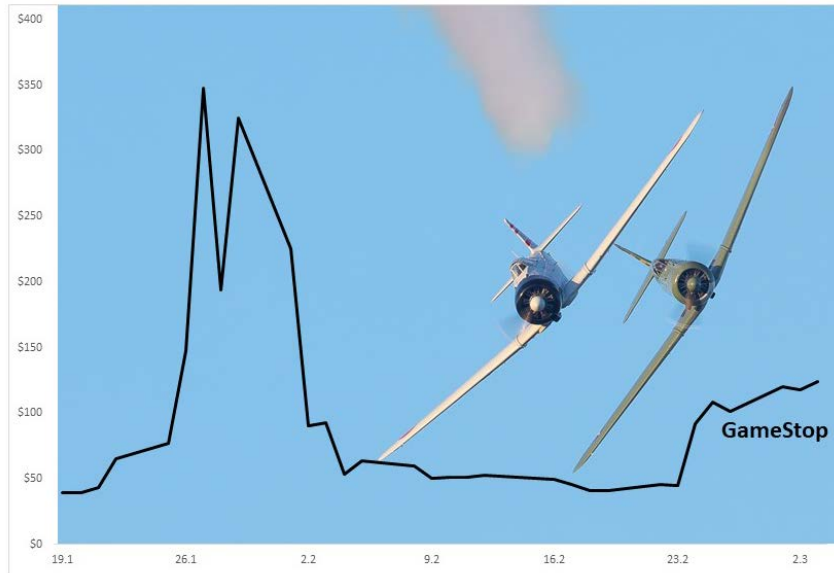


Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 63 / 1. Halbjahr 2021

Die bizarre Wirklichkeit moderner Finanzmärkte: selbsterstörerische Kleinanleger – grenzenlose Staatsschulden



Inhalt dieser Ausgabe:

Seite 2

Klartext: Der Angriff der Kamikaze-Anleger

Im Januar überfluteten Kleinanleger mit Kaufaufträgen für angeschlagene Nebenwerte den Aktienmarkt. Hedgefonds, die vorher leerverkauft hatten, sollten zu Deckungskäufen gezwungen werden. Es handelte sich jedoch um keinen Aufstand der Kleinanleger, wie vielfach kolportiert wurde. Stattdessen wurde die Naivität von Börsenneulingen benutzt, um sie zu selbsterstörerischen Transaktionen zu verleiten. Manipulationen waren zwar schon früher Begleiterscheinungen von Börsenbooms, soziale Medien machen junge Anleger heute aber besonders anfällig hierfür. Neue Handelsplattformen begünstigen zudem das unbedachte Eingehen von Risiken.

Seite 7

Krisen kommen und gehen, Schulden bleiben und wachsen

Seit 20 Jahren wachsen weltweit die Staatsschulden. Es gab mehrere schwere Krisen, die durch kreditfinanzierte Staatsausgaben bekämpft wurden. Keine der darauf folgende Wirtschaftserholungen führte jedoch zur Rückführung der Schulden. Dies wird sich auch nach Überwindung der Corona-Krise wiederholen. Politische Mechanismen verhindern in den meisten großen Wirtschaftsnationen Maßnahmen zur Eindämmung der Staatsschuld.

Aufgrund der globalen Niedrigzinsen sind die neuen Schuldenlasten langfristig finanzierbar. Befürchtungen über außer Kontrolle geratene Staatsfinanzen erscheinen daher derzeit unbegründet. Dennoch gibt es erhebliche Kosten und Risiken. Diese konzentrieren sich bei Sparern und Anlegern in festverzinslichen Wertpapieren. Der Finanzmarkt für sichere Anlagen wird langfristig unterminiert.

Seite 19

Anhang: Quellen, Impressum, rechtliche Hinweise

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Der Angriff der Kamikaze-Anleger

Liebe Langfristanleger,

in der an bizarren Episoden nicht armen Börsen-Geschichte stellte die letzte Januar-Woche 2021 eine besonders abstruse dar. Zehntausende von Kleinanlegern überfluteten den Aktienmarkt mit einer Fülle von Kaufaufträgen für Aktien, die bisher kaum allgemeines Interesse geweckt hatten. Gemeinsam hatten die Titel nur, dass es sich um Nebenwerte handelte, die von Hedgefonds vorher in großem Umfang leerverkauft worden waren. Ziel der in sozialen Netzwerken angestoßenen Aktion war, diese Hedgefonds zu Deckungskäufen ihrer Short-Positionen zu zwingen, was wiederum zu starken Kursgewinnen führen sollte. Übliche Überlegungen zur Bewertung oder zu den Geschäftsaussichten der einzelnen Firmen spielten für die Motivation der Aktienkäufer hingegen keine Rolle.



Zumindest für einige Tage Ende Januar funktionierte dieser „Short Squeeze“. Aktien von angeschlagenen Unternehmen wie GameStop, AMC, BlackBerry, Nokia oder Bed Bath and Beyond schossen in die Höhe und vervielfachten sich teilweise, ohne dass sich an ihrer fundamentalen Situation irgendetwas geändert hatte. Die Titel wurden Umsatzspitzenreiter an den US-Börsen und führten zu Rekordvolumen im Aktienhandel: Am 27. Januar wurde mit 24 Milliarden gehandelten Aktien der mit Abstand bisher umsatzstärkste Tag jemals verzeichnet. Die Leerverkäufer verbuchten hohe Verluste und mussten Kapital beschaffen. Die Kaufwelle wurde durch Postings in sozialen Netzwerken immer weiter angefacht. Diese feierten einerseits die bereits erzielten Kursgewinne. Andererseits wurden die Leerverkäufer zu elitären Bösewichten stilisiert, denen es die Kleinanleger jetzt mal richtig zeigen könnten. Erst nachdem einige Broker am 28. Januar Handelsbeschränkungen für besonders heiß gelaufene Titel einführten, kühlte die Euphorie ab. Die Kurse der vorher hoch-gepushten Aktien gingen seitdem wieder deutlich zurück.

Es gab keinen Aufstand der Kleinanleger, aber eine Ausnutzung von Börsenneulingen

In der Medienberichterstattung wurde zur Beschreibung der Ereignisse gerne das Bild eines Aufstands der unterprivilegierten Kleinanleger gegen das übermächtige Finanzestablishment verwendet. In der Tat ähnelte die Interaktion der Aktienkäufer auf soziale Medien daran, wie politische Aktivisten ihre Widerstandsaktionen gegen Regierungen im Internet koordinieren.

Abgesehen von den Parallelen beim Vorgehen halte ich den Vergleich eines Aufstands von Unterprivilegierten mit den Kurskapriolen Ende Januar jedoch für stark irreführend. Denn bei Hedgefonds, die leer verkaufen, handelt es sich nicht um Organe eines diktatorischen Staates, sondern um Außenseiter des Kapitalmarktes. Diese haben eine wichtige Funktion, weil sie ineffiziente und betrügerische Unternehmen unter Druck setzen. Und die fanatischen Aktienkäufer gleichen für mich nicht Revolutionären im Kampf um Gerechtigkeit, sondern Selbstmord-Attentätern bzw. Kamikaze-Piloten, die für die Interessen Dritter dazu gebracht werden, sich zu opfern. Die kaufwütigen Kleinanleger geben zwar nicht ihr Leben auf, aber ihr Vermögen, weil ihnen eingeredet wird, dass sie krass überbewertete Aktien erwerben sollen. Dabei handeln sie in völliger Unkenntnis der Konsequenzen ihrer

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Taten. Sie werden benutzt, und ihre Einflüsterer gebrauchen dabei Vorgehensweisen, die für Betrug an Börsenneulingen bereits in der Vergangenheit typisch waren.

Börsenneulinge zahlen ihr Lehrgeld ...

Ich kann mich noch gut erinnern, wie ich an der Börse angefangen habe: Vor ungefähr 35 Jahren habe ich als Student meine ersten Aktien gekauft – Protagonisten des aufziehenden Computerzeitalters wie IBM oder Digital Equipment. Heute haben diese Firmen deutlich an Glanz verloren bzw. es gibt sie nicht mehr. Damals bescherten mir die Börsenstars jedoch rasch hohe Gewinne, die mich leichtsinnig machten und zu den typischen Anfängerfehlern verleiteten: Ich lief den gerade angesagtesten Marktstorys hinterher. Die guten Titel verkaufte ich zu früh, die schlechten behielt ich. Der Oktober-Crash von 1987 riss ein großes Loch in ein zu diesem Zeitpunkt schon sehr spekulativ gewordenenes Depot. Dies konnte jedoch meine Faszination für die Börse nicht mindern. Ich gab nicht auf und versuchte, aus meinen Fehlern zu lernen. In den Folgejahren beschäftigte ich mich immer ernsthafter mit den Finanzmärkten, was in einer Karriere als professioneller Anleger mündete.

