten von langlaufenden Anleihen verlangen, weil sie das Risiko längerer Laufzeiten und ungewisser wirtschaftlicher Bedingungen kompensieren wollen – zehnjährige Renditen verharren klebrig hoch, statt folgsam zu sinken, ganz so, als verweigerte sich der Markt einem selbstgefälligen Narrativ von Überschwang.

Drei Szenarien für die Vermögenspraxis und nur ein Portfolio

Ein robustes Portfolio – oder nennen wir es ein Allwetter-Portfolio, im besten Sinne des Wortes – denkt nicht in kurzfristigen Prophezeiungen. Typischerweise bestehend aus Anleihen, Aktien, Rohstoffen und Gold wurzelt es in Kapitalmarkt-Prinzipien, die auch im derzeitigen, mehrdimen-

sionalen Spannungsfeld greifen. Wer heute Vermögen verantwortet, bewegt sich hierbei in einem Dreiklang plausibler Zukunftsszenarien: Da wäre zunächst das Bild eines produktiven Soft-Landings: Die Inflation pendelt sich auf stabile zwei bis drei Prozent ein, das Wirtschaftswachstum bleibt verhalten, aber intakt – getragen von Investitionen in Künstliche Intelligenz, die nicht länger nur Buzzword, sondern zunehmend produktive Realität wird.

Tobias Gabriel,
Vorstand,
HAC VermögensManagement AG

[hac.de](https://www.hac.de)



Wer etwa beobachtet, wie schnell sich Large-Language-Modelle in Bürosoftware, Medizin oder sogar Maschinensteuerung integrieren, versteht: Die Produktivität könnte tatsächlich einen Schub erleben, der nicht nur PowerPoint, sondern reale Bilanzen bewegt. Gleichzeitig bleibt das Inflationsbild trügerisch. So könnte sich ein zweites Szenario manifestieren, das man als „Stagflation light“ beschreiben kann: Die Inflation bleibt zäh, vor allem im Dienstleistungssektor – genährt von geopolitischen Zollspannungen und fragmentierten Lieferketten. In diesem Umfeld könnten die Zinsen hoch bleiben, ohne dass Wachstum folgt – eine toxische Mischung für konjunktursensible Sektoren, aber ein Boden für reale Erträge in gut strukturierten Anleihenportfolios oder inflationsindexierten Instrumenten. Und schließlich gibt es den Fall der harten Landung – ein Szenario, das die Märkte seit Monaten als Phantom fürchten, aber nie ganz auspreisen. Die Arbeitsmärkte könnten kippen, Unternehmensgewinne revidiert werden, eine inverse Zinskurve könnte sich wieder bullisch verstellen. In einem solchen Klima würde sich zeigen, wie tragfähig jene Unternehmen wirklich sind, die sich mit niedriger Verschuldung, preisstabilen Geschäftsmodellen und konservativer Bilanzpolitik gegen zyklische Bremsen wappnen.

Was bedeuten diese Szenarien für die große Frage: Wie diversifiziere ich in einem Markt, der sich nicht linear entwickelt?

Die Leitzinssenkung der US-Notenbank wirkt zwar in erster Linie auf den US-Markt, beeinflusst aber über Wechselwirkungen und Kapitalströme auch Europa. Wichtig ist: Inflationsrisiken bleiben. Auch wenn die Kerninflation etwas nachgelassen hat, sind die Märkte wachsam: Zölle, Energie-

preise oder Lohnentwicklungen können jederzeit neue Schübe auslösen, ganz zu schweigen von den demografischen Wirkkräften. Diese ambivalenten Kraftvektoren im Markt erfordern ein breit gestreutes Portfolio.

Was beim Blick auf die tatsächlichen Geldbewegungen auffällt: Qualität wird wieder bevorzugt. Die Anlegerströme sprechen eine deutliche Sprache: Im August flossen fast 30 Milliarden US-Dollar in europäische ETFs – vor allem in breit gestreute Aktienfonds (Core-ETFs) und ultrakurz laufende Anleihen. Das zeigt: Viele Investoren setzen auf Stabilität, Liquidität und solide Qualität.

