

»Die Zinsen steigen – droht Gefahr für Aktien?«

Von Georg Geiger, Value-Holdings AG

»Interest rates are to asset prices like gravity is to the apple.«
(Warren Buffett)

Ausverkauf bei US-Staatsanleihen: Wenn Schulden zum Problem werden

Während die Aktienmärkte Rekorde markieren, spielt sich am Anleihemarkt ein Drama ab. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen kletterte auf 4,7%, bei 30-jährigen liegt sie aktuell bei 5,3%. Das ist der höchste Stand seit 2007. Investoren verlangen weltweit eine spürbar höhere Prämie dafür, Staaten langfristig Geld zu leihen. Die Ursachen liegen neben der hartnäckigen Inflation und dem wieder aufflammenden Nahost-Konflikt auch in den hohen Haushaltsdefiziten und einer Staatsverschuldung auf Rekordniveau. Die USA haben bis heute einen Schuldenberg von über 40 Billionen Dollar angehäuft, das sind mehr als 120 Prozent der Wirtschaftsleistung.

In den letzten Jahrzehnten war diese Entwicklung tragbar, weil parallel dazu die Zinsen fielen. Das hat jedoch gedreht und die Durchschnittsverzinsung der amerikanischen Staatsschulden hat sich seit 2021 von etwa 1,5% auf über 3% verdoppelt. Und das nicht etwa in einer Rezessionsphase, die durch Deficit Spending überwunden werden sollte. Nein, das Defizit ist bei niedriger Arbeitslosigkeit und trotz wachsender Wirtschaft aufgelaufen, also in einer Zeit, in der die sprudelnden Steuereinnahmen eigentlich zum Abbau der Verschuldung genutzt werden sollten.

Die Gefahr dabei ist ein sich selbst verstärkender Mechanismus. Höhere Zinsen vergrößern das Defizit, das größere Defizit erzwingt zusätzliche Emissionen von Schuldtiteln, das wachsende Angebot drückt die Kurse, was die Renditen weiter nach oben treibt. Zusätzlich treten auf der Angebotsseite weitere Wettbewerber auf, die um dasselbe Kapital kämpfen. Die Anleihefinanzierungen großer Technologiekonzerne machen laut einer Studie von Nomura mittlerweile rund ¼ des Volumens der Staatsanleiheverkäufe an private Investoren aus. Dass die Investoren in diesem Szenario vorsichtig sind, liegt auf der Hand. Bei einer steigenden Inflation droht der aktuell attraktive Realzins schnell zusammenzuschmelzen. Auch für internationale Investoren außerhalb der USA stellt sich die Frage, ob der

Bitte beachten Sie,
dass die Redaktion umgezogen ist:

NEUE ADRESSE:
Elite Report Redaktion
Prinzregentenstr. 72, 81675 München

redaktion@elitereport.de



»Die Elite der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum 2026«

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

bestellung@elitereport.de

aktuelle Renditevorteil amerikanischer Anleihen nicht durch künftige Währungsverluste zunichte gemacht werden könnte. Deshalb sind auch sie zögerlich mit Anleihekäufen, was den Renditeanstieg weiter befeuert. Und das hohe Angebot an amerikanischen Schuldtiteln strahlt natürlich auch international aus. Hochverzinsliche US-Bonds stehen in Konkurrenz zu europäischen und asiatischen Anleihen, was auch dort zu einem Aufwärtsdruck bei den Zinsen führt.

Die Gefahr für Aktien wegen steigender Zinsen

Der bekannte US-Investor Warren Buffett hat eine klare Meinung zur Auswirkung steigender Zinsen. Frei übersetzt lautet das o.g. Zitat in etwa: »Zinssätze verhalten sich zu Vermögenspreisen wie die Schwerkraft zum Apfel.« Vereinfacht lässt sich der Zusammenhang zwischen steigenden Zinsen und dem daraus entstehenden Druck auf die Aktienkurse folgendermaßen beschreiben: Staatsanleihen mit hohen Zinsen werden attraktiver, ihre Rendite liegt dabei oft über den Dividendenrenditen von Aktien. Kredite für

Unternehmen werden teurer, was die Gewinne und damit die Dividendenzahlungen schmälert. Und schließlich werden die Verbraucher bei den Konsumausgaben sparsamer und Unternehmen müssen genau rechnen, ob sich geplante Investitionen bei höheren Finanzierungskosten überhaupt noch lohnen. Das alles führt zu einem sinkenden Wirtschaftswachstum, was wiederum die Gewinne der Unternehmen schmälert. Das zieht gemäß dem Buffett-Zitat wie die Schwerkraft den Apfel auch die Aktienkurse nach unten.

Kann man in Aktien investieren trotz steigender Zinsen?

Selbst Warren Buffett hat in Zeiten steigender Zinsen in Aktien investiert. Aber wie passt das zusammen? Es ist richtig, rein mathematisch fallen Unternehmenswerte ceteris paribus niedriger aus, wenn die Zinsen hoch sind. Besonders betroffen sind davon junge Technologie- und Wachstumsunternehmen, die heute noch wenig verdienen, in Zukunft aber viel verdienen wollen. Bei ihnen verlieren weit in der Zukunft liegende Zahlungsströme bei hohen

Spezialisierungslehrgang
Zertifizierter Family Officer



Ihr Können kann sich sehen lassen.

ZERTIFIKAT
Zertifizierter Family Officer
– Bewährt seit 2017. Weiterentwickelt für morgen –

ZERTIFIZIERTER FAMILY OFFICER FVF

ANZEIGE

 Fachseminare
von Fürstenberg

Vermögensverwaltung braucht Qualitätsstandards.

Setzen Sie auf Expertise, wenn es um Ihren Erfolg geht.

► Überzeugen Sie durch

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

► Profitieren Sie von

- dem renommierten Spezialisierungslehrgang mit zertifiziertem Abschluss
- interdisziplinärer Wissensvermittlung
- erfahrenen Top-Referenten



Erfahrung, die weiterdenkt!

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

Zinsen erheblich an Wert, der Gegenwartswert des Unternehmens sinkt. Umgekehrt gewinnen aber Unternehmen an relativer Bedeutung, deren Wert sich aus heute vorhandener Substanz, verlässlichen Cashflows und regelmäßigen Ausschüttungen speist, statt aus weit in der Zukunft liegenden Wachstums- und Ertragsversprechen.



Georg Geiger ist Gründer und Vorstand der Value-Holdings AG

www.value-holdings.de

Und damit sind wir bei Value-Aktien. Sie verfügen i.d.R. über eine hohe Substanz, eine starke Marktstellung und einen tiefen »Burggraben«. Zudem haben sie oft eine grundsätzliche Bilanz mit wenig Schulden oder sogar net cash, weshalb Finanzierungskosten kaum eine Rolle spielen. So sichern sie ihre Erträge ab und verfügen über die notwendige Preissetzungsmacht, um die inflationsbedingten höheren

Kosten an die Kunden weitergeben zu können. Auch wenn Anleihen attraktive Zinsen von 5 % oder mehr versprechen, gibt es krisenfeste Unternehmen, die auf mittlere Sicht Renditen von 10 % oder mehr erwirtschaften können. Menschen putzen sich auch in der Rezession die Zähne und sie trinken Coca-Cola. Sie wollen weiterhin reisen und benötigen dazu Verkehrsinfrastruktur. Die Digitalisierung verlangt Rechenkapazität, was den Energiebedarf erhöht und Energieversorgern und Energietechnikfirmen Chancen eröffnet. Aber richtig ist auch, in Zeiten steigender Zinsen gewinnt die Selektion der Titel an Bedeutung.

Starkes Gewinnwachstum verhindert Kursrückgänge trotz steigender Zinsen

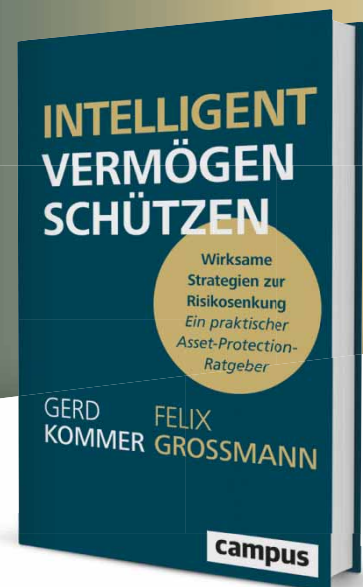
Gemäß einer Auswertung von Finanz & Wirtschaft vom 19.08.2026 verhindert der anhaltende Optimismus bezüglich der Gewinnentwicklung der Unternehmen stärkere Kurseinbrüche. Die Auswertung zeigt aber auch, dass ab einer inflationsgeschützten Rendite von 2,5 % die durchschnittliche Jahresperformance amerikanischer Aktien in der Vergangenheit negativ wurde. Hohen Inflationserwartungen folgte aber im historischen Durchschnitt eine gute

ANZEIGE

Vermögen sichern – gerade in unsicheren Zeiten

Wer heute Vermögen besitzt, muss umdenken: Nicht der Aufbau, sondern der Schutz entscheidet darüber, was langfristig bleibt. Dr. Gerd Kommer und Felix Großmann zeigen, wie wohlhabende Menschen ihr Vermögen für sich und ihre Familie langfristig sichern und strukturiert schützen können. Sie erläutern, welche Schutzmaßnahmen tatsächlich funktionieren und welche Instrumente nur scheinbare Sicherheit bieten. Ein besonderes Augenmerk gilt der Familienstiftung als Baustein moderner Vermögensstrukturierung und Vermögensnachfolge.

Für alle, die Vermögen langfristig sichern, Vermögensnachfolge gestalten und Risiken wirksam reduzieren möchten.



479 Seiten · 49,- €
ISBN 978-3-593-52187-9
Auch als E-Book erhältlich

   
campus.de

campus
Frankfurt. New York

Aktienperformance, wobei Small-Caps und Value-Aktien an der Spitze lagen. Das wird dadurch erklärt, dass diese Unternehmen die steigenden Preise an ihre Kunden weitergeben konnten und sich ihre Gewinnsituation nicht verschlechtert hatte.

Fazit: Das höhere Zinsniveau und die steigenden Realzinsen verlangen mehr Sorgfalt bei der Auswahl von Aktieninvestments. Obwohl steigende Zinsen tendenziell negative Folgen für die Aktienbewertung haben, zeigen krisenresistente Unternehmen aufgrund ihrer stabilen Gewinnentwicklung in diesen Phasen eine bessere Kursentwicklung als der Gesamtmarkt. Es gibt auch in dem aktuell gedämpften konjunkturellen Umfeld sehr attraktive Sektoren, in denen Unternehmen weiterhin wachsen und gute Gewinnmargen

erzielen können. Durch eine sorgfältige Titelselektion lassen sich also auch jetzt gute Investments finden. Warren Buffett sagte kürzlich in einem Interview: »Periods of high interest rates can be some of the best times to buy stocks«. In diesen Zeiten ist es möglich, Anteile an großartigen Unternehmen zu angemessenen Preisen einzusammeln.

Wenn Sie sich dafür interessieren, wie Value-Holdings in Phasen steigender Zinsen Chancen 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



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

ANZEIGE

Altersvorsorgedepot: Chancen, Nutzen und Risiken

Ein Interview mit Andreas Glogger,
GLOGGER & PARTNER Vermögensverwaltung GmbH



Andreas Glogger,
Geschäftsführer und Inhaber,
GLOGGER & PARTNER
Vermögensverwaltung

www.vermoegensverwaltung-europa.com

Was ist das neue Altersvorsorgedepot und was soll es besser machen als die bisherigen Modelle?