Jeder Börsenboom zieht eine Horde von Naivlingen an, die von den Gewinnmöglichkeiten der Börse fasziniert sind. Sehr oft werden sie von neuen Technologien motiviert, die eine Neuorientierung der Wirtschaft bewirken. Ich gehörte in den 80er Jahren dazu, heute gibt es eine neue Welle von frisch Aktien-Begeisterten. Und jede neue Börsen-Generation macht im Prinzip die gleichen Fehler: Oberflächliche Überlegungen bringen schnelle und einfache Gewinne. Diese führen zu Selbstüberschätzung und Leichtsinns; Risiken werden verdrängt. In einem Moment der Wahrheit (bei mir der Crash 87) fällt das Kartenhaus der Illusionen zusammen. Viele wenden sich dann enttäuscht von der Börse ab; einige lernen aus ihren Fehlern und können dann erfolgreich am Finanzmarkt agieren. Manchmal scheint es sogar, dass die schmerzhaften Realisationen von hohen Verlusten die Grundvoraussetzung für späteren Börsenerfolg sind: Ob John Maynard Keynes, Benjamin Graham oder Warren Buffett, praktisch alle langfristig außergewöhnlich erfolgreichen Investoren haben ihre Karriere damit begonnen, dass sie in jungen Jahren sehr viel Geld mit Börsenspekulationen in den Sand setzten.

... heute schneller und einfacher als früher

Es gibt aber auch große Unterschiede zu früheren Zeiten. Anleger der Generation Z bzw. Millenials verfügen über mehr Freizeit und mehr Geld als ihre Vorgängergenerationen. Zudem hat die Digitalisierung die Handelsmöglichkeiten stark vereinfacht, was die Hemmschwelle beim Eingehen von Risiken senkt: Auf Plattformen wie Robinhood, E*Trade oder Interactive Brokers kann heute jeder Amateur-Trader jederzeit in Realtime und in kleinsten Stückzahlen handeln. Die Hebelung von Aktien durch Derivate und Wertpapierkredite ist einfach. Die Webseiten sind wie Computerspiele gestaltet und motivieren zu Transaktionen. Der Verzicht auf ausgewiesene Kommissionen suggeriert zudem eine scheinbare Kostenfreiheit.

Weiterhin haben soziale Medien – und hier insbesondere Twitter sowie Reddit – den Informationsfluss stark verändert: Anleger sind bei ihrer Entscheidungsfindung nicht mehr nur auf Geschäftsberichte, die Wirtschaftspresse und eigene Recherche angewiesen. Sie besorgen sich zunehmend ihre Investment-Ideen bei einer Internet-Community von scheinbar Gleichgesinnten. Leicht beeinflussbare Anleger lassen sich so viel einfacher manipulieren als früher. Weiterhin ermöglichen die sozialen

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Netzwerke ein koordiniertes Handeln der einzelnen Mitglieder – viele Kleinanleger können so zu einer Marktmacht werden, deren Volumen Preise schnell und stark beeinflussen können.

Erhöht wird die Marktmacht – und damit auch die Anfälligkeit für Manipulationen – dadurch, dass es inzwischen Informationsdienstleister gibt, die Konversationen auf sozialen Plattformen mit Hilfe von künstlicher Intelligenz auswerten und diese Daten an institutionelle Anleger verkaufen. Diese hoffen, so frühzeitig neue Trendaktien zu identifizieren. Und sind Trends erst einmal etabliert, hängen sich Momentum-Fonds an die Kursbewegungen dran und verstärken sie weiter.

Pump and Dump: Wie man systematisch von manipulierten Kleinanlegern profitiert

Manipulationen, die Kleinanleger dazu bringen sollen, Kurse von Aktien hochzutreiben, hat es an den Kapitalmärkten schon immer gegeben. Insbesondere sogenannte „Pump and Dump“-Pläne sind zur unerfreulichen Begleiterscheinung bisher jeden Börsenbooms geworden. Im Januar hatten wir es mit einer modernisierten Version hiervon zu tun, welche die Gruppendynamik sozialer Medien ausnutzt.

Bei „Pump and Dump“-Plänen werden im ersten Schritt illiquide Aktien akkumuliert. Im zweiten Schritt („Pump“) bewegen erfundene Geschichten über angeblich herausragende Geschäftsaussichten viele Kleinanleger zu Käufen, was dann die Kurse mangels Angebot nach oben treibt. Im dritten Schritt („Dump“) werden die ursprünglich erworbenen Titel zu überhöhten Preisen am Kapitalmarkt abgegeben. Irgendwann brechen die Kurse wieder ein, die Kleinanleger bleiben auf Verlusten sitzen.

Dies war lange legal, der Trader Jesse Livermore schaffte es in den 20er Jahren des vergangenen Jahrhunderts sogar, damit einer der reichsten Menschen der USA zu werden. 1934 wurden „Pump and Dump“-Pläne in den USA erstmals unter Strafe gestellt. Nichtsdestotrotz kam es gerade in den Börsen-Boom-Jahren der 80er und 90er Jahre zu vielen neuen Fällen. In Deutschland war der Neue Markt ein beliebtes Spielfeld für „Pump and Dump“. Öffentlich sehr bekannt wurde der Fall von Jason Belfort, dessen Geschichte unter dem Titel „The Wolf of Wall Street“ mit Leonardo DiCaprio verfilmt wurde. Seine Brokerfirma Stratton Oakmont vermarktete zwischen 1987 und 1996 dubiose Nebenwerte an unerfahrene Kleinanleger und verursachte damit einen Schaden von schätzungsweise 200 Mio. US\$. Doch während früher noch erheblicher organisatorischer Aufwand mit „Pump and Dump“-Plänen verbunden war – wie im Fall Belfort der Aufbau einer kriminellen Brokerfirma – reichen heute einige Postings in sozialen Netzwerken, um den gleichen Effekt zu erzielen.

Insbesondere drastisch ist der Effekt, wenn Postings von Personen kommen, die als „Influencer“ eine große Followerzahl in den sozialen Netzwerken haben. Welche Macht Social-Media-Influencer heute auf Börsenkurse haben können, demonstrierte eindrücklich im Januar Tesla-Chef Elon Musk, der inzwischen eine Fan-Basis wie ein Pop-Star hat. Seine Tweets über Bitcoin, den Messenger-Dienst Signal oder das Computerspiel Cyberpunk lösten wilde Kurssprünge aus – und dies nicht nur bei Bitcoin oder den direkt betroffenen Firmen, sondern aufgrund der Namensähnlichkeit auch z. B. bei der Medizintechnikfirma Signal Advance.

Zwar kann man Musk nicht unterstellen, dass er absichtlich Kurse zum eigenen Vorteil manipuliert. Allerdings zeigt sein Beispiel, dass es offenbar eine signifikante Anzahl von Menschen gibt, die völlig unreflektiert alles imitieren, was ihr Vorbild vorzumachen scheint. Dies macht sie zu idealen Opfern für Manipulatoren.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Kurs-Boom in unprofitablen Technologie-Aktien: eine weitere Konsequenz der Kamikaze-Anleger

2020 war ein Rekordjahr für Technologie-Aktien wie Tesla (+743%) oder Zoom (+396%), die vom digitalen Wandel der Gesellschaft stark profitieren. Für die Kursgewinne waren – neben Momentum-Fonds – auch viele Aktien-Käufe von technologieaffinen Privatanlegern verantwortlich, die sich für die Produkte begeistern, aber wenig um Profitabilität oder Bewertung kümmern.

Bereits seit einigen Jahren sind – im Widerspruch zur konventionellen Logik – Unternehmen an der Börse besonders beliebt, die nicht oder kaum profitabel sind. Ich habe hierüber Mitte vergangenen Jahres in [Mit ruhiger Hand](#) geschrieben. In diesem Artikel ging es vor allem um große Firmen wie Tesla, Netflix und NextEra. Seitdem hat sich das Phänomen sehr stark im Nebenwertebereich verbreitet. Dies wird z. B. daran deutlich, dass sich zwischen April 2020 und Januar 2021 der Wert eines von Goldman Sachs errechneten Indizes für unprofitable Technologie-Aktien mehr als vervierfachte. Umsatzauswertungen des Online-Brokers Robinhood zeigen, dass diese Entwicklung mit einem deutlich verstärkten Engagement seiner Klientel im Nebenwertebereich einherging.