Aktien: Europa, oft belächelt, glänzt derzeit mit einem seltenen Dreiklang: Bewertungsdisziplin, fiskalischem Spielraum und sektoraler Vielfalt – von Industrie über Gesundheit bis zu nachhaltiger Technologie. Die USA bleiben unangefochten der strukturelle Kern jeder globalen Allokation – allein schon durch die Tiefe der Kapitalmärkte und die Innovationskraft. Japan hingegen ist ein Sonderfall: Reflation, wie sie das Land seit Jahrzehnten nicht gesehen hat, trifft auf eine Notenbank, die noch experimentiert. Die Yen-Schwäche bietet Wechselkurschancen – aber auch Risiken. Folglich scheint keine Zeit für Einzelwetten auf regionaler Ebene, vielmehr überzeugt der globale Mix mit vielfältigen Chancen. Sektoral bzw. auf Ebene der Branchen verdienen Technologie und Infrastruktur Aufmerksamkeit, allein schon wegen der KI-Revolution. Investitionssummen in Rechenzentren, Netzinfrastruktur oder Halbleiter erreichen historische Höchststände. Doch vieles davon ist im Markt längst eingepreist. Der Bewertungsmultiplikator – etwa das Kurs-Gewinn-Verhältnis von 22 im Sektor – ist keine Einladung zum Kaufrausch, sondern ein Mahnmal zur Selektion. Im gleißenden Licht der Künstlichen Intelligenz haben sich so manche Nebenwerte zu Bewertungsfantasien emporgeschwungen, als gäbe es kein Morgen und schon gar kein KGV. Gleichzeitig fielen solide Dividendentitel, jene ruhenden Schiffe des Portfolios, fast unbemerkt aus dem Anlegerfokus. Es ist ein altes, beinahe archetypisches Muster: Das Narrativ schlägt die Analyse – bis sich das Narrativ erschöpft und die Zahlen ihre stille Autorität zurückgewinnen. Doch was folgt daraus? Wachstums-Exposure bleibt sinnvoll – allerdings nur dann, wenn es auf dem tragfähigen Fundament freier Cashflows und belastbarer Gewinnqualität steht.

Anleihen: Investment-Grade-Anleihen – also Unternehmens- oder Staatsanleihen mit guter Bonität – liefern zuverlässig

Grundertrag, auch ohne Rallye am langen Ende. Eine Barbell-Struktur, so nennet man die Kombination aus sehr kurz- und sehr langlaufenden Anleihen, bietet sich an: Kurzläufer für planbare Zinsen und taktische Kasse, dazu ein dosierter Langlauf-Block als Fallschirm für den Fall eines bullischen Steepenings, das meint fallende Zinsen bei gleichzeitig steiler werdender Kurve. Auch inflationsindexierte Anleihen – sogenannte Linker – sind kein Spielplatz für taktische Launen, sondern eine Art Sicherheitsgurt gegen die Zähigkeit der Preise. Sie verdienen Beachtung, besonders solange die Notenbanken lockern, gleichzeitig aber ihre Bilanzen straffen. Hochzinsanleihen hingegen, charmant auch als »High Yields« bezeichnet, bleiben unterdes das, was sie immer waren: eine Wette auf nahezu makellose Verläufe. Solange der Konjunkturmotor gleichmäßig schnurrt und die Kreditrisiken im Schatten bleiben, funktioniert das Spiel. Doch die Zinsaufschläge gegenüber soliden Anleihen – die sogenannten Spreads – sind derzeit auffallend schmal. Viel Potenzial nach oben bleibt da nicht, wohl aber reichlich Fallhöhe. Die alte Weisheit bewährt sich einmal mehr: Qualität vor Renditeversprechen, Investment Grade vor spekulativem Glanz.

Gold: Und schließlich – Gold. Der glänzende Exot im Portfolio, der mal belächelt, mal verklärt wird. In Wahrheit ist Gold weit mehr als eine Versicherung gegen das Unheil dieser Welt. Es ist Resonanzkörper monetärer Zurückhaltung, Spiegelbild geopolitischer Unsicherheit und – nicht zu unterschätzen – ein psychologischer Stabilisator für den Anleger selbst. In seiner Doppelfunktion als Schutzschild und Opportunitätswahrer liegt sein eigentlicher Wert. Sein Inflationsschutz sollte in diesem Umfeld kein schmückendes Beiwerk sein, sondern ein fester Baustein.