Andreas Glogger: Die bisherigen Modelle ermöglichten keine direkte Beteiligung am Aktienmarkt. Das neue Altersvorsorgedepot setzt dagegen auf echte Altersvorsorge mit einem Kapitalstock, der durch Investitionen am Aktienmarkt aufgebaut wird. Das ist aus meiner Sicht längst überfällig. Andere Länder machen seit Jahrzehnten erfolgreich vor, wie durch langfristige Kapitalmarktanlagen ausreichend Vermögen für die Altersvorsorge aufgebaut werden kann.

Viele Menschen sind bei staatlich geförderten Altersvorsorgeprodukten skeptisch. Ist das Altersvorsorgedepot wirklich etwas Neues oder nur »Riester 2.0«?

Andreas Glogger: Die bisherigen Modelle wie Riester- oder Rürup-Rente waren zwar gut gemeint, hatten aber einen großen Nachteil: Die Kosten waren häufig sehr hoch. Davon profitierten vor allem Banken und Versicherungen. Das neue Konzept unterscheidet sich wesentlich dadurch, dass direkte Investitionen in Aktien möglich sein sollen. Anleger können sich dadurch unmittelbar an erfolgreichen Unter-

nehmen wie Siemens, Allianz oder anderen führenden Konzernen beteiligen. Das macht das Modell deutlich attraktiver und langfristig zielführender.

Für wen eignet sich das Altersvorsorgedepot besonders?

Andreas Glogger: Grundsätzlich eignet sich das Altersvorsorgedepot für jeden, insbesondere aber für junge Menschen, die gerade ins Berufsleben starten oder ihr Studium abgeschlossen haben. Je früher man mit dem Sparen beginnt, desto stärker wirkt der Zinseszinsseffekt. Bei langfristigen Aktienanlagen lassen sich über Jahrzehnte hinweg erhebliche Vermögenswerte aufbauen. Deshalb sollte jeder möglichst früh mit dem Vermögensaufbau beginnen, vorausgesetzt, das Produkt wird mit niedrigen Kosten und einer echten Aktienbeteiligung umgesetzt.

Welche Risiken gibt es und worauf sollten Anleger achten?

Andreas Glogger: Der wichtigste Punkt sind die Kosten. Anleger sollten genau prüfen, wie die Produkte ausgestaltet sind und welche Gebühren Banken, Versicherungen oder andere Anbieter verlangen. Darüber hinaus ist entscheidend, dass das Geld breit gestreut und in etablierte Aktienmärkte investiert wird. Wer an großen Indizes wie dem DAX, dem Dow Jones oder vergleichbaren Märkten beteiligt ist und nicht auf spekulative Einzelwerte setzt, kann langfristig von den Chancen des Aktienmarktes profitieren.

Was ist Ihr Fazit zum Altersvorsorgedepot?

Das Altersvorsorgedepot ist ein interessantes Konzept, das sich jeder genauer anschauen sollte. Wenn es wie angekündigt mit niedrigen Kosten und einer direkten Beteiligung am Aktienmarkt umgesetzt wird, kann es einen echten Mehrwert für die langfristige Altersvorsorge bieten. Entscheidend ist, sich frühzeitig zu informieren und möglichst früh mit dem Vermögensaufbau zu beginnen. □



ANZEIGE

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

www.annavonbergmann.de



Die Efficient-Market-Hypothese – einfach, mächtig und oft missverstanden

Von Gerd Kommer und Daniel Kanzler,
Gerd Kommer Invest GmbH

Die Efficient-Market-Hypothese (EMH) zeichnet sich durch drei Merkmale aus: (a) Sie hat unter allen Forschungsergebnissen der Finanzökonomie die größte praktische Bedeutung für Privatanleger. (b) Sie ist erstaunlich simpel. (c) Sie wird häufig missverstanden und oft regelrecht hysterisch angegriffen.

Die EMH lässt sich ohne nennenswerten Präzisionsverlust in folgender kurzer Beschreibung zusammenfassen:

»Allein mit öffentlichen Informationen ist es unwahrscheinlich, eine fachlich korrekt gewählte passive Benchmark (den »Markt«) zuverlässig zu schlagen (zu outperformen).«

»Schlagen/outperformen« in dieser Zusammenfassung der EMH heißt »unter fachlich richtiger Berücksichtigung von Kosten, Steuern und Risiko übertreffen«.

Zwei andere, häufiger gehörte Beschreibungen der EMH lauten so:

»Der Marktpreis eines börsengehandelten Wertpapiers ist zu jeder Zeit die beste Schätzung des objektiven, des »wahren« Wertes eines Wertpapiers.«

»Der Marktpreis eines Wertpapiers in einem (informations-) effizienten Markt reflektiert alle öffentlich verfügbaren Informationen.«

Die letztgenannten EMH-Beschreibungen Nr. 2 und Nr. 3 sind zwar ebenso richtig wie die erstgenannte Beschreibung, werden jedoch nach unserer Erfahrung von Privatanlegern oft missverstanden und von nicht wenigen Vertretern der Finanzbranche, die die EMH ablehnen, in ihren Publikationen über die EMH bösgläubig fehlinterpretiert, da sich die Wordings 2 und 3 gut für absichtliche Fehlinterpretationen eignen. Weiter unten in diesem Artikel in der Sektion »Missverständnisse zur EMH aufgrund gezielter Verfälschung« gehen wir auf diesen Gesichtspunkt genauer ein.

Die EMH sagt mithin, dass die Börsen oder »der Markt« öffentliche Informationen sehr schnell einpreisen, so

schnell, dass es für einen gegebenen Anleger sehr wahrscheinlich zu spät ist, wenn er auf der Basis dieser Informationen kauft oder verkauft.

Informationseffizienz – das Schlüsselkonzept

In diesem Sinne ist der Markt »informationseffizient«. Die wenigen Fälle, in denen es für die Reaktion eines Anlegers nicht zu spät ist, kann der Anleger ex ante nicht zuverlässig (systematisch) von der großen Mehrheit der übrigen Fälle, in denen es zu spät ist, unterscheiden.

Wie muss man sich diese Informationseffizienz konkret vorstellen? Jede neue öffentliche Information, die den Kurs (Preis) beeinflussen kann, wird ihn beinahe sofort beeinflussen. Eine heute bekannt gewordene öffentliche Information kann, sofern sie von Bedeutung ist und sofern es eine Handvoll rationaler Investoren gibt, aus Logikgründen unmöglich den Kurs »erst morgen« beeinflussen. Wüsste man mit Gewissheit, dass die Information X morgen den Kurs der Aktie Y vom derzeitigen Kurs 100 auf 110 erhöhen würde, wäre es risikolos, die Aktie heute in jeder beliebigen Menge zu kaufen, um sie morgen beim Kurs von 110 wieder zu verkaufen (Arbitrage). Über die Kreditfinanzierung eines solchen Investments könnte man astronomische Eigenkapitalrenditen erzielen. Daher würde der Kurs bereits heute auf 110 getrieben werden und eben nicht erst morgen.

Wenn Wertpapierkurse zu einem gegebenen Zeitpunkt sehr wahrscheinlich schon alle öffentlichen Informationen beinhalten, dann ist der gegenwärtige Marktpreis die beste Schätzung des zukünftigen Marktpreises. Andere Schätzungen sind nur aus Zufall besser oder schlechter.

Wo hohe Informationseffizienz vorliegt, ist es für einen Anleger, der nur Zugang zu öffentlichen Informationen hat – das sind wohl 99,5 % von uns – außerordentlich schwer, »systematisch Outperformance zu erzeugen«, also eine breit diversifizierte, passive Buy-and-Hold-Benchmark (den »Markt«) langfristig und verlässlich zu schlagen. Wer den Versuch unternimmt, den Markt zu schlagen, wird dafür mit einer über 50%igen Wahrscheinlichkeit mit Opportunitätskosten bezahlen, einem schlechteren Ergebnis, als es mit einer passiven Buy-and-Hold-Anlage möglich gewesen wäre.

Aus beinahe unzähligen empirischen Untersuchungen, die Wissenschaftler seit etwa 1960 angestellt haben, wie

auch auf der Basis von methodischen Überlegungen aus der Statistik wissen wir, dass die Wahrscheinlichkeit, durch aktives Investieren einer passiven Buy-and-Hold-Strategie zu unterliegen, mit der Länge des Betrachtungszeitraums zunimmt. Dies auch deswegen, weil Buy-and-Hold die geringstmöglichen Transaktionskosten für Kaufen und Verkaufen sowie typischerweise auch eine niedrigere Steuerbelastung verursacht. In diesem Sinne »arbeitet die Zeit gegen aktive Anleger«.

Diese Interpretation von Informationseffizienz lässt zu, den Markt in einem gegebenen Zeitintervall aus Zufall/Glück zu schlagen. Glück (positiver Zufall) ist naturgemäß nicht systematisch wiederholbar.

»Markteffizienz« – eine verunglückte Bezeichnung

In den Medien und überwiegend auch in der Finanzbranche wird statt der sachlich präzisen Bezeichnung »informations-effizient« fast ausschließlich die verkürzte, latent missverständliche Bezeichnung »effizient« (oder »Effizienz«) verwendet. Das ist insofern bedauerlich, als das Wort »effizient« oder »Effizienz« in der Alltagssprache großenteils wertend (normativ) verwendet wird – mit der Nebenbedeutung von »effektiv«, »produktiv«, »nützlich«, »vorteilhaft« oder »gut«. So verstehen viele, vielleicht sogar die meisten Privatanleger das Wort »effizient« in der Aussage »das ist ein effizienter Markt«. Dieses normative Verständnis ist jedoch falsch. Informationseffizienz hat im Rahmen der EMH mit den normativen Bedeutungen von effizient nichts zu tun.

Daneben existiert noch eine zweite Ebene, auf der die Begrifflichkeit »effizient/Effizienz« unglücklich ist. Der amerikanische Finanzökonom John Cochrane hat in einem Artikel 2013 argumentiert, dass Eugene Fama (geb. 1939), der Hauptfinder der EMH in den 1960er-Jahren die Benennung seiner aus empirischen Forschungen abgeleiteten Hypothese sozusagen generell versammelte. Gemäß Cochrane – wir stimmen ihm hier zu – hätte Fama seine Hypothese besser »Reflective Market Hypothesis« taufen sollen, da das Adjektiv »reflektiv« oder das Substantiv »Reflexivität« in der Alltagssprache für die meisten Menschen nicht normativ geladen ist, wie das jedoch auf die Begrifflichkeit »effizient/Effizienz« zutrifft.

Auch inhaltlich-technisch scheint »reflektiv« – denkt man den Sachverhalt, um den es hier geht, einmal genauer durch – besser zu passen als »effizient«.

Aber natürlich wird sich am vorhandenen Namen der Hypothese nichts mehr ändern. (Fama erhielt 2013 unter anderem für seine Forschungen zur EMH den Wirtschaftsnobelpreis.)

Was ist eine »neue Information« im Sinne der EMH?

Zurück zum Inhalt der EMH: Hier ist das Verständnis von »neue Informationen« von großer Bedeutung.