Auch hierin spiegeln sich Trends wider, die bereits in früheren Börsenboom-Phasen zu sehen waren: Je länger ein Aufschwung dauert, um so mehr stürzen sich Privatanleger auf spekulative Nebenwerte. Dabei erwerben sie zwangsläufig mehr Titel, die stark überbewertet sind, bzw. kein langfristig tragfähiges Geschäftsmodell besitzen. Hiermit verringern sie ihre Performancechancen und werden zunehmend anfällig für Manipulationen wie die klassischen „Pump and Dump“-Pläne.

Aktuell erwerben laut Auswertungen von VandaTrack US-Privatanleger netto Aktien im Gegenwert zwischen 20 Mrd. und 30 Mrd. US\$ im Monat, ungefähr 10mal soviel wie noch vor 2 Jahren. Diese Kaufwelle ist damit gewaltiger als alle Privatanleger-Kaufräusche, die wir bisher an den Finanzmärkten gesehen haben – inklusive der Internetblase 2000. Dass es hierdurch zu heftigen Verwerfungen gekommen ist – und wahrscheinlich weiterhin kommen wird – ist somit nicht verwunderlich.

Im Gegensatz zu dem schnellen Rausch der Short-Squeeze-Spekulation von Ende Januar ist der Börsen-Run auf unprofitable Technologietitel noch nicht vorbei. Es kann zwar sein, dass er kurz vor dem Ende steht. Denn Bereinigungsphasen nach einen Börsenboom beginnen zumeist mit einem spekulativen Exzess, dem langsam eine zunehmende Ernüchterung folgt. Und einen solchen Exzess haben wir Ende Januar erlebt. Es kann aber auch sein, dass der ungebrochene Zufluss naiven Anlegergeldes zu noch absurderen Ereignissen führt, bevor die Spekulationsblase endgültig platzt.

Man muss Kleinanleger besser schützen, ohne den Spaß an der Börse zu verderben

Die Kurskapriolen im Januar beruhten sowohl auf gezielten Marktmanipulationen als auch auf einer aus dem Ruder gelaufenen Gruppendynamik. Es gab einige Anleger, die enorm profitierten, weil sie den Run auf GameStop und die anderen hochgepushten Titel auslösten und später während der Euphorie ihre Gewinne mitnahmen. Sie haben sich auf gleiche Art wie „Pump and Dump“-Betrüger bereichert, selbst wenn sie dies ursprünglich vielleicht gar nicht beabsichtigt hatten.

Dennoch ist selbst, wenn eine beabsichtigte Manipulation im Einzelfall plausibel belegt werden kann, die Strafverfolgung nach derzeitiger Rechtslage schwierig. Denn Privatleute unterliegen nicht strengen Compliance-Regeln wie professionelle Anleger. Für eine Bestrafung müsste nachgewiesen werden, dass sie mit Absicht Falschinformationen verbreitet haben sowie ihre privaten Aktienorders

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

gegensätzlich zu ihren öffentlich geäußerten Meinungen vornahmen. Ein eindeutiger Nachweis solcher krimineller Aktivitäten dürfte in der Praxis bei Privatanlegern allerdings kaum möglich sein.

Es wird unvermeidlich sein, dass sich die Regulierung von Börsenforen bei sozialen Netzwerken ändert. Dies gilt sowohl, was die offizielle Beaufsichtigung durch Finanzmarktbehörden angeht, wie auch die Selbstregulierung durch Missbrauch verhindernde Benutzerregeln. Influencer bewegen sich im rechtsfreien Raum und tragen keine Verantwortung dafür, wenn sie andere zu selbstzerstörerischen Handlungen bewegen. Kursmanipulation ist derzeit zu einfach – dies muss sich wieder ändern.

Dennoch darf eine Regulierung nicht wieder zu weit gehen. In den vergangenen Jahren wurde professionelle Finanzmarkt-kommunikation durch immer bürokratischer werdende Regeln ständig weiter eingeengt. Seriöse Finanzinformation für Privatanleger wurde totreguliert – Europa setzt hier mit Mifid II traurige Maßstäbe. Dass sich jetzt am Finanzmarkt eine anarchische Parallelgesellschaft zu einem hyper-bürokratischen regulierten Finanzsektor bildet, sollte daher nicht erstaunen.

In einer freien Marktwirtschaft darf das Machen von Anfängerfehlern nicht verboten werden, weil damit auch das Lernen verboten wird. Damit die neue Begeisterung für Aktienanlagen nicht wieder durch Überregulierung abgewürgt wird, sollte der freie Informationsfluss über soziale Netzwerke nicht behindert werden. Stattdessen wäre deutlich mehr Transparenz hinsichtlich Identität und Interessenlage von Aktientipp-Gebern wünschenswert. Dies würde Anlegern das Erkennen von Manipulatoren und der Justiz die Verfolgung von Betrügern erleichtern, ohne dass es zu einer übermäßigen Bevormundung von Börsen-Neulingen kommt.

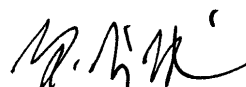
Trotz Kamikaze: Die Börsenfaszination der neuen Anlegergeneration ist grundsätzlich erfreulich

Der Angriff der Kamikaze-Anleger im Januar war wenig erfreulich. Bei aller Verwunderung hierfür darf aber auch nicht übersehen werden, dass er Begleiterscheinung einer ansonsten begrüßenswerten Entwicklung ist: Es gibt eine neue Begeisterung für die Aktie. Ein jahrzehntelanger Trend sinkender Partizipation von Privatpersonen am Börsengeschehen ist zumindest vorläufig gestoppt.

Mit der Digitalisierung ist eine neue Investorengeneration mit stark veränderten Verhaltensweisen am Finanzmarkt aktiv geworden, die sich jedoch erst finden muss. Dies ist schwieriger als früher, denn die Verführungen, sich als unerfahrener und naiver Anleger am Finanzmarkt selbst zu schädigen, sind heutzutage so groß wie nie: Handelsplattformen, die wie Computerspiele wirken, sowie soziale Medien, die Anleger in eine Gruppendynamik einbinden, stellen Neuerungen dar, die leichtsinniges Handeln begünstigen und Manipulationen erleichtern.

Die jüngsten Ereignisse werden bei vielen der Beteiligten im Nachgang Lernprozesse auslösen, der sie in der Folge zu dauerhaft erfolgreichen Anlegern machen. Andere werden sich frustriert abwenden, einige auch finanziell ruiniert auf der Strecke bleiben. Ich hoffe aber, dass die Beschäftigung mit der Börse für die meisten – so wie immer noch für mich – weiterhin faszinierend bleibt. Dies wird nur gelingen, wenn 1) die Finanzmarktregulatoren nicht wieder überreagieren; sowie 2) „Pump and Dump“-Pläne und andere Betrügereien durch erhöhte Transparenz stark erschwert werden. Dann besteht sogar die Aussicht auf eine neue Blüte des privaten Aktienbesitzes. Es wäre zu hoffen.

Viel Freude beim Lesen und guten Erfolg
bei der Kapitalanlage wünscht herzlichst Ihr



Krisen kommen und gehen, Schulden bleiben und wachsen

Von Karl-Heinz Thielmann

Seit Anfang November 2020 gibt es einen starken Kursaufschwung an den Aktienbörsen, der vor allem von zyklischen Titeln getragen wird. Die Finanzmärkte haben begonnen, ein Ende der Corona-Krise und darauffolgend einen globalen Konjunkturaufschwung einzupreisen. Dies scheint berechtigt, denn es gibt gleich mehrere Gründe für Optimismus:

- Mit der Abwahl von Donald Trump als US-Präsident wurde ein destabilisierender Faktor in der internationalen Wirtschaftspolitik beseitigt.
- Die schnelle Entwicklung von Impfstoffen gegen Covid-19 eröffnet die Möglichkeit einer effektiven Bekämpfung des Virus auch in denjenigen Ländern Europas sowie Nord- und Südamerikas, welche die aktuelle Pandemie bisher nicht in den Griff bekommen haben.
- Mit China als Konjunkturlokomotive hat sich in Asien ein kräftiger Wirtschaftsaufschwung entwickelt, der auch bei Exporteuren in Amerika und Europa für steigende Nachfrage sorgt. Hierdurch springt der expansive Impuls der chinesischen Fiskalpolitik auf die Weltwirtschaft über.
- In den meisten großen Wirtschaftsnationen sind umfangreiche Staatsausgabenprogramme geplant, die in Kombination mit einer aggressiven Geldpolitik die Konjunktur ankurbeln sollen. Investitionen in neue Technologien zur Abbremsung des Klimawandels sollen hierbei eine Schlüsselrolle spielen, um das Wachstum langfristig abzusichern.