Am Ende zählt Haltung – nicht Prognose

Ein Portfolio, so zeigt sich, ist kein starres Gebilde, sondern ein lebendiger Organismus. Es lebt von Ausgewogenheit, Disziplin und der Fähigkeit, zwischen den Szenarien zu atmen – ohne sich zu verrenken. Es ist nicht modisch, nicht laut, aber zuverlässig. Und es folgt nicht dem Lärm der Welt, sondern den Prinzipien, die Bestand haben. Der Fall Novo Nordisk, die Zinssenkung der Fed, die langjährige Gold-Renaissance – all das zeigt: Prognosen helfen nur, wenn die Struktur stimmt. Wer heute Vermögen führt, jagt keine Schlagzeilen, sondern baut besser Bollwerke, die in kritischen Marktphasen sogar zu profitieren vermögen. Er sammelt Ertrag, pflegt Puffer, vertraut dem System. □

Unsere politischen Ärzte diagnostizieren fabelhaft, aber therapieren mangelhaft

Von Robert Halver,
Leiter Kapitalmarktanalyse, Baader Bank AG

Ist unsereins krank gehen wir zum Arzt und erhalten anschließend die Diagnose. Danach erfolgt die Therapie, um zu heilen. Auch in der Politik mangelt es nicht an Diagnosen. Seit über 20 Jahren wird die Krankheit des deutschen Wirtschaftsstandorts festgestellt. Doch folgte auf den Befund bislang keine durchgreifende Therapie. Damit wird der Gesundheitszustand Deutschlands immer schlechter.



Robert Halver,
Leiter der Kapitalmarktanalyse
der Baader Bank AG

www.baaderbank.de

Man kann nur so viel teurer sein, wie man besser ist

Es vergeht keine Woche, in der das Krankheitsbild der deutschen Wirtschaft mit seiner mangelnden Wettbewerbsfähigkeit nicht überall und in allen Facetten diagnostiziert wird, z. B. in Talkshows. Auch die Planungssicherheit lässt zu wünschen übrig. So diskutiert die Politik aktuell, ob Verbrennerautos doch noch eine Zukunft haben und ob die heilige Kuh E-Mobilität doch nicht so heilig ist. Dieses rein in die Kartoffeln und raus aus den Kartoffeln sorgt weder bei Autobauern noch -käufern für Vertrauen.

Überhaupt, früher konnten wir höherpreisige Autos verkaufen, weil wir besser waren, Innovationen geliefert und Standards gesetzt haben. Wenn jedoch dieser Vorsprung immer mehr schmilzt oder sich sogar umkehrt, ist dieser Vorteil nicht mehr aufrechtzuerhalten. Gleiches gilt für den Maschinenbau, ein anderes ein Filetstück unserer Wirtschaft.

Die energieintensiven Unternehmen aus der Chemie-, Stahl- und Aluminiumbranche klagen zu Recht, dass Industriestrom bei uns im Vergleich zu Amerika und China teilweise mehr als doppelt so teuer ist. Plastisch lässt sich unsere mangelnde stromseitige Wettbewerbsfähigkeit am Beispiel Florida zeigen. Dieser Sonnen-Bundesstaat schreit

förmlich nach Photovoltaik. Da aber die Stromerzeugung aus Öl und Gas derart günstig ist, lohnen sich Sonnenkollektoren kaum. Natürlich kann man nicht alle Probleme der Politik in die Schuhe schieben. Auch auf Unternehmensseite wurden Fehler gemacht. Teilweise war man überheblich und sehr in sich selbst verliebt.

Und sicherlich behandelt Amerika Europa nicht fair. Es unternimmt alles, um Großbritannien über weniger harte Handelsbedingungen und amerikanische Investitionszusagen vom Wiedereintritt in die EU abzuhalten. Europa soll schwach gehalten werden. Und es ist tatsächlich schwach. Während die EU den USA keine Zölle abknöpft, droht Washington bei Einführung europäischer Digitalsteuern auf die amerikanische High-Tech-Aristokratie mit harten Strafen.

Trump will zudem noch die amerikanische Militärunterstützung für die Ukraine an die Bedingungen knüpfen, dass wir auch indirekt kein Öl und Gas aus Russland beziehen und hohe Zölle auf chinesische Waren erheben. Dann aber würde China sofort eine chinesische Zoll-Mauer gegen die EU hochziehen.

Es muss sich was ändern, aber alles so bleiben wie es ist

Auch dafür trägt deutsche Politik keine Schuld. Aber die wirtschafts- und finanzpolitischen Rahmendaten werden trotzdem von der Politik gesetzt. Als bedeutendes EU-Land muss Deutschland tatkräftig mithelfen, damit wir nicht zwischen Amerika, China und auch noch Russland wie Parmesan zerrieben werden.