Neue, noch nicht eingepreiste Informationen sind solche, die noch nicht öffentlich bekannt sind, auch nicht als bloße Vermutung. Neue Informationen werden im Moment ihres Bekanntwerdens vom Kollektiv der Marktteilnehmer nicht erwartet und müssen daher, sobald sie bekannt werden, »Überraschungen« sein. Sie waren deswegen im Moment ihres Eintreffens/Bekanntwerdens also noch nicht eingepreist. Wenn sie erwartet worden wären, wären sie keine neuen Informationen, also schon bekannt und damit schon eingepreist.

Eine Information, die vor 50 Minuten eingetroffen ist, ist keine »neue« Information mehr, obwohl sie umgangssprachlich und in den Medien gewohnheitsmäßig noch für einige Zeit als »neue Information« bezeichnet wird. Eine Information im EMH-Kontext ist also nur »neu« im buchstäblichen Moment ihres Bekanntwerdens. Eine vor fünf Stunden bekannt gewordene Information ist jetzt eine bekannte (alte) Information, die wahrscheinlich schon eingepreist ist. In diesem Sinne können nur »alte Informationen« in der Gegenwart existieren.

Ereignisse, die voraussehbar, aber noch nicht tatsächlich geschehen sind, sind keine neuen Informationen, sondern bereits bekannte Informationen und damit ebenfalls schon eingepreist. Beispiel: Die amerikanische Regierung kündigt eine Absenkung der US-Körperschaftsteuer an (was die Unternehmensgewinne nach Steuern erhöhen würde), die erst in drei Jahren in Kraft treten wird. Der positive Effekt dieser Information im Aktienmarkt wird natürlich größtenteils im Moment der Ankündigung erfolgen, nicht erst im Moment des Vollzuges drei Jahre später. Realistischerweise wird der Effekt (die Einpreisung) sogar noch früher (allmählich) einsetzen, nämlich dann, wenn die ersten leisen Gerüchte über ein solches Gesetzesvorhaben durchsickern.

Mit dieser »EMH-Informationslogik« tut sich das menschliche Denken tendenziell schwer. >>>

Die anlegerspezifische Interpretation einer Information im Sinne einer Verarbeitung konstituiert eine Anlagestrategie, keine Information.

Die Relevanz von Insider Trading für die Informationseffizienz

Einer der wesentlichen Gründe dafür, dass es historisch leichter war als heute, den Markt auch über längere Zeiträume hinweg zu schlagen, dürfte in der vor ca. 2005 weltweit noch starken Verbreitung von Insider Trading liegen. Insider Trading liegen definitionsgemäß nicht-öffentliche Informationen zugrunde.

Durch Insider Trading erfolgt die Preisanpassung oft genug sogar schon vor der Veröffentlichung der betreffenden Informationen. Insider Trading ist in den USA zwar formal schon seit 1934 illegal, wurde aber faktisch erst ab Anfang der 1990er Jahre ernsthaft verfolgt und bestraft. Außerhalb der USA wurden Anti-Insider-Trading-Gesetze überwiegend erst Ende der 1980er-Jahre eingeführt und auch danach dauerte es noch Jahre, bis eine wirksame Strafverfolgung begann.

Die Random-Walk-Theorie

Ein wichtiger Aspekt der EMH ist die »Random-Walk-Theorie« (Zufallslauftheorie). »Random Walk« ist ein Begriff aus der allgemeinen Statistik, der bezogen auf die Börse den Verlauf von Aktienkursen im Zeitablauf beschreibt.

Gelegentlich begegnet man in Internetforen und in den Wirtschaftsmedien dem Irrglauben, das Random-Walk-Konzept sei von realitätsfernen Finanzprofessoren erfunden worden. Das ist nicht korrekt. Random-Walk-Verhalten von Daten existiert beispielsweise auch in Chemie und Physik.

Die Random-Walk-Theorie sagt aus, dass historische Kursverläufe keine Aussagen über künftige Kursverläufe zulassen. Tatsächlich lässt sich zeigen, dass der Verlauf von Aktienkursen – nach Berücksichtigung des normalen langfristigen Aufwärtstrends von real rund 0,023 % pro Trading-Tag für einen Standardwertindex – kein kurz- oder mittelfristiges Muster enthält, das nicht auch durch Zufall entstanden sein könnte.

Selbst Aktienexperten sind nicht in der Lage, Kursdiagramme, die per Zufallsgenerator mit einprogrammierter Aufwärtsdrift erzeugt wurden, zuverlässig von echten Kursdiagrammen zu unterscheiden.

Der Wertpapiermarkt hat also kein »Gedächtnis«. Die Kurse von gestern bedeuten kurz- und mittelfristig nichts für die Kurse von heute. Beispielsweise liegt die »Autokorrelation« der Tagesrenditen oder der Monatsrenditen breiter Aktienmarktindizes nahe bei null. Dasselbe gilt für die durchschnittliche Autokorrelation individueller Aktien. Es gibt somit statistisch fast keinen Zusammenhang zwischen der Rendite am Tag 1 oder im Monat 1 und der entsprechenden Rendite am Folgetag oder im Folgemonat.



*Daniel Kanzler und
Gerd Kommer (r.)*

gerd-kommer.de



Das Konzept der Arbitrage

Ein Kernelement zum Verständnis der EMH ist das Konzept der Arbitrage, das schnelle Eliminieren offensichtlicher Ertragschancen durch Marktteilnehmer, soweit diese Ertragschancen nicht auf Risiko (Unsicherheit) oder Arbitrage-Hindernisse zurückzuführen sind, z. B. gesetzliche Beschränkungen oder hohe Transaktionskosten oder Steuern.

Arbitrage ist definitionsgemäß risikolos. Transaktionen (Investments), die mit Risiko, auch moderatem Risiko einhergehen, sind keine Arbitrage, obwohl viele davon fehlerhaft von Journalisten, Finfluencern und Vertretern der Finanzbranche »Arbitrage« genannt werden. Da »Arbitrage/arbitrieren« besser klingt als »spekulieren«, »wetten«, »zocken« oder »investieren«, benutzen alle möglichen Leute in der Finanzbranche diesen Terminus bewusst oder unbewusst falsch.

Das Konzept der Arbitrage beruht auf dem »Gesetz des Preisausgleichs« (engl. »Law of One Price«). Es besagt, dass zwei Finanz-Assets (Vermögenswerte) mit dem gleichen erwarteten Risikograd und dem gleichen erwarteten Cashflow auch die gleiche erwartete Rendite haben müssen, andernfalls würde es sich lohnen, das Finanz-Asset A mit dem niedrigeren Preis zu kaufen und simultan das Finanz-Asset B zu einem höheren Preis (leer-)zu verkaufen. Soweit zwei identische Finanz-Assets in einem Markt tatsächlich unterschiedliche Preise haben, ist dieser Zustand (a) entweder nur temporär, bis er »wegarbitriert« ist, (b) sind die Transaktionskosten für Kauf und Verkauf genauso hoch wie oder

höher als die Preisunterschiede und verhindern so die Preisangleichung, (c) verhindern rechtliche, steuerliche oder marktstrukturelle Hemmnisse die Arbitrage oder (d) sind die relevanten Assets eben doch nicht hinreichend identisch.

Die Geschichte der Effizienzmarkthypothese

Die Wurzeln der EMH gehen auf die drei Franzosen Henri Lefèvre (1827–1885), Jules Regnault (1834–1894) und vor allem Louis Bachelier (1870–1946) zurück. Lefèvre und Regnault waren Wertpapierhändler, Bachelier akademischer Mathematiker. In neuerer Zeit haben die beiden amerikanischen Wirtschaftswissenschaftler und Nobelpreisträger Paul Samuelson (1915–2009) und vor allem Eugene Fama (geb. 1939) seit den 1960er-Jahren am meisten zur Weiterentwicklung der EMH beigetragen.

Unterschiedliche Grade von Informationseffizienz

Beim Verstehen und Interpretieren der EMH sollte man beachten, dass diese keine »vollkommene Informationseffizienz« beansprucht (eine »perfekte« oder »100%-Informationseffizienz«). Die »100%-Grenze« ist vielmehr lediglich als theoretischer Endpunkt eines Spektrums von »wenig informationseffizient bis hochgradig informationseffizient« formuliert worden. Deswegen kann eine von Gegnern der EMH bis heute immer noch merkwürdig oft vorgebrachte Aussage, wie »hier präsentieren wir Evidenz dafür, dass im Zeitraum soundso auf dem Wertpapiermarkt soundso keine perfekte Informationseffizienz geherrscht hat«, keine Widerlegung der EMH sein. Hier wird der EMH ein Anspruch X angedichtet, den sie gar nicht erhebt.

Auf jedem Markt besteht ein mehr oder weniger hoher Grad an Informationseffizienz. Am höchsten ist dieser Grad auf den Finanzmärkten. Auf »normalen« Märkten ist er geringer. Deswegen besteht dort eher die Möglichkeit, mit harter Arbeit, viel Zeitaufwand, Know-how, Rationalität und Cleverness einen finanziell ausbeutbaren Informationsvorsprung zu erzielen, sprich im Falle von Kauf »Schnäppchen« zu finden, im Falle von Verkauf »hohe, attraktive Margen« zu erzielen (»teurer verkaufen als die Konkurrenz«). Ein paar Beispiele für andere Märkte: Der Markt für Kartoffeln in Stuttgart, der Markt für Bergführungen am Mont Blanc in Chamonix, der Markt für IT-Beratung in den Niederlanden, der Markt für Gebrauchtwagen in Spanien, für Gewerbeimmobilien in Nordamerika, für Stradivari-Geigen weltweit und für nicht börsennotierte GmbH-Anteile an Gastro-

nomiebetrieben in Düsseldorf – in allen Fällen in einem bestimmten Zeitraum.

Missverständnisse zur EMH aufgrund gezielter Verfälschung

Ein beträchtlicher Teil der leider immer noch weit verbreiteten Missverständnisse über die EMH und der oft sachlich falschen Kritik an ihr rührt daher, dass ihr von Journalisten, Finfluencern, Vertretern der Finanzbranche oft aus Bösgläubigkeit und von manchen Privatanlegern aus Wissensmangel Aussagen oder Implikationen angedichtet werden, die gar nicht zu ihr gehören, darunter die folgenden:

- Die EMH sage aus, dass der Marktpreis stets der »richtige« oder »wahre« Preis sei. Falsch. Die EMH postuliert lediglich, der Marktpreis sei die beste Schätzung des richtigen Preises. Beste Schätzung heißt: Jede andere Schätzung ist statistisch mit einer geringeren Wahrscheinlichkeit richtig. »Beste Schätzung« im Kontext der EMH heißt ganz klar nicht »immer richtige Schätzung«. Mit anderen Worten: Auch der Markt kann und wird oft falschliegen, aber er liegt im langfristigen Mittel seltener falsch als die meisten individuellen Anleger.

- »Marktanomalien«, d. h. fehlgepreiste Wertpapiere, könne es gemäß EMH nicht geben. Falsch. Die EMH sagt nur aus, dass man aus diesen Mispricings keinen systematischen und risikolosen Vorteil schlagen kann. Ebenso wenig widerlegt die historische Existenz von Marktanomalien die EMH, obwohl das in der Finanzpresse und in Internetforen oft behauptet wird. Eine Widerlegung der EMH wäre dann gegeben, wenn Marktanomalien nach ihrer Entdeckung dauerhaft weiterbestünden. Bei Berücksichtigung von Risiko, Transaktionskosten und Steuern (und in einigen wenigen Fällen marktstrukturellen Arbitrage-Hemmnissen) ist das jedoch, wie akademische Studien zeigen, nicht der Fall.