Allerdings wird der globale Aufschwung nur dann kräftig, wenn die steigenden Staatsausgaben nicht durch Steuererhöhungen finanziert werden, welche die Konjunktur wieder abwürgen. Stattdessen muss die Staatsverschuldung der großen Wirtschaftsnationen massiv steigen – und auch die nächsten Jahre hoch bleiben. Im nächsten Jahrzehnt dürfte sich somit ein Muster wiederholen, das wir schon nach der Finanzkrise gesehen haben: Überall wird zur Krisenbekämpfung die Staatsverschuldung erhöht, aber nach dem Ende der Krise nicht mehr zurückgeführt.

Die Bewertung von Staatsschulden hat sich in der Vergangenheit stark verändert

Staatsverschuldung genoss in der Ökonomie früher einen sehr schlechten Ruf: Sie diente zumeist entweder der öffentlichen Verschwendung oder der Kriegsfinanzierung. Nicht selten endete sie in einer inflationären Krise – wie z. B. der Hyperinflation in Deutschland 1923.

Dies änderte sich erst, als John Maynard Keynes während der Weltwirtschaftskrise in den 30er Jahren Austerität – also das Paradigma staatlicher Sparsamkeit und Defizitvermeidung – als wesentlichen Krisenverstärker aus machte: Im Abschwung sanken aufgrund fehlender Steuereinnahmen die Staatsausgaben, was den Kollaps der Wirtschaft beschleunigte. Stattdessen entwickelte er das Konzept, dass ein Staat während eines Konjunkturerinbruchs mittels schuldenfinanzierter Staatsausgabenprogramme gegensteuern sollte. So würde der private Nachfrageausfall kompensiert, überschüssige Ersparnis absorbiert, sowie ein neuer Aufschwung eingeleitet, der sich aufgrund von Multiplikatoreffekten selbst verstärkt.

Die Grundidee eines anti-zyklisch und stabilisierend in die Konjunktur eingreifenden Staates – nach Keynes als Keynesianismus bezeichnet – bestimmte seitdem das makroökonomische Denken und

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Handeln, sowohl bei Befürwortern wie auch bei Kritikern. Anfangs überwogen die Anhänger des Keynesianismus: Denn der rasche Aufschwung der westlichen Welt nach dem Zweiten Weltkrieg ist nicht zuletzt schuldenfinanzierten Aufbauprogrammen wie dem Marshallplan zu verdanken, die in den 50er und 60er Jahren zu einem selbsttragenden Aufschwung führten. Allerdings wurden in den 70er Jahren zunehmend die Probleme sichtbar: Aus zeitweiser Konjunkturstützung wurde ein Dauerstimulus. Strukturell steigende Staatsschulden, akzelerierende Inflation und wachsende Ineffizienzen durch staatliche Interventionen führten zu einer Schwächung der Wachstumskräfte. Als dann der Ölpreisschock von 1973 kam, funktionierte die keynesianische Therapie nicht mehr, eine jahrelange inflationäre Strukturpassungskrise war die Folge.

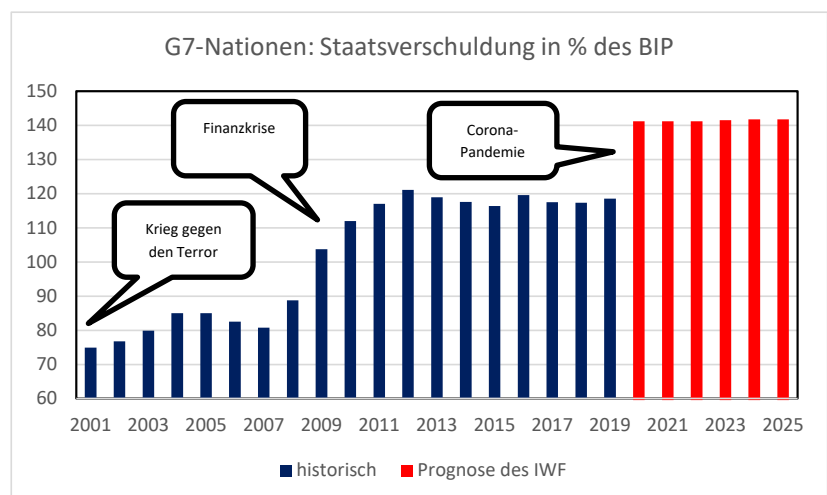
Die Krise der 70er Jahre demonstrierte eindrücklich, dass schuldenfinanzierte Staatsausgabeprogramme zur Bekämpfung von Wachstumsschwächen ungeeignet sind, wenn diesen strukturelle Probleme zugrunde liegen. Sie entfachen nur Strohfeuer, können den privaten Sektor verdrängen (dieses Phänomen ist unter dem Namen „Crowding Out“ bekannt) und haben als langfristiges Ergebnis vor allem Inflation. Als toxisch in Hinblick auf die Geldentwertung erwies sich insbesondere, wenn die Staatsschulden durch Geldschöpfung finanziert wurden.

In den 80er und 90er Jahren kam es zur Renaissance einer auf Geldwertstabilität und Stärkung des privaten Sektors ausgerichteten Wirtschaftspolitik. Weiterhin begünstigten der Zusammenbruch des Kommunismus und die danach akzelerierende Globalisierung die wirtschaftliche Entwicklung, sodass beide Jahrzehnte durch einen weltweiten Aufschwung geprägt waren. Die wichtigsten Wirtschaftsnationen konnten Inflation und Staatsschulden zurückführen, ohne ihr Wachstum zu gefährden. Austerität kehrte als Ideal der Fiskalpolitik zurück. Geldschöpfungsfinanzierte Staatsverschuldung wurde allgemein als wirtschaftspolitische Todsünde angesehen.

Die Jahrtausendwende brachte erneut einen Wendepunkt: An der Börse platzte im Frühjahr 2000 die Technologieblase. Weiterhin zeigte die Aufdeckung von zahlreichen Bilanzskandalen, dass die vorangegangene Deregulierungswelle nicht nur positive Kräfte freigesetzt, sondern auch massiv betrügerisches Verhalten begünstigt hatte. Die Anschläge vom 11. September 2001 sowie der anschließende Kampf gegen den Terror demonstrierten zudem die Nachteile der Globalisierung. Die Finanzkrise von 2008 und die Eurokrise 2011 führten zu einer Eskalation der Wirtschaftsprobleme, denen ab 2009 vorwiegend mit schuldenfinanzierten Staatsausgaben entgegengewirkt wurde.

Seit Anfang des aktuellen Jahrtausends wachsen die Staatsschulden wieder weltweit. Es gab mehrere schwere Krisen, und jede brachte

Abb. 1: Krisen führten zu dauerhaft steigenden Staatsschulden



Datenquelle: IMF Data-Mapper

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

eine Erhöhung der Schulden mit sich. Keine der darauf folgende Erholungen führte jedoch zu ihrer Rückführung. Dies liegt in politischen Mechanismen begründet, die – mit wenigen Ausnahmen wie Deutschland – weltweit Maßnahmen zur Eindämmung der Staatsschuld verhindern.

Ablehnung von Steuererhöhungen + Anspruchsdenken an den Staat = wachsende Staatsschulden (außer in Deutschland)

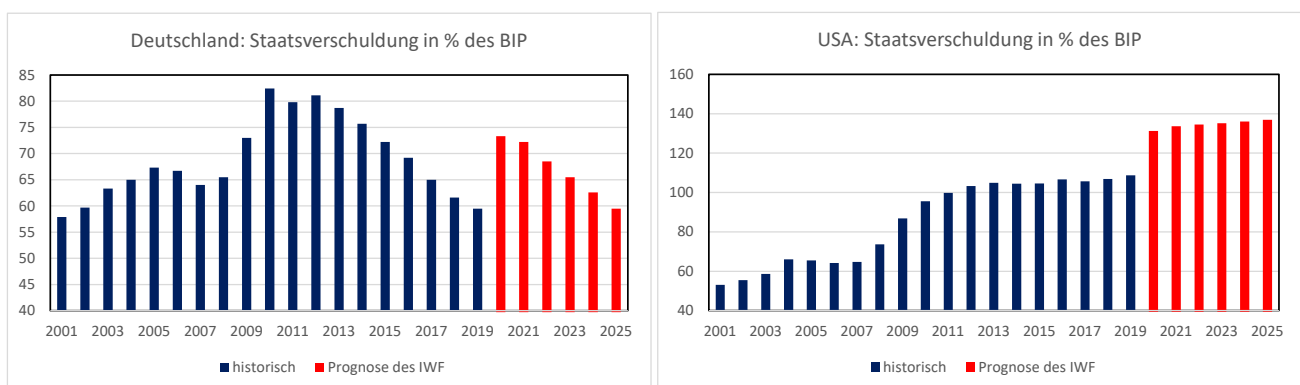
Die Rückführung der Staatsschulden nach der Finanzkrise ist – global gesehen – weitgehend gescheitert. Denn es hat sich gezeigt, dass Sparsamkeit politisch höchst unpopulär ist: Sie bedeutet in der Praxis, dass entweder die Steuern steigen müssen, oder beliebte Sozialtransfers und notwendige Infrastrukturinvestitionen gekürzt werden.