Dabei sollte Berlin bloß nicht hoffen, dass bei einem amerikanischen Politikwechsel eine Rückkehr zur alten transatlantischen Nächstenliebe mit wirtschaftlicher Begünstigung erfolgt. Auch Demokraten werden sich an den Zolleinnahmen laben. Mit einem Unterschied: Sie werden freundlicher im Ton sein und mehr lächeln. Aber dafür können wir uns nichts kaufen.

Ebenso kann sich die Berliner Koalition nicht mit Kommunikationsproblemen herausreden. Es geht nicht um mehr Kaffeetunden mit Kuchen oder dass sich möglichst jeder mit jedem duzt. In einer Regierung darf man nicht um jeden Preis geräuschlos zusammenzuarbeiten. Ohne Konflikte wurden noch nie Probleme gelöst. Im Gegenteil, um des lieben Friedens willen bleiben sie liegen. >>

Ebenso ist auf Plauderrunden auf Branchengipfeln zu verzichten, die nur signalisieren sollen, dass sich Politik kümmert. Das Gleiche gilt für Expertenkommissionen, bei deren Einberufung es lediglich um politischen Zeitgewinn geht, zumal viele Köche nur den Brei verderben. Die Probleme liegen auf dem Tisch. Wir haben doch kein Erkenntnis-, sondern ein Umsetzungsproblem. Überhaupt, wenn die Kommissionäre dann irgendwann ihre Ergebnisse präsentieren, ist die Gefahr groß, dass diese in der Schublade landen. Es wäre nicht das erste Mal. Wirtschaftspolitisch falsch ist es außerdem, auf technologische Neuerungen wie Künstliche Intelligenz immer noch mit viel Zurückhaltung zu reagieren. Wer operativ nicht erfolgreich mitmischt, wird auch keine ethischen Standards setzen können.

Insgesamt, angesichts deutlich verschärfter Bedingungen darf deutsche Politik nicht nur die Krankheitssymptome unserer Wirtschaft mit ein paar Reförmchen im Herbst behandeln. Sie muss mit umfangreichen Therapien und Notoperationen an die Ursachen ran. Ansonsten wird die Gesundheit Deutschlands über fortgesetzte Deindustriali-

sierung, nachlassende Innovationskraft sowie Arbeitsplatzabbau weiter geschwächt. Eine Aufbaukur für unsere Demokratie ist das nicht. Und Sozialismus, auch nicht in seiner vermeintlich demokratischen Form, war nie, ist nie und wird nie die Heilung sein. Er ist nachweislich der größte Krankmacher der Geschichte.

Die Herabstufung der Bonität Frankreichs sollte als Mahnung dienen. Was heute linksrheinisch stattfindet, kann morgen rechtsrheinisch passieren. Deutschland muss wirtschaftlich wieder mit den Adlern fliegen, nicht mit den Hühnern scharren.

Übrigens, die meisten Wähler wollen eine gesundmachende Wirtschaftspolitik, die Perspektiven bietet und sie wissen, dass wir im Status quo an die Wand fahren. Die Kommunalwahl in Nordrhein-Westfalen hat gezeigt, dass reformfreie Heile-Heile-Gänschen-Politik nicht die Mitte, sondern die Ränder stärkt.

An alle im Berliner Ärztehaus: Genug der Diagnose. Let the healing begin. □

Drohen vom Zinsmarkt Gefahren für die Aktienmärkte?

**Von Robert Halver,
Leiter Kapitalmarktanalyse, Baader Bank AG**

Fast 40 Jahre lang, bis Sommer 2020 befanden sich vor allem US-Staatsanleihen im größten Bullenmarkt der Finanzgeschichte. Mit der abnehmenden Konkurrenzfähigkeit der Renditen aus dem Zinsbereich erlebten auch Aktien eine fantastisch lange Rallye. Doch längst ist aus dem Renten-Bullen ein harter Bärenmarkt geworden. Und Besserung ist aufgrund der Marktbedingungen nicht in Sicht. Gerät der ohnehin hoch bewertete Aktienmarkt in Zins-Gefahr?

Zinspapiere sind keine sicheren Häfen mehr

10-jährige US-Staatsanleihen, die im August 2020 lediglich eine Rendite von gut 0,5 Prozent boten, liegen heute bei über vier Prozent. Da sich Preissteigerungen offensichtlich hartnäckig halten und die amerikanische Staatsverschuldung sicher nicht fällt, spricht nichts für eine Rückkehr zu den paradiesischen Zinszeiten wie früher.