- Die EMH behaupte, es sei unmöglich, den Markt zu schlagen. Falsch. Die EMH sagt nur, dass diejenigen, die den Markt in einem gegebenen Zeitfenster schlagen, dies aus Zufall tun und nicht im Vorhinein profitabel identifiziert werden können.

- Die Existenz von Outperformern wie Warren Buffett (Berkshire Hathaway) beweise, dass die EMH nicht stimmen könne – eine Abwandlung der vorherigen Falschbehauptung. Die sehr kleine Zahl der tatsächlichen (nicht nur vermeintlichen) Outperformer lässt sich recht problemlos mit

dem Wirken des Zufalls erklären. Daneben existieren noch drei andere überzeugende Argumente dafür, dass Buffett eben gerade keine Widerlegung der EMH darstellt. Erstens hat Buffett den US-Aktienmarkt in Gestalt des S&P 500 Index (die von ihm selbst vorgeschlagene Markt-Benchmark) seit etwa 2005, also seit über 20 Jahren, kumulativ nicht mehr geschlagen (Buffett setzte sich Ende 2025 zur Ruhe). Zweitens ist Buffett/Berkshire Hathaway sowieso kein Finanzinvestor, sondern ein Unternehmer, so wie Bill Gates, Elon Musk oder Klaus-Michael Kühne (der aktuell reichste Deutsche) Unternehmer sind. Die wirtschaftlichen Erfolge und Eigenkapitalrenditen aller sehr erfolgreichen Unternehmer übersteigen die Renditen erfolgreicher Finanzinvestoren generell um Größenordnungen. Warum das so ist, lässt sich leicht erklären, was hier aber aus Platzgründen unterbleibt.

- Die EMH sage aus, dass alle Marktteilnehmer immer rational agierten. Falsch. Die EMH macht zur Rationalität einzelner Marktteilnehmer keine Aussage, sondern nur zur Rationalität des Marktes als Ganzes. Dieser kann rational sein, wenn bereits eine kleine Minderheit rational agiert. Ein gegebener Anleger kann zum Zeitpunkt T1 rational agieren und zum Zeitpunkt T2 irrational agieren.
- Die EMH sage aus, dass alle Marktteilnehmer gleich gut informiert seien, sprich Informationen besäßen. Falsch. Selbstverständlich gibt es große Informationsunterschiede.
- Die EMH sage aus, es könne keine »Blasen« (»Bubbles«) oder »Übertreibungen« am Aktien- oder Anleihemarkt geben. Falsch. Die EMH sagt lediglich, dass Blasen nicht im Vorhinein ausreichend zuverlässig identifiziert werden können und wer Ex-ante-Blasen-Identifikation zur Strategie macht, wird damit nach Risiko, Kosten und Steuern mindestens genauso oft Geld verlieren wie gewinnen. Im Übrigen könnte man über die Bezeichnung »Blase« eine semiotische Dissertation schreiben, weil so gut wie jeder etwas anderes damit meint.
- Die EMH sage aus, dass man nicht von hohen oder niedrigen Bewertungen und – in Abhängigkeit von Bewertungen – hohen oder niedrigen »erwarteten Renditen« sprechen könne. Falsch.
- Die EMH sage aus, dass die erwarteten Renditen aller Anlageklassen risikoadjustiert (z.B. gemessen anhand der sog. Sharpe Ratio) identisch seien oder mindestens auf

lange Sicht identisch seien, und die Realität zeige ja klar, dass das nicht stimme. Die Falschbehauptung (»die EMH sagt, alle erwarteten risikoadjustierten Renditen seien gleich«) ist schon deswegen absurd, weil es keine einheitliche, allgemein akzeptierte Definition von Risiko und damit Risikoadjustierung gibt oder geben kann. Nicht nur existiert keine einheitliche Definition von Risiko, es gibt viele grundsätzlich verschiedene Typen von Risiko. Innerhalb der Anlageklasse Aktien zeigt die sogenannte »Faktor-Forschung« (Smart-Beta-Forschung), dass bestimmte Aktien-segmente höhere erwartete Renditen haben als andere. Interessant in diesem Zusammenhang: Eugene Fama, »der Vater der EMH«, hat zugleich auch bahnbrechende Beiträge zur Faktor-Forschung geleistet, also zu Forschungsergebnissen, die die EMH angeblich widerlegen.

- Die EMH sage aus, dass die Renditen am Aktienmarkt »normalverteilt« seien, also einer Gauß'schen Glockenkurve (einer bestimmten statistischen Wahrscheinlichkeitsverteilung) entsprechen. Falsch, die EMH setzt keine spezifische Wahrscheinlichkeitsverteilung voraus. Es war sogar Eugene Fama höchstpersönlich, der in seiner bahnbrechenden Dissertation zur EMH in den 1960er Jahren etwa zeitgleich mit dem US-Finanzprofessor Benoit Mandelbrot als erster darauf hinwies, dass Aktienrenditen gerade nicht normalverteilt seien, sondern ihre statistische Verteilung von sogenannten »Fat Tails« gekennzeichnet sei (extreme Werte kommen häufiger vor, als sie bei einer reinen Normalverteilung vorkommen würden).
- Manche Anti-EMH-Experten kritisieren die EMH sogar für Aussagen oder Schlussfolgerungen, die in Wirklichkeit zur ökonomischen »Theorie des vollkommenen Wettbewerbs« (engl. Perfect Competition) oder dem »Konzept der unsichtbaren Hand« von Adam Smith gehören. Beide Konzepte haben mit der EMH wenig bis nichts zu tun, außer dass sie auch wichtige marktbezogene Phänomene sind.
- Ein weiteres schwaches Argument gegen die EMH besagt, dass sie nicht mehr wirken würde, wenn alle Anleger passiv investierten (»passiv Investieren« bedeutet breit gestreut in wohldefinierte Anlageklassen auf Buy-and-Hold-Basis anlegen). Ja, das stimmt, ist aber aus mehreren Gründen irrelevant. Der wichtigste Grund: Es wird nie passieren, weil bei Annäherung an den Zustand »alle Anleger investieren passiv« ein Anreiz entstünde, nicht mehr passiv zu investieren. Je näher man an diesen Punkt käme, desto stärker und

offensichtlicher würde der Anreiz. Im Übrigen gilt dieser Mechanismus gleichermaßen für jede aktive Anlagestrategie: Soweit diese funktioniert (eine attraktive Rendite-Risikokombination erzeugt), kann sie das nur, solange sie nicht von allen Marktteilnehmern praktiziert wird. Oder andersherum: Umso mehr Marktteilnehmer sie praktizieren, desto schlechter wird sie funktionieren (performen).

Jede Anlagestrategie hat ein »Capacity Limit« oder im Finanz-Jargon verkürzt formuliert eine bestimmte »Capacity«, eine Volumengrenze, oberhalb derer sich ihre Ergebnisse, ihre Renditen allmählich verschlechtern werden. Da die Marktteilnehmer diese Volumengrenze bei der Annäherungen an die Grenze in Gestalt schlechterer Ergebnisse erkennen, wird die Grenze nicht dauerhaft überschritten werden – so wie die Nachfrage nach z. B. Mangos oder jedem anderen Gut normalerweise abnehmen wird, wenn der Preis immer weiter steigt.

Dass nicht alle Anleger passiv investieren, ist somit eine Grundbedingung für die Gültigkeit der EMH und für das Funktionieren von passivem Investieren, wie es auch eine Grundbedingung für jede Art von Investieren, einschließlich jede Art aktiv zu investieren, ist. Aber gerade diese Grundbedingung führt dazu, dass bei der Annäherung an die Volumengrenze immer mehr Anwender der Investmentstrategie »abspringen« und die Überschreitung der Grenze damit verhindern – ein bei genauer Überlegung letztlich trivialer und offensichtlicher Rückkoppelungsmechanismus oder Feedback Loop.

Keine aktive Investmentstrategie besitzt eine höhere Capacity als die Strategie, die auf der EMH basiert, nämlich passiv Investieren. Aber auch für passiv Investieren besteht ein Capacity Limit. Wie erwähnt ist dieses Limit in der Praxis jedoch faktisch irrelevant, da es niemals überschritten werden wird. Die Annäherung an die Grenze geschähe naturgemäß allmählich und ließe allen Anwendern genügend Zeit, sich umzuorientieren.

Das heute existierende Volumen echten passiven Investierens liegt weltweit deutlich unterhalb der geschätzten Capacity. Den noch immer niedrigen globalen Marktanteil von (korrekt definiertem) passivem Investieren haben wir in einem Beitrag Anfang 2023 berechnet. Dass passives Investieren über 50 Jahre nach seiner Erfindung Anfang der 1970er Jahre weiterhin komfortabel unter seiner Capacity-

Grenze liegt, lässt sich auch daran erkennen, dass es nach wie vor exzellent funktioniert. Gemessen an seinen empirischen Renditevorteilen vor aktivem Investieren hat die Leistung passiven Investierens in den letzten Jahren eher noch zugenommen.

»Capacity Limits« bestehen für fast alles, was Menschen tun

In diesem Zusammenhang mag es für unsere Leser interessant sein, sich zu vergegenwärtigen, dass die allermeisten Aktivitäten von Menschen – mit der Ausnahme von Atmen und rein geistigen Aktivitäten wie denken oder fühlen – überhaupt nicht oder jedenfalls sehr viel schlechter funktionieren, wenn alle Menschen diese Aktivitäten gleichzeitig ausüben. Das ist banal und in der Praxis führt es wegen des oben erwähnten Rückkoppelungsmechanismus selten zu Problemen.

Prüfen Sie unser Argument dennoch für einige Sekunden: Stellen Sie sich für einen Moment eine beliebige, nicht rein geistige Tätigkeit vor, die Sie an einem bestimmten Ort und zu einer bestimmten Zeit ausüben, z. B. »Urlaub in einem Städtchen an der Côte d'Azur in Südfrankreich machen« oder »Trainieren in Ihrem persönlichen Fitness-Club«. Dann fragen Sie sich, was passieren würde, wenn alle Menschen in ihrer Stadt, in ihrer Region, in ihrem Staat oder auf dieser Erde plötzlich das Gleiche täten. Fragen Sie sich dann, warum das bisher nie geschehen ist und auch nie geschehen wird. Die Antwort: Auch hier existieren – wie beim Investieren – Rückkoppelungsmechanismen, die das dauerhafte Überschreiten des Capacity Limits unwahrscheinlich machen.

Das schwierige Verhältnis der Finanzbranche und der Medien zur EMH

Wer sich intensiv mit der EMH beschäftigt, dem wird auffallen, dass in der Finanzbranche, einschließlich der Majorität aller Wirtschaftsjournalisten und Finfluencer, eine mehr oder weniger stark ausgeprägte Aversion gegen die EMH besteht. Diese lässt sich leicht erklären: mit Interessenkonflikten.

Die marktmäßige Nachfrage nach Fondsmanagern, Wertpapieranalysten, Finanzjournalisten und Finfluencern wird umso größer und ihre Gehälter umso höher sein, je mehr Marktteilnehmer an informationsineffiziente Märkte glauben. Umgekehrt: Je größer der Anteil der Anleger ist, die die EMH zur Grundlage ihres Investierens machen (also

an Informationseffizienz glauben), desto geringer ist diese Nachfrage und desto mehr der genannten Dienstleister können buchstäblich »nach Hause gehen«. Je mehr Marktteilnehmer die EMH zur Grundlage ihres Investierens machen, desto mehr Gebühreneinnahmen wird die Fonds- und Bankenbranche verlieren. Analoges gilt für die Umsätze der Finanzmedien. Deren kurzatmige, bei Berücksichtigung der Transaktionskosten, Steuereffekte und des Risikos häufiger falsche als richtigen Anlagetipps sind für passiv orientierte Buy-and-Hold-Anleger überflüssig.