Sozialtransfers sind aber in einer durch Anspruchsdenken gekennzeichneten Gesellschaft kaum noch rückgängig zu machen. Zudem steigen sie aufgrund der durch Überalterung geprägten Demografie strukturell bedingt immer weiter an. Am einfachsten ist noch bei Infrastrukturausgaben zu sparen. Dies rächt sich allerdings später – wie jetzt in Deutschland, wo die Mängel der digitalen Infrastruktur während der Corona-Krise schmerzlich bewusst geworden sind.

Steuererhöhungen sind politisch besonders problematisch: Höhere Ertragssteuern schaden den Leistungsträgern der Wirtschaft und sind in einer durch hohen globalen Steuerwettbewerb gekennzeichneten Ökonomie kaum noch durchsetzbar. Steigende Verbrauchssteuern und Abgaben hingegen belasten vor allem sozial Schwächere und sind daher bei breiten Wählergruppen unpopulär. Sie können sogar radikale und gewalttätige Proteste provozieren. Hierfür sind zahlreiche Beispiele dokumentiert, z. B. die Gelbwestenbewegung in Frankreich seit 2018.

Mit Ausnahme von Angela Merkel in Deutschland und David Cameron in Großbritannien ist es in den vergangenen Jahrzehnten keinem sparsamen Regierungschef in einem größeren entwickelten Industrieland gelungen, wiedergewählt zu werden. Und bei David Cameron war der Erfolg nur vorläufig: Die Frustration der Bürger über Austerität richtete sich vor allem gegen die EU und machte sich im Brexit-Referendum Luft. Er trat 2016 zurück und leitete damit eine Periode hoher Instabilität ein.

Abb. 2 & 3: Anti-zyklische Fiskalpolitik in Deutschland im Vergleich mit der Schulden-Expansion in den USA



Datenquelle: IMF Data-Mapper

Donald Trump hingegen gewann mit dem Versprechen von Steuersenkungen die Wahl zum US-Präsidenten in 2016. Seine Steuerreform von 2017 trieb zwar die Staatsverschuldung auf neue Rekordwerte, brachte aber auch vielen US-Bürgern spürbare Entlastungen. Seine Beliebtheitswerte

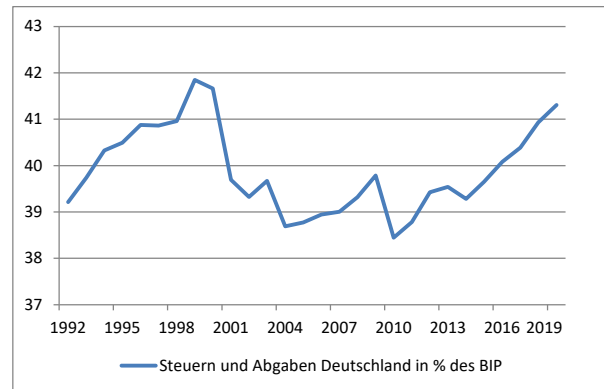
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

waren deshalb bis Mitte 2020 trotz all der sonstigen Fehlritte sehr hoch. Ohne sein Missmanagement der Corona-Krise wäre er deshalb sehr wahrscheinlich sogar wiedergewählt worden.

Die Sparsamkeit der jeweiligen Bundesregierungen in Deutschland in Erholungsphasen hatte einen Preis. Diesen zahlten in den vergangenen Jahren vor allem die Zahler von Steuern und Sozialversicherungsbeiträgen. Noch 2005, im ersten Amtsjahr von Angela Merkel, lag die Abgabenquote (Steuer- und Sozialbeitragseinnahmen des Staates in Relation zum BIP) bei 38,8%, stieg dann aber bis 2019 auf 41,3% an. Damit war sie vor Ausbruch der Corona-Krise fast auf dem Niveau der alten Höchststände aus den 90er Jahren. Dies ist insofern bemerkenswert, weil der Wirtschaftsaufschwung nach der Finanzkrise durchaus einen Spielraum für Entlastungen eröffnet hätte. Stattdessen wurden die Steuerbelastungen noch weiter erhöht, um Schulden abzubauen.

Abb. 4: Abgabenquote in Deutschland 1992-2019



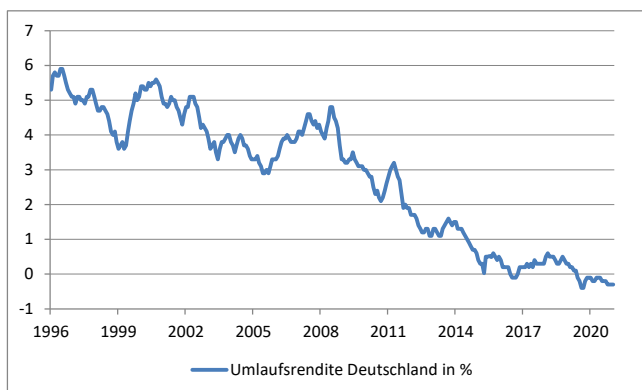
Datenquelle: Bundesministerium der Finanzen

Für die Politik außerhalb von Deutschland hingegen ist die Lehre aus der Zeit nach der Finanzkrise: Austerität führt nicht zu zufriedenen Bürgern. Im Gegenteil gilt: Mit jedweder Sparmaßnahme verärgert man entweder eine wichtige Interessengruppe oder riskiert Zukunftsfähigkeit. Insofern ist es nicht verwunderlich, dass – von wenigen Ausnahmen wie Deutschland abgesehen – Staatsschulden in guten Zeiten kaum zurückgeführt werden, in schlechten Zeiten jedoch stark zunehmen.

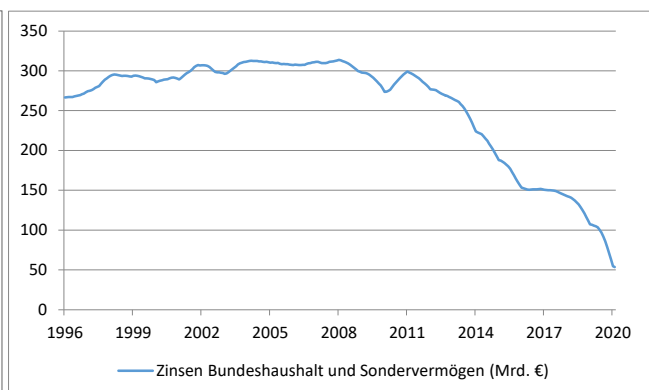
Das Niedrigzinsen haben die Finanzierungskosten öffentlicher Schulden dramatisch gesenkt

Die globale Niedrigzinspolitik hat die Finanzierungskosten von Staatsschulden in den vergangenen zwanzig Jahren weltweit nach unten gedrückt. Hiervon haben insbesondere die öffentlichen Finanzen in Deutschland profitiert, da hier gleichzeitig die Verschuldung begrenzt wurde: Lagen die jährlichen Zinszahlungen im ersten Jahrzehnt der 2000er Jahre noch bei ca. 300 Mrd. € jährlich, sind sie inzwischen auf ca. 50 Mrd. € gefallen.

Abb. 5 & 6: Umlaufrendite Deutschland und jährliche Zinszahlungen auf Staatsschulden (abs. Betrachtung) seit 1996



Datenquelle: Deutsche Bundesbank



Datenquelle: Bundesministerium der Finanzen

Aufgrund der vielfach sehr langen Laufzeiten von Schuldinstrumenten schlägt sich der Senkungseffekt der niedrigen Kapitalmarktzinsen erst mit einer mehrjährigen Verzögerung in den Finanzierungskosten nieder, wenn hochverzinsliche Anleihen getilgt und durch niedrig-verzinsliche Wert-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

papiere ersetzt werden. Insofern muss damit gerechnet werden, dass sich Zinskosten für die staatlichen Haushalte in Deutschland weiter vermindern und sogar in einigen Jahren negativ werden: Der Bund kann dann mit der Schuldenaufnahme sogar Geld verdienen.