Auch Europa macht in puncto Staatsschulden keine bella figura. Jetzt zeigt aber nicht Griechenland, sondern das große Euro-Kernland Frankreich seine hässliche Schulden-Fratze. Selbst Deutschland, früher starker Stabilitätsadler, ist auf dem Weg zum gerupften Huhn. Und so deutet auch in Europa nichts auf sinkende, sondern auf steigende Anleiherenditen hin.

Theoretisch müssten daher zunächst Zinspapiere in Amerika zu einer immer größeren Konkurrenz für Aktien werden. Doch auch in Europa gibt es für 10-jährige französische oder italienische Staatspapiere etwa 3,5 und für deutsche immerhin 2,7 Prozent. Mit diesen Renditen und angesichts überbewerteter Aktien im Rücken müssten sie jetzt doch ihren Status als sicherer Hafen besonders ausspielen können.

Jedoch lassen die Anleger diese vermeintlich attraktiven Renditen links liegen. Offensichtlich ist das Misstrauen gegenüber dieser früher als so sicher geltenden Anlageform groß. Mittlerweile zweifelt man an der Schuldentragfähigkeit, an der Rückzahlung ohnehin. Auch mögliche Rating-

Herabstufungen für westliche Industrieländer sorgen für Verunsicherung. Längst halten sich Chinesen deutlich mit Engagements in US-Bonds zurück.

Zudem sind Anleger schon länger der Meinung, dass die Inflation in Amerika geschönt wird und keine reale Kompensation des Inflationsverlustes stattfindet. Ebenso wird für das steigende Bonitätsrisiko kein ausreichender Risikoaufschlag geboten.

Überhaupt können Regierungen überschuldeter Staaten wie Amerika keine steigenden Kreditzinsen gebrauchen. Die Finanzstabilität würde in Frage gestellt. In diesem Zusammenhang sind die Bemühungen der Trump-Administration zu sehen, die Fed von einem Falkenhorst Richtung Taubenschlag zu drehen. Leitzinsen sollen gesenkt werden, selbst wenn es dafür mit Blick auf die Inflation kaum Rechtfertigung gibt. Und ist es wirklich abwegig, mit erneuten Aufkäufen von Bonds das lange Ende staatsschuldenfreundlich zu gestalten? Und wenn die Inflation schließlich oberhalb der Zinsen liegt oder – mit böser Zunge gesprochen – dort sogar bewusst hingetrieben wird, ist der Tragbarkeit von Schulden auf jeden Fall geholfen.

Ohne Aktien fahren Anleger ein höheres Risiko

Warum sollten sich Anleger an diesem »Schulden-Humanismus« zu Lasten ihrer Rendite beteiligen? Insgesamt sind Zinsanlagen nicht mehr wie früher die erquickende Oase für Anleger. Die Karawane zieht weiter, zunächst zur Edelmetall-Oase, zu Gold und Silber.

Erquickung bieten aber auch Aktien. Als Nominalanlageklasse profitieren sie sogar von Inflation, wenn sie nicht bekämpft wird. Man kann sogar von Inflationschutz sprechen.

Sicherlich sind die Aktienmärkte hoch bewertet. Wenn aber die Geschäftsmodelle insbesondere bei High-Tech stimmen, sind sie auch gerechtfertigt. Tatsächlich machen sie gute Gewinne.

Der Tech-Boom beflügelt aber auch den Gesamtmarkt. Dienstleistungen, Fertigung und Infrastruktur, also die virtuelle und physische Welt, werden eine Symbiose bilden. Während virtuelle Technologie die Produktion immer effizienter macht, sorgt die physische Infrastruktur

von Rechenzentren und Stromnetzen für das stabile Rückgrat der Technologie. Diese Dynamik hat erst begonnen. Morgan Stanley prophezeit den Unternehmen im S&P 500 durch den Einsatz von KI jährliche Produktivitätsgewinne von ca. 920 Mrd. US-Dollar. Dies entspräche einem Drittel der erwarteten Gewinne für 2026. Über zehn Jahre erwartet das Analysehaus ein Wertschöpfungspotenzial von bis zu 16 Bill.

Die Verbesserung der Ertragsqualität kommt durch massive Kostensenkungen zustande, u.a. durch den Wegfall menschlicher Routinetätigkeiten, jedoch auch durch deutlich schnellere Produktentwicklungen und effizientere Wertschöpfungsketten. Am Aktienmarkt profitieren also nicht nur die »üblichen Verdächtigen«, Hard- und Software, sondern ebenso z.B. der klassische Vertrieb von Konsumgütern, die Immobilienbranche, das Gesundheits- oder Transportwesen. Unternehmen sind gezwungen, KI auf breiter Front einzusetzen, um wettbewerbsfähig zu bleiben.