Die weitere Evolution der Informationseffizienz

Der Grad der Informationseffizienz in den Finanzmärkten nimmt im Zeitablauf wohl immer weiter zu. Das bewirken die wissenschaftliche Finanzmarktforschung, der technische Fortschritt, einschließlich des Fortschritts in den Werkzeugen der Künstlichen Intelligenz (KI), der intensive Wettbewerb zwischen Investoren (Profi-Investoren und Privatanlegern), die absolut immer noch wachsende Zahl aktiver Anleger (obwohl der prozentuale Marktanteil passiven Investierens seit Jahren steigt) und die im Zeitablauf sich verschärfenden Regulierungen, einschließlich der immer strikteren Strafverfolgung von Insider Trading sowie der Intensivierung der Offenlegungsvorschriften für börsennotierte Unternehmen.

Insgesamt kann man wohl sagen, dass die Finanzmärkte zwar nicht vollkommen informationseffizient sind, aber jedenfalls ausreichend effizient, um aktives Investment-Management für Anleger (im Unterschied zur Finanzbranche) zu einem Verliererspiel und passives Investieren zum Gewinnerspiel zu machen.

Letztlich wird die Qualität einer Theorie daran gemessen, wie gut die Prognosen über die Zukunft sind, die sich aus der Theorie ableiten lassen. Gemessen an diesem Kriterium schneidet die EMH spektakulär gut ab, da keine andere Theorie die Leistungen und Ergebnisse der Marktteilnehmer (Renditen nach Kosten, Steuern und Risiko) besser erklärt und prognostiziert.

Einer kürzlichen akademischen Untersuchung von Peter Andre und anderen zufolge besteht der Hauptunterschied zwischen dem »mental Modell von Wertpapiermärkten« bei Privatanlegern und denjenigen von Personen, die berufsmäßig mit Wertpapieren zu tun haben, darin, dass erstere überwiegend glauben, neue Informationen werden

sehr, sehr langsam eingepreist und letztere, dass sie sehr schnell eingepreist werden. Dass institutionelle Anleger trotz dieses Wissens überwiegend aktiv investieren, dürfte sich daraus erklären, dass sie damit in sehr lukrativer Weise das falsche mentale Modell bei den meisten Privatanlegern in Gestalt hoher Gebühren ausbeuten. Smart!

Die EMH ist jedoch nicht das einzige Argument, auf dem die Überlegenheit passiven Investierens in der Praxis basiert. Auch die sogenannte »Arithmetic of Active Investing«, die der Wirtschaftsnobelpreisträger William Sharpe 1991 formulierte, sowie die Forschungsdisziplin Behavioral Finance (Verhaltensökonomik) haben hierzu weitere mächtige Argumente geliefert. Daniel Kahneman und Richard Thaler erhielten für ihre Beiträge zu Behavioral Economics den Wirtschaftsnobelpreis. Beide argumentierten, dass sich aus ihren Arbeiten über Anlegerirrationalitäten die Entscheidung für passives Investieren ableiten lasse. Selbst unter der optimistischen Annahme, dass Portfoliomanager existieren, die genug Können (Skill) besitzen, um den Markt systematisch zu schlagen, ist es unwahrscheinlich, dass Privatanleger davon profitieren, wie die Forscher Jonathan Berk und Richard Green 2004 in einem viel beachteten Aufsatz gezeigt haben.

Fazit: Die zentrale Aussage der EMH ist die, die wir am Beginn dieses Artikels formulierten: Allein mit öffentlichen Informationen ist es sehr unwahrscheinlich, den Markt, eine korrekt gewählte passive Benchmark systematisch nach Kosten, Risiko und Steuern zu schlagen. Wer es trotzdem versucht, wird diesen Versuch wahrscheinlich mit Unterrenditen bezahlen.

Die EMH ist eine einfache Hypothese oder Theorie, deren Hauptaussage oder -implikation jeder leicht verstehen kann – so wie die Hauptaussagen und Implikationen anderer umwälzender wissenschaftlicher Theorien, z. B. die Evolutionstheorie oder die Theorie der Gravitation. Für das konkrete Investieren von Privatanlegern – Vermögensaufbau und Vermögensschutz – existiert keine praxis relevantere finanzökonomische Theorie als die EMH.

Obwohl die EMH eine einfache Theorie ist und obwohl ihre Gültigkeit und Praxisrelevanz »unendlich oft« empirisch bestätigt wurde, wird sie von Vertretern der Finanzbranche immer wieder absichtlich falsch dargestellt. Das Motiv dahinter sind Interessenkonflikte. gerd-kommer.de

ifo Konjunkturumfragen:

Jedes vierte Unternehmen fürchtet um seine Wettbewerbsfähigkeit

Jedes vierte Unternehmen in Deutschland (25,4%) fürchtet, auf Märkten außerhalb der EU an Wettbewerbsfähigkeit zu verlieren. Die Wettbewerbsposition deutscher Industrieprodukte auf dem europäischen Markt verschlechtert sich nach Ansicht von 17% der Unternehmen. »Die deutsche Industrie kann auf den internationalen Märkten weiterhin keinen Boden gutmachen«, sagt Klaus Wohlrabe. »Gerade außerhalb Europas bleibt der Wettbewerbsdruck hoch.«

Zum Vergleich: Eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit außerhalb Europas sehen nur 5,2%, in Bezug auf die Konkurrenz innerhalb Europas sind es 6,3%. Besonders schwierig ist die Lage in der Automobilindustrie. Dort berichten 43,0% der Unternehmen von einer schlechteren Wettbewerbsposition auf Märkten außerhalb der EU. In der Metallerzeugung und -bearbeitung sind es 29,1%, in der chemischen Industrie 26,0% und im Maschinenbau 25,5%. Auch bei den Herstellern von Metallerzeugnissen (25,3%) und elektrischen Ausrüstungen (24,5%) sieht rund jedes vierte Unternehmen seine Wettbewerbsposition auf den internationalen Märkten geschwächt.

>> Hier weiterlesen: www.ifo.de

Elektrizität und Infrastruktur
als langfristige Investmentchancen:

KI braucht Strom – US-Versorger rücken in den Fokus der Anleger

Mit dem rasanten Ausbau von KI-Rechenzentren rückt eine Branche in den Fokus, die bislang eher für Stabilität und Dividenden als für Wachstum stand: die amerikanischen Stromversorger. Der Grund: KI benötigt Rechenleistung – und dafür enorme Mengen an Elektrizität. Für neue Rechenzentren müssen Stromerzeugung, Übertragungsnetze und regionale Infrastruktur massiv ausgebaut werden. Dass die Kurse einiger US-Versorger zuletzt zurückgegangen sind, zeigt allerdings, dass diese Wachstumsstory zunehmend kritisch hinterfragt wird. Anleger fragen sich, ob die angekündigten Rechenzentren tatsächlich alle realisiert werden – und wer die dafür notwendigen Milliardeninvestitionen finanziert.

Oliver Grass, Portfoliomanager der Fürst Fugger Privatbank: »Die Kapitalmärkte beginnen, stärker zwischen langfristig gesicherter zusätzlicher Nachfrage und möglicherweise zu optimistischen Projektankündigungen zu unterscheiden. Gerade diese Neubewertung kann für langfristige Anleger interessant sein.« Die strukturelle Entwicklung bleibe nämlich grundsätzlich intakt: Der Ausbau von KI, Cloud-Infrastruktur und Rechenzentren dürfte den amerikanischen Strombedarf über Jahre erhöhen.

Eine alte Börsenweisheit rät dazu, beim Goldrausch nicht in die Goldgräber zu investieren, sondern in Schaufeln. Im

KI-Goldrausch könnten Strom und Stromnetze diese »Schaufeln« sein. Für Anleger eröffne sich damit eine interessante Alternative zur direkten Investition in hoch bewertete Technologiewerte, sagt Grass: »Statt darauf wetten zu müssen, welcher Chipproduzent, welches KI-Modell oder welcher Hyperscaler langfristig gewinnt, lässt sich in einen grundlegenden Engpassfaktor der digitalen Wirtschaft investieren: Elektrizität und die Infrastruktur, die sie zu den Rechenzentren transportiert.«

Andreas Pischetsrieder,
Fürst Fugger Privatbank

www.fuggerbank.de



US-Versorger könnten zu den wichtigen Profiteuren der nächsten Phase des KI-Investitionszyklus gehören. Die jüngsten Kursrückgänge würden langfristig orientierten Anlegern interessante Einstiegsmöglichkeiten eröffnen. Denn eines sei vergleichsweise sicher, betont Oliver Grass: »Der Strombedarf der digitalen Wirtschaft wird weiter wachsen. Für ein breit diversifiziertes Aktienportfolio können ausgewählte US-Versorger deshalb eine sinnvolle Beimischung darstellen.« Nicht übersehen werden sollte dabei allerdings, dass auch Versorgeraktien inzwischen teilweise mit einer »KI-Prämie« bewertet würden. Sie könnten daher empfindlich auf enttäuschte Wachstums-erwartungen reagieren. □

Kostolany Börsenseminar:

Fitnesskur für wissensdurstige Anleger

Bereits seit 1974 vermitteln André Kostolany und Gottfried Heller auf einer Vielzahl von Seminaren FIDUKA-Kunden und interessierten Investoren das notwendige Handwerkszeug für eine erfolgreiche Geldanlage und bezogen Stellung zu aktuellen Themen aus der Finanzwelt.

Das aktuelle Programm in diesem Jahr: Geopolitische Spannungen im Nahen Osten und stark gestiegene Energiepreise lassen die Inflationssorgen wieder aufleben. Obwohl die Notenbanken mit Zinserhöhungen reagieren, zeigen sich die Aktienmärkte – getrieben von robusten Unternehmensgewinnen – in guter Verfassung.

Auf dem diesjährigen Börsenseminar werfen wir einen Ausblick auf das Börsenjahr 2027 und beleuchten, wie Sie sich in diesem komplexen Umfeld optimal positionieren. Zudem zeigen wir praxisnah, wie Sie mit dem neuen

Altersvorsorgedepot Vermögen aufbauen und dieses im Alter in ein verlässliches Einkommen umwandeln können.

Während die Künstliche Intelligenz bereits heute die Geschäftsmodelle selbst großer Konzerne infrage stellt, kündigt sich mit humanoiden Robotern schon die nächste industrielle Revolution an. Wir präsentieren Ihnen erfolgreiche Strategien zur Aktienselektion im Zeitalter dieses rasanten technologischen Wandels.

Als besonderen Höhepunkt begrüßen wir unseren Gastreferenten, den China-Experten Prof. Dr. Sebastian Heilmann, der die geökonomischen Verwerfungen zwischen China, den USA und Europa einordnet.