Diese Entwicklung stellt die konventionelle Logik in Hinblick auf Verschuldung auf dem Kopf: Denn die Risiken der Verschuldung ergeben sich aus potenziellen Rückzahlungsproblemen in der Zukunft. Wenn aber mehr Verschuldung dieses Risiko nicht mehr erhöht – oder sogar vermindert – bedeutet mehr Verschuldung nicht automatisch mehr Risiko für die Staatsfinanzen. Im Gegenteil gilt sogar: Staatsschuld wird zur praktisch risikofreien Finanzierungsquelle, durch bei einer Ausweitung der Staatsausgaben unpopuläre Steuererhöhungen vermieden werden können.

Die Schuldenbremse – eine oft missachtete Kernidee der Europäischen Union

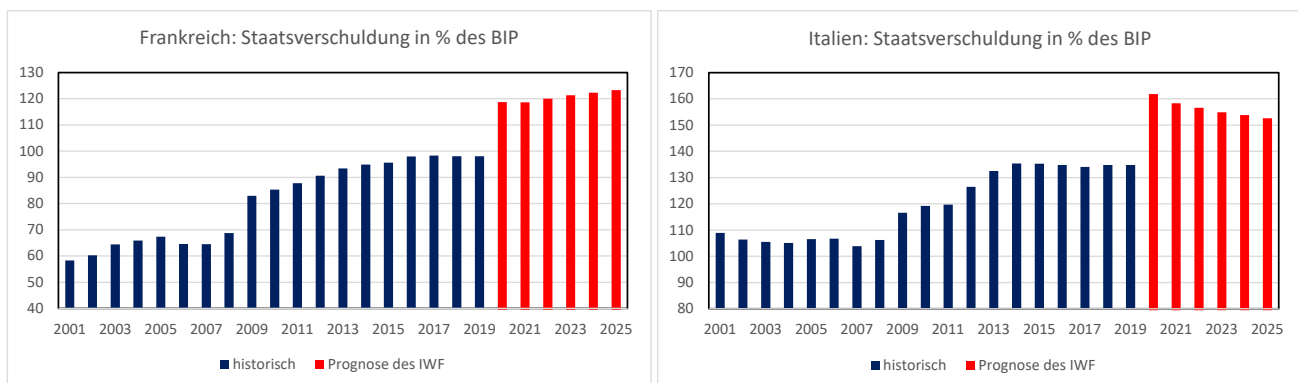
Für die Europäische Union und die Gemeinschaftswährung Euro spielte die Idee der Austerität schon immer eine besondere Rolle, da wirtschaftlich stärkere Länder wie Deutschland oder die Niederlande für eine zunehmende Integration nicht den Preis einer schwachen Währung zahlen wollten. In den grundlegenden Vertragswerken der Europäischen Union wurden deshalb Regeln integriert, mit denen die Währungsstabilität gesichert werden sollte:

- Der Artikel 123 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union untersagt der Europäischen Zentralbank die direkte Staatsfinanzierung.
- Im Maastrichtvertrag von 1992 wurden als Voraussetzung für eine Währungsunion Konvergenzkriterien festgelegt. Diese bestimmten für die staatliche Kreditaufnahme, dass 1) die jährliche Neuverschuldung der Mitgliedstaaten 3% des Bruttoinlandsprodukts nicht übersteigen dürfe; sowie 2) der gesamte Schuldenstand 60% des Bruttoinlandsprodukts nicht überschreiten sollte.

In der Praxis wurden die Konvergenzkriterien weder vor noch nach Einführung des Euro sehr streng eingehalten. Entweder wurden „Ausnahmetatbestände“ definiert, die eine Verletzung rechtfertigen. Oder Staatsverschuldung wurde indirekt über Staatsunternehmen bzw. andere Vehikel aufgebaut, sodass sie nicht mehr in den offiziellen Statistiken auftauchte. Logische Konsequenz war die Euro-Schuldenkrise ab 2011, in der dieses System des Selbstbetrugs implodierte.

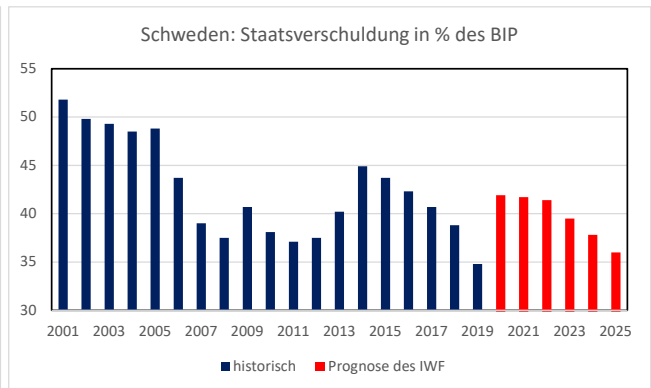
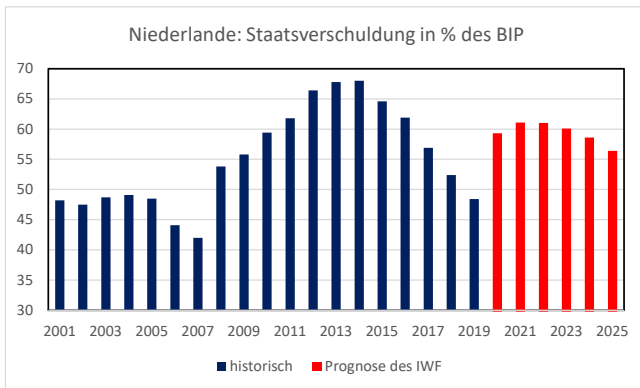
Als Konsequenz wurde in der Europäischen Union ab 2013 eine Schuldenbremse beschlossen, die sich an den Kriterien des Maastrichtvertrags orientierte. Deutschland hatte bereits 2009 eine Schuld-

Abb. 7-10: Die europäische Schuldenbremse wurde und wird nicht überall gleich ernst genommen



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

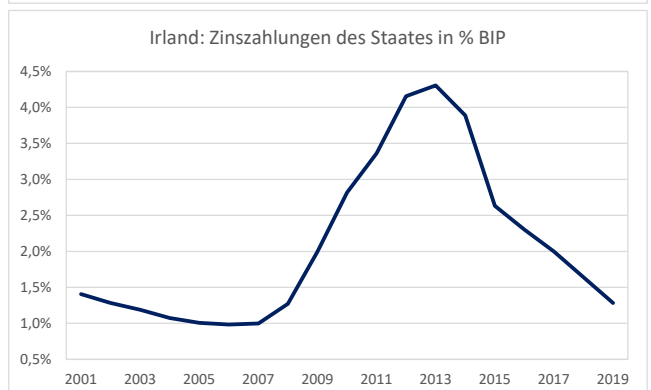
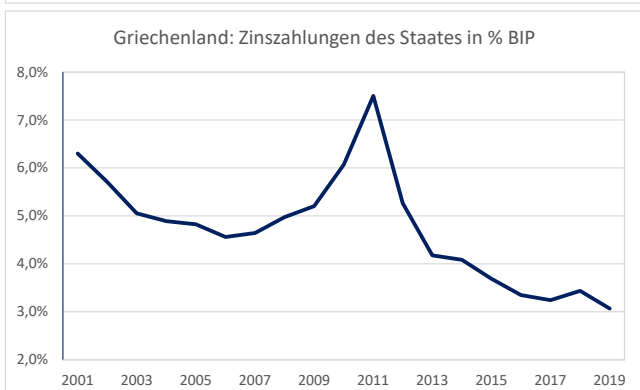
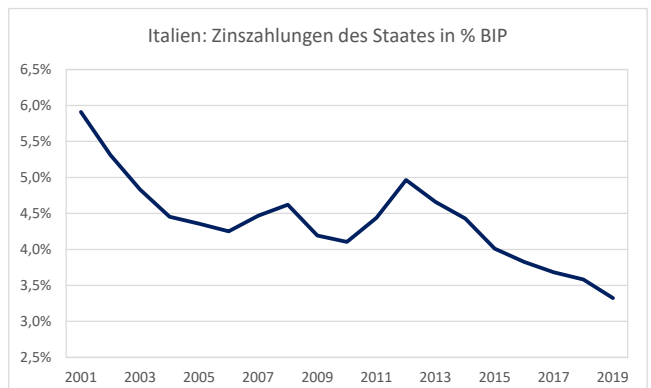
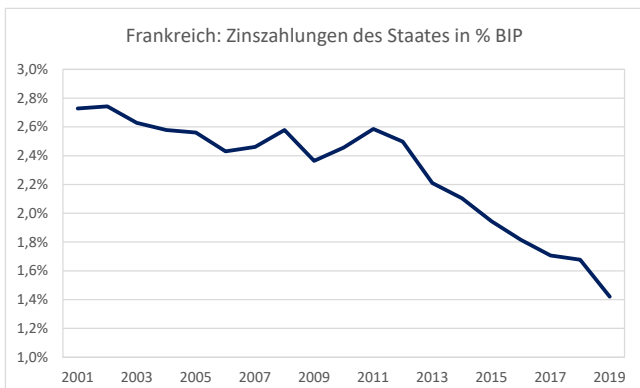


Datenquelle: IMF Datamapper

denbremse für die Neuverschuldung im Grundgesetz festgeschrieben. Lediglich in wirtschaftlichen Notzeiten wie der Corona-Krise sollte noch erlaubt sein, hiervon abzuweichen.