Dies ist ein Prozess von Jahren, was das Megathema Technologisierung in der Volkswirtschaft und auf dem Aktienmarkt intakt hält. Überhaupt wird die KI selbst immer leistungsfähiger.

Zur Wahrheit gehört allerdings ebenso, dass bis zu 90 Prozent aller Arbeitsplätze von der KI beeinflusst werden. Die Automatisierung, Neuausrichtung und der Wegfall von Tätigkeiten, neue Beschäftigungsprofile und auch Freisetzungen stellen massive soziale Herausforderungen dar, die frühzeitig erkannt und denen begegnet werden muss.

Weiterhin ist davon auszugehen, dass die Investitionsrenditen am US-Aktienmarkt am größten sein werden. Und dennoch fallen andere Anlageregionen nicht durch den Rost. Zum einen werden auch sie technologische Lernkurveneffekte haben. Und zum anderen werden sie weiter dringend als Lieferanten von Rohstoffen, Basisgütern und Vorprodukten gebraucht. Auch Dividendenwerte bleiben attraktiv. So ergibt sich eine ordentliche Risikodiversifizierung.

Der Zinsmarkt als sicherer Hafen hat an Bedeutung verloren. Aus klassischer Portfoliosicht klingt es absurd. Aber Aktien bringen längerfristig mehr Sicherheit und Ertrag in das Anlagedepot. □

ifo Schnelldienst 09/2025:

US-Staatsfinanzen auf Kollisionskurs?

Was die One Big Beautiful Bill für die Finanzmärkte und Europa bedeutet

Senat und Repräsentantenhaus stimmen knapp für das Steuer- und Ausgabengesetz des US-Präsidenten Donald Trump. Kritikerinnen und Kritiker rechnen damit, dass das Gesetz die USA in eine Rekordverschuldung treibt. Der Safe-Asset-Status des US-Dollar und der US-Treasuries scheint angekratzt. Bietet sich hier eine Chance für Europa? Wie wird die US-Wirtschaftspolitik von Expertinnen und Experten vor Ort eingeschätzt? Gefährdet Trump die Unabhängigkeit der Zentralbank? Folgt der Etablierung der Stablecoins eine neue Finanzordnung? Diese Fragen diskutieren die Beiträge im Titelthema.

PDF Herunterladen >> www.ifo.de



ifo Schnelldienst
9/2025
18. September
78. Jahrgang

Forschungsergebnisse

**Zwischen Likes und Lernen:
Was Jugendliche und Erwachsene
über Social Media denken**
Ergebnisse des ifo Bildungsbarometers 2025
Katharina Wöckel, Verena Freuden, Franziska Pfander
und Ute Wöckel

**Arbeitsmarktchancen statt
Wohlfahrtsstaat:
Wie ukrainische Geflüchtete
ihre Zukunft wählen**
Jörg Altmann, Lenka Chygarova, Yvonne Gering
und Peter Pöschmann

Daten und Prognosen

**Fachkräftemangel trotz
Konjunkturaufschwung:
Strategien deutscher Unternehmen**
Karin Oetzel

**Wirtschaft zieht erste Bilanz:
100 Tage neue Bundesregierung**
Annette von Maltzan, Barbara Nitzsche-Unger und Klaus Wöhrle

Zur Diskussion gestellt

**US-Staatsfinanzen
auf Kollisionskurs?
Was die One Big Beautiful Bill
für die Finanzmärkte und
Europa bedeutet**

Mit Beiträgen von: Hans-Berndt Philipp-Hall, Erika Hübner, Niklas Potrafke, Emil Schöten
und Tobi Schöten, Michael Weber, Markus Jäger, Harald Jäger

ifo Institut
Leibniz-Institut für
Wirtschaftsforschung an der
Universität München gGmbH



Das Monopol im 21. Jahrhundert

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

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

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

ISBN: 978-3-641-28836-5 | ca. 432 Seiten

www.penguinrandomhouse.de

ANZEIGE

Die Handelsblatt-App

Kompakt, klar, auf einen Klick.



Jetzt kostenlos herunterladen

Handelsblatt

Impressum: Anschrift: Elite Report Redaktion, Schumannstraße 2/III, 81679 München, Telefon: +49 (0) 89 / 470 36 48, 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 Haftungsobliegenheit.

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.