***Das nächste Börsenseminar findet
am 24. Oktober 2026 im Leonardo Royal Hotel,
Moosacher Straße 90, 80809 München statt.
Moderation: Andreas Franik***

Seminarprogramm und Anmeldemöglichkeiten >>

Qualität, Schnelligkeit und Flexibilität sind im B2B-Geschäft keine Optionen, sondern Grundvoraussetzungen. Genau aus diesem Grund setzt Kastner auf absolute High-End-Technologie: Die Heidelberg Speedmaster XL 106 ist das verlässliche Herzstück der Produktion. Als eine der intelligentesten Druckmaschinen der Welt kombiniert dieses Kraftpaket wegweisende KI-Technologie mit kompromissloser Performance. Ob hochpräziser Etikettendruck, komplexe Verpackungen oder edle Akzidenzen – mit 9 Farben, integriertem Lackwerk und einer Geschwindigkeit von bis zu 18.000 Bogen pro Stunde sind den kreativen und technischen Möglichkeiten keine Grenzen gesetzt. Das bedeutet für künftige Projekte: noch mehr Flexibilität bei Großformaten (bis zu 106 x 75 cm), unschlagbare Effizienz bei engen Deadlines und eine Druckqualität, die Maßstäbe setzt. Bereit für Druckergebnisse auf Champions-League-Niveau? [Kastner.de](https://www.kastner.de) macht es möglich.



KASTNER

Anzeige

Der Klimawandel als Konjunkturfaktor

Dr. Felix Schmidt, Berenberg

Hitzewelle als Wirtschaftsbremse

In diesem Jahr macht sich der Klimawandel in Europa besonders stark bemerkbar. Heftige Waldbrände in Südeuropa, eine Hitzewelle in Deutschland sowie erwärmte Flüsse und Pegeltiefstände bestimmten zuletzt die Schlagzeilen. Auch die Wirtschaft bleibt von diesen immer häufiger auftretenden Wetterextremen nicht unbeeindruckt. Eine gerade erschienene Studie von Prognos beziffert die Kosten der Hitzewelle in den letzten beiden Juniwochen für die deutsche Wirtschaft auf 6,3 Milliarden Euro. Bemerkenswerte 97 % dieser Summe werden auf direkte Produktivitätsverluste zurückgeführt: Die Menschen müssen häufiger Pausen machen, arbeiten langsamer oder unkonzentrierter. Die Hitze macht insbesondere körperliche Arbeit in der direkten Sonne nahezu unmöglich. Auch Arbeitsstellen, die ohnehin hohen Temperaturen ausgesetzt sind, wie beispielsweise Hochöfen, müssen ihre Produktion drosseln.

Es ist jedoch gut möglich, dass ein Teil dieser liegen gebliebenen Arbeit im Anschluss nachgeholt wird, sodass es sich hierbei primär um eine temporäre Wertschöpfungsdelle handelt. Neben den Produktionseinbußen führt die Hitzewelle auch zu einer Verschiebung der Konsummuster: Während beispielsweise ungekühlte Restaurants und Geschäfte gemieden werden, verzeichnen Online-Händler sowie Schwimmbäder und Seen regen Zulauf. Ähnlich wie bei der Produktion werden aber auch hier viele Aktivitäten lediglich verschoben und später nachgeholt.

Trockenheit gräbt der Konjunktur das Wasser ab

Der heiße Sommer belastet die Konjunktur derzeit jedoch auch an einer ganz anderen Stelle. Aufgrund der anhaltenden Trockenheit sinken die Pegelstände der Flüsse in ganz Europa. Die Lage ist derzeit besonders kritisch am Rhein, einer der meistbefahrenen Binnenwasserstraßen weltweit. An der strategisch wichtigen Engstelle Kaub nahe Koblenz fiel der Pegel zuletzt auf 29 Zentimeter. Damit liegt er nur noch minimal über dem Allzeittief von 25 Zentimetern aus dem Jahr 2018. Die Folge: Frachtschiffe können den Strom nicht mehr vollbeladen befahren und müssen ihre Güter auf mehrere Schiffe verteilen, was die Transportkapazitäten

drastisch verknappt und die Kosten erhöht. Eine solche ausgeprägte Niedrigwasserphase im Spätsommer und Herbst kann das deutsche Wirtschaftswachstum im betroffenen Quartal um 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte dämpfen. Ähnlich wie bei den hitzebedingten Arbeitsausfällen sind diese Wachstumsverluste in der Regel jedoch nicht dauerhaft. Sobald die Pegelstände im Spätherbst und Winter wieder steigen, setzen spürbare Nachholeffekte ein, welche die entgangene Wirtschaftsleistung in den Folgequartalen meist wieder kompensieren.

Dr. Felix Schmidt,
Leitender Volkswirt bei Berenberg

www.berenberg.de



Energienachfrage steigt, Angebot sinkt

Parallel zu den Transportwegen gerät durch die Hitze auch die Energieversorgung unter Druck, was sich unmittelbar bei den Strom- und Gaspreisen bemerkbar macht. Während die Stromnachfrage in ganz Europa aufgrund des vermehrten Einsatzes von Klimaanlage sprunghaft ansteigt, führt die Hitze gleichzeitig dazu, dass sich das Wasser in den Flüssen stark erwärmt. Da dieses Wasser zur Kühlung benötigt wird, müssen Kernkraftwerke – beispielsweise in Frankreich, Ungarn und der Schweiz – ihre Leistung drosseln oder temporär ganz vom Netz gehen. Zur Kompensation dieses Defizits müssen kurzfristig teure Gaskraftwerke hochgefahren werden. Dies treibt die Gaspreise weiter in die Höhe und belastet sowohl private Konsumenten als auch die ohnehin geforderte Industrie zusätzlich. Solaranlagen können bei Sonnenschein zwar die Lücke bei der Energieerzeugung ein Stück weit ausgleichen, doch bei extremen Temperaturen sinkt auch hier die Effizienz spürbar, da die physikalische Leistungsfähigkeit der Solarmodule durch enorme Hitze abnimmt.

Strukturelle Risiken: Wenn Extremwetter zur dauerhaften Bedrohung wird

Abseits dieser temporären Effekte bringt der Klimawandel jedoch auch tiefgreifende, strukturelle Veränderungen mit sich, welche die Wirtschaft langfristig belasten. Insbesondere die Landwirtschaft leidet dauerhaft unter den unberechenbaren Wetterkapriolen und den damit verbun-

denen Ernteaussfällen. Den Kulturen setzen dabei nicht nur Dürrephasen, sondern auch schwere Unwetter zu: So zerstörte heftiger Hagel im Juli in der Südpfalz bei einigen Weingütern bis zu 80 Prozent der Reben. In Deutschland trägt die Landwirtschaft zwar nur knapp ein Prozent zum Bruttoinlandsprodukt bei. In Entwicklungsländern, in denen der Sektor häufig ein Drittel oder ein Viertel der Wirtschaftsleistung ausmacht, können wetterbedingte Ernteaussfälle hingegen verheerende Folgen haben.

Der Klimawandel bedroht aber nicht nur die Landwirtschaft, sondern greift auch die Infrastruktur an. Während der Asphalt auf den Straßen aufbricht und tiefe Schlaglöcher bildet, verformen sich im Schienenverkehr unter der extremen Temperatureinwirkung die Gleise. Die Trockenheit erhöht zudem das Risiko für Waldbrände. Die aktuellen Brände in Südeuropa führen uns vor Augen, wie schnell es hier auch zu einer Gefahr für Leib und Leben kommen kann. Zudem werden wertvolle Waldbestände und Infrastruktur vernichtet, während die Brandbekämpfung enorme Kosten verursacht. Entscheidend dafür, wie groß der Effekt auf die Konjunktur ist, ist jedoch, ob wichtige Wirtschaftszweige durch die Brände bedroht werden. Im Jahr 2016 wurde beispielsweise die kanadische Öllindustrie durch die damaligen Brände teilweise lahmgelegt.

Aber nicht nur Hitze und Brände setzen der Infrastruktur zu, auch Niederschläge können verheerende Schäden verursachen. Dies wurde in Deutschland am deutlichsten bei der Flutkatastrophe im Ahrtal im Juli 2021 sichtbar, die nicht nur unfassbares menschliches Leid mit sich brachte, sondern auch das materiell schadensträchtigste

einzelne Extremwetterereignis in Deutschland seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs war. Laut Wirtschaftsministerium verursachte die Flut Schäden von mindestens 40 Milliarden Euro. Aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht können solche Katastrophen ironischerweise sogar das Bruttoinlandsprodukt steigern, da der Wiederaufbau die Wirtschaftstätigkeit ankurbelt. Die Lektion, dass solche Unglücke zukünftig verhindert werden müssen, ändert sich dadurch jedoch nicht.

Investitionen in die Klimaresilienz werden stark an Bedeutung gewinnen

In Zukunft wird es daher verstärkt darum gehen, die menschlichen und wirtschaftlichen Schäden durch den Klimawandel so gering wie möglich zu halten. Die Stärkung dieser Resilienz wird enorme Summen verschlingen. Auch hier werden die nötigen Investitionen die wirtschaftliche Aktivität beleben. Es handelt sich jedoch um Geld, das man eigentlich lieber für Wachstum als für die Schadensbegrenzung ausgeben würde. Es wird daher auch darum gehen, bei neuen Investitionen die Klimaresilienz gleich mitzudenken. Das gilt insbesondere auch für das von der Bundesregierung auf den Weg gebrachte Sondervermögen von 500 Milliarden Euro, das in den nächsten 12 Jahren in die deutsche Infrastruktur fließen soll. Dieses Geld muss bereits jetzt eingesetzt werden, um die deutsche Wirtschaft für den Klimawandel zu rüsten.

Der »Berenberg Catch Up« erscheint monatlich und gibt mithilfe wiederkehrender Abbildungen und Daten einen strukturierten Überblick über die aktuellen volkswirtschaftlichen Entwicklungen.