Für 2020 hat die EU-Kommission die Schuldengrenzen aufgehoben, insofern sind die Mitgliedsstaaten momentan frei, sich zur Bekämpfung der aktuellen Wirtschaftsprobleme grenzenlos zu verschulden. Nach Überwindung der Corona-Krise stünde aber eine Rückkehr zur alten Schuldenbremse an – sofern es politisch gewollt ist.

Abb. 11-14: Niedrige Zinsen reduzieren die Budgetbelastung – auch ohne Schuldenabbau



Datenquelle: IMF Datamapper

Angesichts der im vergangenen Jahrzehnt durch Austerität verursachten sozialen Probleme in vielen EU-Staaten wäre dies ein politisch sehr schwieriger Schritt. Denn die strukturellen Probleme, die schon vor 2020 dafür verantwortlich waren, dass die Schuldenbremse nicht eingehalten wurde, sind nicht gelöst. Ihre Wiedereinführung würde daher für neuen sozialen Sprengstoff sorgen. Und zumindest von der Belastung der Staatshaushalte durch Zinszahlungen her gesehen besteht hierfür auch

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

keine Notwendigkeit: Die Niedrigzinsphase hat bei den Schuldenländern Europas zu einer spürbaren Entlastung geführt.

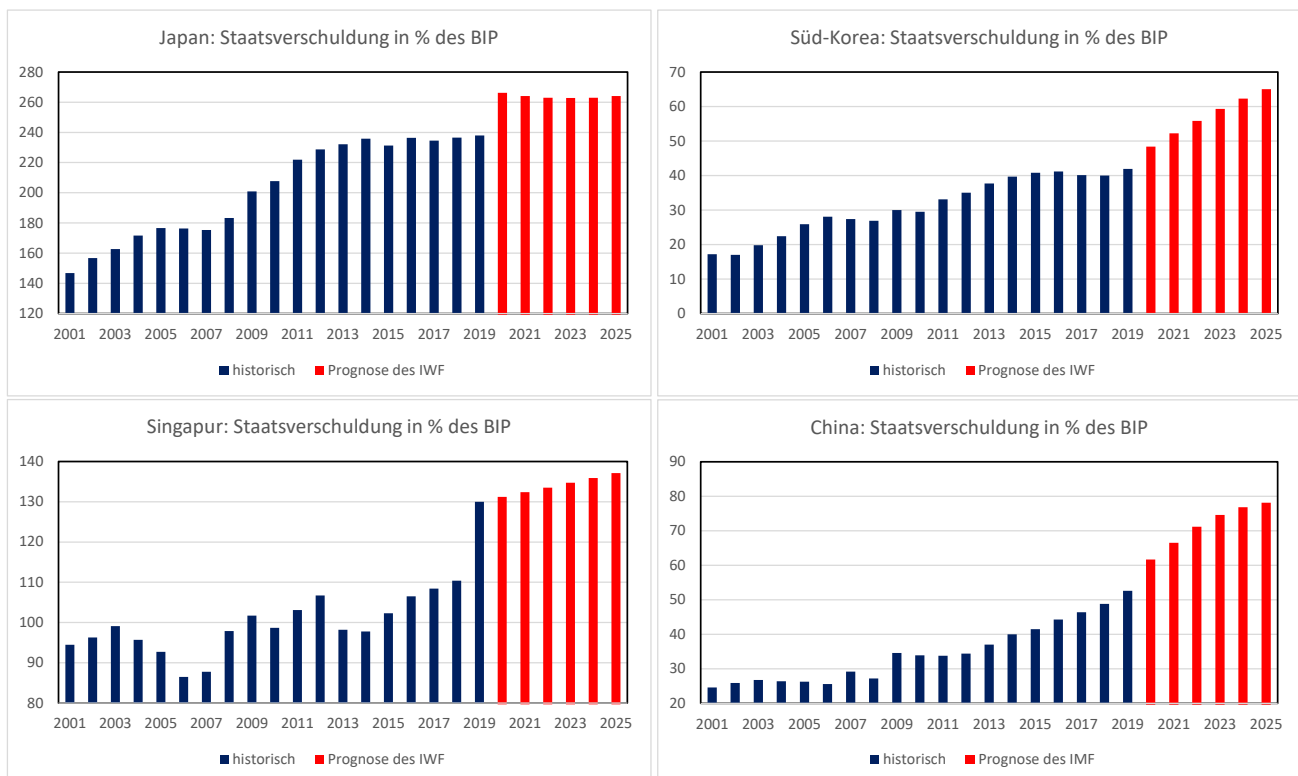
Staatsschulden außerhalb von Europa: keine Angst vor hohen Defiziten

Außerhalb Europas haben Schuldengrenzen in der Politik keine praktische Rolle. Weder in Nordamerika noch in Asien wurde in einer bedeutenden Wirtschaftsnation ein ernsthafter Versuch unternommen, die Schulden der Finanzkrise während des darauffolgenden Aufschwungs zurückzuführen. Im Gegenteil, die Staatsschulden weiteten sich fast überall deutlich aus – Wachstumsprobleme wie in Europa wurden hingegen nicht verzeichnet.

In den USA spielt das Thema Staatsverschuldung zwar beim Alltagsstreit zwischen Republikanern und Demokraten in der Öffentlichkeit eine große Rolle. In der politischen Praxis fordern beide Parteien Haushaltsdisziplin jedoch nur, wenn sie sich in der Opposition befinden. In Regierungsverantwortung wurden die Ideale niedriger Staatsverschuldung gerade bei den Republikanern gerne vergessen: Insbesondere für die Präsidenten Trump und Reagan waren Steuersenkungen und hohe Militärausgaben eindeutig wichtiger als solide Staatsfinanzen. Und der aktuelle Präsident Joe Biden hat schon klar gemacht, dass er die Wirtschaft durch umfangreiche Ausgabenprogramme ankurbeln will, dafür die Steuern für Wohlhabende aber nur geringfügig erhöhen wird.

Mit Ausnahme von Hongkong und Taiwan werden in Asien hingegen Staatsschulden kaum infrage gestellt. Stattdessen werden sie teilweise sehr aggressiv eingesetzt, um Wachstum zu stimulieren.

Abb. 15-18: Die neuen Schuldenweltmeister kommen aus Asien



Datenquelle: IMF Datamapper

Japan ist mit einer Staatsverschuldung in Höhe von (geschätzt vom IMF) 266% des BIP in 2020 die am stärksten verschuldete Nation der Welt. Dies kann sich das Land nur leisten, weil die Zinsen schon

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

seit Jahrzehnten in der Nähe des Nullpunktes sind und somit kaum Zinskosten anfallen. Weiterhin gibt es eine hohe Überschussersparnis des privaten Sektors, die durch die wachsende Staatsschuld absorbiert wird. Vor allem aber kauft die Notenbank in großem Umfang Staatsanleihen.

Gleichzeitig gehört Japan schon seit Jahrzehnten zu den entwickelten Wirtschaftsnationen mit dem geringsten Wirtschaftswachstum. Unter Ökonomen ist stark umstritten, ob dieses niedrige Wachstum Ursache oder Resultat der ständig wachsenden Staatsschuld ist. Das Land hat mit vielen Strukturproblemen zu kämpfen wie einer Überalterung der Gesellschaft oder der Abschottung gegen globalen Wettbewerb. Diese Strukturprobleme können einerseits als Begründung dienen, warum übervorsichtige Japaner so viel sparen und so wenig konsumieren, weshalb der Staat die fehlende Nachfrage durch ständig neue schuldenfinanzierte Staatsausgaben kompensieren muss. Andererseits kann man genauso gut argumentieren, dass die Überschussersparnis ein Resultat fehlender Investitionsbereitschaft im privaten Sektor ist, die durch Staatsaktivität demotiviert wird.

Für die Tragfähigkeit der Schulden ist ihre Ursache allerdings weniger relevant. Solange es eine gewaltige inländische Überschussersparnis gibt, kann sich Japan sogar eine noch höhere Verschuldung leisten. Wenn Sparer und Anleger selbst durch niedrigste Zinsen nicht entmutigt werden, die Budgetdefizite zu finanzieren, können diese unendlich weiter wachsen. Das Risiko tragen ausschließlich die inländischen Sparer und Anleger: Sollte einmal ihre Sparbereitschaft nicht mehr reichen, könnte sich der Staat durch Steuererhöhungen oder die Entwertung der Ersparnis durch Inflation retten.