www.berenberg.de



EXA Energie

Für Firmen gemacht



» Optimieren Sie mit uns Ihre Energie-Beschaffung«

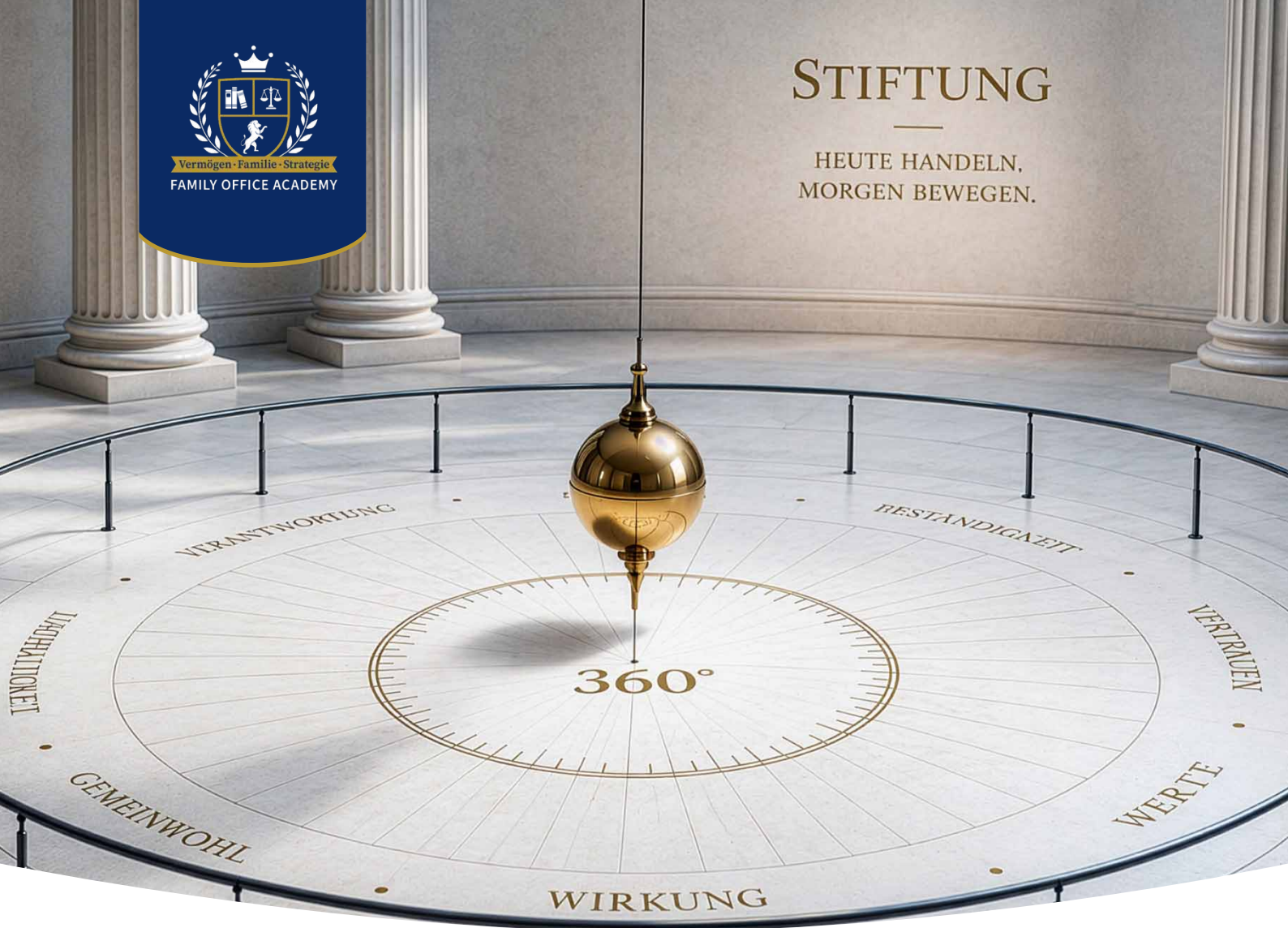
www.exa-energie.de

ANZEIGE



STIFTUNG

HEUTE HANDELN,
MORGEN BEWEGEN.



EIN INTERDISZIPLINÄRES INTENSIVFORMAT

360° TAG

Der **360° Tag** mit dem Schwerpunkt **Stiftungen** bündelt an einem kompakten Tag, was in der Beratungspraxis fast immer getrennt verhandelt wird: Stiftungsrecht, Steuern, Governance und jurisdiktionsübergreifende Strukturen – interdisziplinär, im Closed Circle, an genau den Schnittstellen, an denen die größten Fehler entstehen.

25. SEPTEMBER 2026

BACHMAIR WEISSACH, KREUTH AM TEGERNSEE



Direkt online anmelden unter www.foa-institut.de/events/360-tag oder unkompliziert via E-Mail an info@foa-institut.de.

Die Zahl der Teilnehmenden ist begrenzt.
Wir bitten bei Interesse um zeitnahe Anmeldung.

Jackson Hole: Gibt Warsh den Bondmärkten eine Beruhigungsspielle?

Von Robert Greil, Merck Finck

Wenn Kevin Warsh am Freitag in Jackson Hole spricht, geht es um mehr als den Zinspfad der Fed. Der neue Chef der US-Notenbank muss vor allem erklären, wie unabhängig, berechenbar und entschlossen die US-Notenbank in einem Umfeld agieren will, in dem die Inflation hartnäckig bleibt und die Staatsverschuldung hoch ist und immer weiter steigt. Dieser Cocktail wird noch verschärft durch die Unruhe der Anleihemärkte und die umstrittenen Gegenmaßnahmen des US-Finanzministers. Für Anleger könnte die Rede von Warsh zum wichtigsten Markttest vor dem Herbst werden.

Besonders groß ist die Spannung, weil Warsh die Fed-Kommunikation bisher mit deutlich weniger Forward Guidance betrieben hat als seine Vorgänger. Gerade in der aktuellen Lage kann zu viel Unschärfe zum Problem werden. Die Bondmärkte sind nervös, die langfristigen US-Renditen sind stark gestiegen, und der jüngste Eingriff der US-Regierung in den Treasury-Markt verlangt nach einer Einordnung der Fed.

Das Finanzministerium tut, was früher die Notenbank tat

Denn die von Finanzminister Scott Bessent verlautbarte Operation entspricht im Kern der früheren »Operation Twist« der Fed höchstselbst. Das Finanzministerium versucht, über Anleihekäufe am langen Ende Druck von den Renditen zu nehmen. Früher war ein solcher Eingriff in die Zinsstrukturkurve klassisch Sache der Fed. Genau deshalb wird Warsh in Jackson Hole auch erklären müssen, wie er das Zusammenspiel von Geldpolitik, Fiskalpolitik und Marktinterventionen künftig sieht.

Hinsichtlich des weiteren Leitzinspfades sollten die Märkte nicht mit allzu vielen Hinweisen von Warsh rechnen. Er dürfte sich eher auf das große Bild konzentrieren und möglicherweise einen ersten Einblick in die Arbeit der von ihm gerufenen fünf Task Forces zu unterschiedlichen Feldern der Zentralbankarbeit geben.

Anders als die Märkte erwarten wir keinen Zinsschritt vor den Midterms

Die Märkte haben sich derweil ihre Zinsmeinung gebildet:

Gemessen an den Fed Funds Futures preisen sie eine deutliche Wahrscheinlichkeit für eine Leitzinsanhebung bis Oktober ein. Wir rechnen vor den US-Zwischenwahlen, den »Midterms« dagegen mit keinem Zinsschritt der Fed. Ein solcher Schritt würde der ohnehin stark unter Verschuldungsdruck stehenden US-Regierung und den Interessen der Trump-Administration klar zuwiderlaufen. Diesen frühen Bruch mit dem Präsidenten dürfte Warsh in seiner noch jungen Amtszeit zu verhindern versuchen.

Robert Greil ist Chefstrategie
bei der Privatbank Merck Finck,
die zureuropaweit agierenden
Quintet Private Bank gehört

© Merck Finck

www.merckfinck.de



Das bedeutet allerdings nicht, dass die Fed das Inflationsrisiko und auch den US-Arbeitsmarkt ignorieren kann. Sollte sich bei den Energiepreisen bis Jahresende keine Entspannung zeigen, insbesondere vor dem Hintergrund des Iran-Kriegs bliebe ein Zinsschritt nach oben im Dezember aus unserer Sicht sehr wahrscheinlich.

Fed-Chef muss mehrere Drahtseilakte bewältigen

Der Fed-Chef hat also mehrere Drahtseilakte zu bewältigen. Genau deshalb ist Jackson Hole so wichtig. Warsh kann die Märkte mit einer überzeugenden Rede beruhigen. Er kann sie mit anhaltend nebulöser Kommunikation aber auch noch weiter verunsichern. Das wäre riskant, denn an den Bondmärkten rumort es bereits deutlich. Die Renditen langlaufender US-Staatsanleihen liegen so hoch wie seit fast zwei Jahrzehnten nicht mehr.

Aus unserer Sicht fällt die Entscheidung über die weitere Entwicklung von Wall Street und anderen Aktienmärkten in diesem Herbst am Bondmarkt. Denn dort laufen derzeit die Folgen der wichtigsten Marktrisiken zusammen: kriegsbedingt steigende Staatsverschuldung, immer größere Anleiheemissionen der KI-Riesen, höhere Ölpreise und damit neue Inflationsrisiken sowie der künftige Kurs der Fed. Deshalb ist Jackson Hole in diesem Jahr noch weniger als sonst ein reines Notenbankertreffen. Es ist vielmehr ein Glaubwürdigkeitstest für die Fed und ein Stresstest für die Bondmärkte. □

BERENBERG – Märkte Monitor:

Neuemissionsflut dürfte zur Staatsanleihen-Misere beigetragen haben

Der Rücksetzer bei US-Staatsanleihen dominierte zuletzt die Marktschlagzeilen. So überschritten 30-jährige US-Zinsen letzte Woche die Marke von 5,30 % – zum ersten Mal seit 2007. Hinter der Schwäche der Staatspapiere steht eine Reihe von Faktoren: Eine brummende Konjunktur, wachsende Staatsschulden und eine Flut von Neuemissionen lasten allesamt auf den Staatsanleihen, die wir schon seit längerer Zeit unterhalb unserer Benchmarkquote halten. Auch die weiterhin festgefahrene Lage am Golf dürfte ihren Teil zum jüngsten Anleiherücksetzer beigetragen haben. Obwohl größere Kampfhandlungen ausbleiben, gab der weiterhin stark reduzierte Schiffsverkehr durch die Straße von Hormus Ölpreisen (und damit den Inflationserwartungen) zuletzt wieder Auftrieb. Unbeeindruckt von der Misere an den Rentenmärkten zeigten sich hingegen die Aktienmärkte, die von einer der besten Berichtssaisons der letzten 20 Jahre sowie starken konjunkturellen Frühindikatoren gestützt werden. Mit Blick auf die robuste Datenlage fühlen wir uns in unserem Aktienübergewicht weiterhin wohl, haben unsere Allokation aber zuletzt mit Blick auf die schwächer werdende Saisonalität zulasten von Edelmetallen geringfügig reduziert.

Nachdem die Q2-Berichtssaison langsam, aber sicher ausklingt, rücken zuletzt wieder die Konjunktur, Geldpolitik und insbesondere der Anleihemarkt in den Fokus der Anleger. Mit Blick auf einen vollen Makro-Kalender dürfte sich daran nächste Woche auch wenig ändern. Diese Woche ist das Jackson-Hole-Notenbanktreffen – allen voran Kevin Warshs Rede am Freitag wird mit Spannung verfolgt. Die Einschätzungen des Chef-Währungshüters der USA dürften, neben den Arbeitsmarktdaten (Aug) am Freitag nächste Woche, richtungsweisend für die Zinsentscheidung der Federal Reserve Mitte September sein. Die europäischen Zinsmärkte dürften sich hingegen auf die Veröffentlichung der vorläufigen EU-Inflationsdaten (Aug) fokussieren. Dies ist der letzte Inflationsdatensatz, den die EZB-Währungshüter vor ihrer Zinsentscheidung am 10. September erhalten werden. Für die Aktienmärkte, insbesondere das Halbleitersegment und die KI-nahen Sektoren, dürfte hingegen die Veröffentlichung des Q2-Geschäftsberichts von Nvidia im Vordergrund stehen.

>> Weiterlesen (PDF): www.berenberg.de



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

Wie groß ist die Gefahr einer Schuldenkrise in den USA?

Von Robert Halver,
Leiter Kapitalmarktanalyse, Baader Bank AG

Aktuell wollen sich Zinsanleger nicht mehr mit den lange von der Fed künstlich gedrückten Zinsen zufriedengeben. Sie fordern Renditen, die zur Realität der überschuldeten USA passen. Ist damit der langjährige Burgfrieden an den Zinsmärkten beendet, der zu Schmerzen in der ganzen Finanzwelt führen würde?



Robert Halver,
Leiter der Kapitalmarktanalyse
der Baader Bank AG

www.baaderbank.de

Nichts in der Finanzwelt ist schockierender als die Schulden-Realität

Als Ronald Reagan am 20. Januar 1981 das Amt des Präsidenten übernahm, lag die US-Staatsverschuldung unter einer Billion, das Haushaltsdefizit bei knapp 80 Mrd. US-Dollar, die Zinszahlungen im Gesamtjahr bei 95 Mrd. und der Anteil der Verschuldung an der Wirtschaftsleistung bei 32 Prozent. Schon damals sprach man vom überschuldeten Amerika. Peanuts! Bei über 40 Bill. liegt die Staatsverschuldung heute. In den letzten 10 Jahren hat sie sich verdoppelt. Und von 39 auf 40 Bill. brauchte es nur fünf Monate. Das Haushaltsdefizit 2026 wird bei etwa zwei Bill., die Zinszahlungen bei knapp 1,4 Bill. bzw. bei 3,7 Mrd. pro Tag und die Defizitquote bei ungefähr 125 Prozent liegen.

Ist Besserung in Sicht? Ja, wenn alle Streuobstwiesen unkrautfrei werden. Nein, US-Haushaltsexperten erwarten 2031/2032 rund 50 Bill. und 2045 100 Bill.

Zur Ehrenrettung Amerikas ist zwar zu sagen, dass der dramatische Schuldenaufbau auch Steuersenkungen und Zukunftsinvestitionen zugutekam, was das Wirtschaftswachstum antrieb und der Verschuldungsquote entgegenwirkte. Doch muss festgehalten werden, dass jede US-Regierung die Schuldenvöllerei in guten Zeiten nicht konsequent durch Einsparungen wieder kompensierte. Es wäre bei Wählern nicht gut angekommen.

Grund für Häme gegenüber Amerika besteht aber nicht. Auch andere Länder haben ihre schönen Stabilitäts- längst durch Schmuddelkleider ersetzt. So bewegt sich das frühere Stabilitäts-Musterland Deutschland auf 80 Prozent Schuldenquote zu. Das ist im internationalen Vergleich immer noch ordentlich. Wenn aber die Wirtschaft weiter unterdurchschnittlich oder gar nicht wächst, fehlen die Mittel für den Schuldendienst. Dann ist auch unser Triple-A-Rating irgendwann in Gefahr. Insgesamt, laut Institute of International Finance (IIF), belaufen sich die Schulden aller Staaten, Unternehmen und privaten Haushalte weltweit aktuell auf rund 353 Bill. US-Dollar. D.h., wenn im Durchschnitt aller Kredite die Zinsen auch nur um einen Prozentpunkt steigen würden, erhöht dies die jährliche Zinslast um 3,5 Bill. US-Dollar.

Murphys Law an den Zinsmärkten

Wenn man von Schulden spricht, muss man auch von Zinsen sprechen. Beides gehört zusammen wie Pech und Schwefel. Solange Zinsen niedrig sind – im besten Fall nahe null wie zur Zeit der Corona-Pandemie – sind Schulden fast ohne Nebenwirkungen. Ohnehin hat Amerika einen riesigen Vorteil. Da der US-Dollar die globale Reserve-, Handels- und Rohstoffwährung ist, gibt es weltweit eine automatische Nachfrage nach US-Staatsanleihen, so dass man sich üppig und günstig refinanzieren kann. Lange war auch Japan eine starke Liquiditätsmaschine für US-Staatspapiere. Japans Renditen waren extrem niedrig und der Yen schwach, so dass es sich lohnte, Geld im goldenen Westen anzulegen. Nicht zuletzt stand immer die US-Notenbank bereit, wenn wie 2008 bei der Finanzkrise oder während der Pandemie heftige Konjunktur- und Finanzkrisen drohten. Mit Anleihekäufen und Zinsdrückungen wurde die zur Krisenabwehr massive Verschuldung von zwei Seiten in die Zange genommen und die Schuldentragfähigkeit sichergestellt. Happy Hour pur! Zum Schwur kommt es aber, wenn sich die Rahmenbedingungen in toto verschlechtern.

Zunächst ist der Iran-Konflikt mit Auswirkungen auf die Energievertteuerung alles andere als vorbei, s. der amerikanische »Economic D-Day«. Sowieso verharret die Inflation oberhalb des Zielwerts der Fed, so dass Investoren höhere Risikoaufschläge verlangen. Es schwächt sich aber auch der japanische »Golfstrom« Richtung USA ab. Japan bietet jetzt selbst attraktive Zinsen. Und eine fortgesetzte Yen-Abschwächung zur Eindämmung der importierten Inflation ist ebenso unerwünscht. Gleichzeitig nimmt die Neigung

anderer Länder ab, Reserven in US-Papieren zu halten. Denn zunächst wird immer mehr deren Bonität hinterfragt. Die allgemeine Reputation Amerikas hat durch so manches Husarenstück aus dem Weißen Haus ohnehin gelitten. Ein politisches Risiko sind auch die US-Zwischenwahlen im November. Sollten die Demokraten zumindest das Repräsentantenhaus gewinnen, könnte amerikanische Regierungspolitik noch chaotischer werden. Wer im Glashaus sitzt und das Geld anderer Leute braucht, sollte nicht mit Steinen werfen. Erschwerend kommt ein renditetreibender Verdrängungswettbewerb hinzu. Über eine außergewöhnlich hohe Emissionstätigkeit von Unternehmen, insbesondere zur Finanzierung von KI, konkurrieren Unternehmens- mit Staatsanleihen. Tatsächlich sind die Auktionen von US-Bonds zuletzt sehr schleppend verlaufen.

Selbst die Fed scheint ihr Rettungssyndrom abschwächen zu wollen. Kevin Warsh will das Abschmelzen von Anleihen aus der Notenbankbilanz verstärkt fortsetzen. Vor diesem Gesamthintergrund verlangen Anleger eine höhere Entschädigung, wenn sie Amerika Kapital leihen. Die Renditen langfristiger US-Staatsanleihen sind seit Juni deutlich angestiegen und haben bei 30-jährigen Laufzeiten Niveaus erreicht, die zuletzt Anfang der 2000er-Jahre zu sehen waren. Damit erhöhen sich ebenso die Kreditzinsen der gesamten US-Volkswirtschaft, nicht zuletzt die so wichtigen Bauzinsen.

Die US-Regierung bekämpft nur Symptome, aber nicht die Ursache

In der Folge verschlechtert sich die Schuldentragfähigkeit der USA, was das US-Finanzministerium fürchtet wie der Teufel das Weihwasser. Daher will es sich bis Ende Herbst kurzfristig verschulden, um gezielt langlaufende Staatsanleihen aufzukaufen. Das Signal, dass die Regierung zu hohe Anleiherenditen verhindern will, führte zu entsprechend positiven Marktreaktionen.

Vorübergehende Symptombehandlung ist aber keine seriöse Ursachenbekämpfung durch die Regierung, die immer noch meint, Zolleinnahmen wären die langfristige Lösung. Sie sind aber nur ein Tropfen auf den heißen Schuldenstein. Viele Marktteilnehmer befürchten fiskalische Dominanz: Sollten diese manipulativen Umschuldungsaktionen der Regierung regelmäßig angewendet werden, könnte der Eindruck aufkommen, dass die Fed diese durch Zinserhöhungsverzicht abzusichern hat. Dann drohte ein massiver

Vertrauensverlust in die Unabhängigkeit der Fed, in den US-Dollar und die US-Finanzmärkte.

Wenn du denkst, es geht nicht mehr, kommt von der Fed ein Lichtlein her

Unabhängig von einer seriösen und nachhaltigen US-Schuldenpolitik, die nicht zu erwarten ist, bleibt die Geldpolitik gefragt. Sie ist als unabhängige Instanz weniger befangen und hat ohnehin langjährige Übung in der Rettung der Finanzwelt. Im Moment gibt sie sicherlich in ihrer Zinspolitik ein unklares Bild ab. Unter Kevin Warsh sucht sie noch die Balance zwischen Stabilitätsanspruch und pragmatischem Eingreifen. Wenn die Refinanzierungsprobleme Amerikas jedoch zu groß werden, wird sie sich aber erneut, auch durch eine wieder offensivere Kaufpraxis von Anleihen, als letzten Rettungsanker zeigen.

Tatsächlich müssen sich die Anleger doch fragen, warum seit 2008 - bei einer damaligen Staatsverschuldung von etwa 10 Bill. Dollar - die Finanzwelt konsequent vor dem Untergang gerettet wurde, wenn heute die Fallhöhe bei dem Vierfachen dramatisch höher ist. Es gibt keinen Weg mehr zurück. Der point of no return ist längst erreicht. Es ist wie mit der Jugend. Sie kommt nicht mehr wieder. Es ist ja verständlich, dass sich die Fed anders äußert. Doch die Worte hör ich wohl, allein mir fehlt der Glaube. Die anhaltende Rettungsmission – und man muss es immer wiederholen – erlaubt abseits verbaler Schwüre keine konsequente Inflationsbekämpfung. □

ANZEIGE



BUND
Naturschutz
in Bayern e.V.

GESTATTEN:
SCHORSCH
AUS
SCHWABEN

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



www.bund-naturschutz.de

ANZEIGE

Die Handelsblatt-App

Kompakt, klar, auf einen Klick.



Jetzt kostenlos herunterladen

Handelsblatt

Impressum: Anschrift: Elite Report Redaktion, Prinzregentenstr. 72, 81675 München, Telefon: +49 (0) 89 / 470 36 48, redaktion@elitebrief.de
Redaktion und Realisation: Falk v. Schönfels

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

falt bemühen, haften wir nicht für ihre Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit. Wir behalten uns das Recht vor, die in diesem Newsletter angebotenen Informationen, Produkte oder Dienstleistungen ohne gesonderte Ankündigung jederzeit zu verändern, zu ergänzen, zu löschen oder zu aktualisieren. Indirekte sowie direkte Regressansprüche und Gewährleistung wird für jegliche Inhalte kategorisch ausgeschlossen. Leser, die aufgrund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln auf eigene Gefahr, die hier veröffentlichten oder anderweitig damit im Zusammenhang stehenden Informationen begründen keinerlei Haftungsbiligo. Ausdrücklich weisen wir auf die im Wertpapier- und Beteiligungsgeschäft erheblichen Risiken hoher Wertverluste hin. Das Informationsangebot in diesem Newsletter stellt insbesondere kein bindendes Vertragsangebot unsererseits dar. Soweit dies nicht ausdrücklich vermerkt ist, können über diesen Newsletter auch seitens der Leser keine Angebote abgegeben oder Bestellungen getätigt werden. Für alle Hyperlinks und Informationen Dritter

gilt: Die Elite Report Redaktion erklärt ausdrücklich, keinerlei Einfluss auf die Gestaltung und die Inhalte der gelinkten Seiten zu haben. Daher distanziert sich die Elite Report Redaktion von den Inhalten aller verlinkten Seiten und macht sich deren Inhalte ausdrücklich nicht zu Eigen. Diese Erklärung gilt für alle in den Seiten vorhandenen Hyperlinks, ob angezeigt oder verborgen, und für alle Inhalte der Seiten, zu denen diese Hyperlinks führen. Auch für Werbeeinhalte Dritter übernimmt die Elite Report Redaktion keinerlei Haftung. Das Copyright dieses Newsletters liegt bei der Elite Report Redaktion, München. Alle Rechte vorbehalten. Die Vervielfältigung dieses Newsletters im Wege des Herunterladens auf dauerhafte Datenträger und/oder des Ausdrucks auf Papier sowie die Weiterverbreitung ist gestattet. Jede andere Nutzung des urheberrechtlich geschützten Materials ist ohne unsere schriftliche Genehmigung untersagt. Für gegebenenfalls bestehende oder künftig entstehende Rechtsverhältnisse ist ausschließlich deutsches Recht anwendbar und sind nur deutsche Gerichte zuständig.