Einen völlig anderen Weg geht Singapur. Die dortige Regierung denkt unternehmerisch – Staatsschulden dienen vorwiegend der Finanzierung produktiver Investitionen. Diese Investitionen müssen einen Ertrag erbringen, der die Zinskosten übersteigt. Weiterhin sollen schuldenfinanzierte Staatsausgaben für Infrastruktur ausdrücklich private wirtschaftliche Aktivitäten stimulieren.

Die steigende Staatsverschuldung in Singapur ist deswegen kein Zeichen wachsender Verwundbarkeit – im Gegenteil: Der südostasiatische Stadtstaat nutzt die aktuell niedrigen Kapitalmarktzinsen, um aggressiv Wachstumsprojekte voranzutreiben. Die Verschuldung stieg schon 2019 und damit vor der Corona-Krise deutlich an. Alle internationalen Ratingagenturen vergeben dennoch für Singapur weiterhin Bestnoten bei der Bonität der Staatsschuld.

Einen Mittelweg schlagen China und Süd-Korea ein: Sie finanzieren sowohl produktive Investitionen wie auch wachsende Sozialausgaben mit Schulden. Beide Länder haben im internationalen Vergleich noch sehr niedrige Staatsschuldenquoten und dementsprechend geringe Zinskosten, sodass diese Politik im Moment noch unproblematisch erscheint.

Langfristig werden diese Länder jedoch aufgrund niedriger Geburtenraten mit ähnlichen demografischen Problemen zu kämpfen haben wie Japan heute. Ob sich der starke Schuldenaufbau dann rächt, wird erst in einigen Jahrzehnten deutlich werden.

Die Moderne Monetäre Theorie stellt traditionelles ökonomisches Denken über Schulden infrage

Die akademische Ökonomie betont normalerweise die Gefahren zu großer Verschuldung und sieht sich durch die Erfahrungen der 70er Jahre bestätigt. Vor allem in den USA hat in den vergangenen Jahren aber eine kleine Gruppe von Ökonomen starke öffentliche Aufmerksamkeit bekommen, die unter dem Label „Moderne Monetäre Theorie“ genau das Gegenteil behauptet: Ihrer Ansicht nach

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

soll der Staat seine Ausgaben bevorzugt über Schulden finanzieren, gerne auch verbunden mit Geldschöpfung. Inflationärer Druck durch übermäßige Nachfragestimulierung wird nicht befürchtet, weil Staatsausgaben angesichts einer Überschusserparnis des privaten Sektors nicht in Konkurrenz mit dem privaten Sektor stehen würden. Und würde es doch einmal zu Inflation kommen, so sollte dieser bevorzugt durch eine Dämpfung des privaten Sektors mittels Steuererhöhungen entgegengewirkt werden. Ein Staatsbankrott aufgrund zu hoher Schulden wäre nicht zu befürchten, solange sich eine Nation in der eigenen Währung verschuldet, da die Notenbank diese Währung unendlich generieren kann und somit jede noch so hohe Schuld tilgen kann.

Die Moderne Monetäre Theorie ist insbesondere bei Politikern des linken Spektrums sehr beliebt und hat deshalb in den vergangenen Jahren einige prominente Anhänger bekommen. Denn sie soll die Auflegung umfangreicher Sozialprogramme rechtfertigen, ohne dass es zu den normalerweise von Ökonomen befürchteten negativen Folgen für die Wirtschaft kommt.

Bei genauerer Betrachtung erscheint vieles an ihr allerdings realitätsfern: Sie lässt die negativen Einflüsse eines staatlichen Interventionismus auf den privaten Sektor weitgehend außer Acht. Die Idee der Inflationsbekämpfung durch Steuererhöhungen erscheint in einer Demokratie kaum praktikabel. Zudem erinnern ihre Empfehlungen fatal an die Politik, mit der lateinamerikanische Länder wie Argentinien sich vor Jahrzehnten in eine Dauerkrise hinein manövriert haben.

Sie aber deshalb als reine Interessengruppen-Rechtfertigungstheorie abzutun, ist nicht gerechtfertigt. Denn trotz ihrer Mängel hat die Moderne Monetäre Theorie einem Schwachpunkt konventionellen ökonomischen Denkens aufgedeckt: Die Risiken der Staatsverschuldung wurden bisher vorwiegend aus ihrer Höhe abgeleitet und unabhängig von den Finanzierungskosten betrachtet. Dies ist jedoch zu oberflächlich. Denn die Höhe von Schulden ist nur ein Aspekt ihrer Tragfähigkeit – und noch nicht einmal der wichtigste. Es kommt hingegen viel stärker darauf an, wie hoch die Zinslast ist. Weiterhin stellt sie die generelle Ablehnung der Finanzierung von Staatsschuld durch Notenbanken infrage. Geldschöpfungsfinanzierung muss nicht automatisch Inflation verursachen, wenn die private Konsum- und Investitionsbereitschaft aus strukturellen Gründen gering ist.

Selbst wenn die Moderne Monetäre Theorie in ihrer Gesamtheit von den meisten Ökonomen nach wie vor abgelehnt wird, so hat sie dennoch stark das Denken über Schulden verändert. Heute propagiert selbst der als Hüter der Austerität bekannte Weltwährungsfonds IMF einen sehr viel lockeren Umgang mit Staatsschulden als früher. Für den IMF-Chef-Ökonomen Oliver Blanchard ist inzwischen für die Gefährlichkeit von Staatsverschuldung vor allem entscheidend, ob ihre Zinsen unterhalb oder oberhalb der nominalen BIP-Wachstumsrate liegen. Nur wenn die Zinsen höher sind als die nominale BIP-Wachstumsrate, besteht laut Blanchard in der Tat die von der traditionellen Ökonomie beschworene Gefahr einer die Wirtschaft abwürgenden Schuldenspirale. Liegen die Zinsen allerdings deutlich unter der Wachstumsrate – und dies war gerade in den vergangenen Jahren der Fall – entsteht durch zusätzliche Staatsverschuldung kaum eine effektive Zusatzbelastung.

Ist die Schuldenbremse in der aktuellen Form noch zeitgemäß?

Im Januar dieses Jahres löste Kanzleramtsminister Helge Braun sowohl bei seiner Partei CDU wie auch bei führenden deutschen Ökonomen Empörung aus. In einem Gastbeitrag für das Handelsblatt

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

forderte er eine Grundgesetzänderung, um die Schuldenbremse längerfristig auszusetzen. Dies würde eine Erholungsstrategie für die deutsche Wirtschaft nach der Krise erleichtern. Die Kritiker hingegen warnten eindringlich, dass so die Grundpfeiler solider Haushaltspolitik unterminiert würden sowie in Hinblick auf Europas Schuldenstaaten ein falsches Vorbild entstehen könnte.

Ich allerdings muss Helge Braun recht geben. Denn die Austerität hat im vergangenen Jahrzehnt einen Mangel an öffentlichen Investitionen mitverursacht, dem dringend abgeholfen werden sollte. Wenn man Investitionen nur deshalb zurückhält, um Schuldengrenzen einzuhalten, schadet es langfristig. Länder wie Singapur demonstrieren hingegen, wie investive Staatsausgaben ein Land trotz Schuldenfinanzierung voranbringen können.

Darüber hinaus erscheint fragwürdig, ob der Ansatz, Schuldenbremsen in Form einer Begrenzung der Staatsschuld als Quote des BIP zu definieren, noch zeitgemäß ist:

- Zu Beginn des Jahres 1992, in dem die Schuldenregeln im Maastrichtvertrag fixiert wurden, lag die Umlaufrendite deutscher Inhaberschuldverschreibungen noch bei 8,3% p.a. In anderen europäischen Ländern waren die Verzinsungen sogar weit höher. Bei diesen Finanzierungskosten war eine Begrenzung der Staatsverschuldung auf 60% des BIP und der Neuverschuldung auf 3% des BIP sehr sinnvoll, um die Tragfähigkeit der Schuldenlast zu sichern.
- Zu Beginn des Jahres 2009, als die Schuldenbremse in das deutsche Grundgesetz aufgenommen wurde, lag die Umlaufrendite trotz Finanzkrise immer noch bei 3,3% p.a. Schuldner schlechterer Bonität mussten deutlich mehr zahlen. Zu diesem Zeitpunkt war die Schuldenbremse immer noch sinnvoll, um nach Krisenzeiten eine langfristige Rückkehr zu soliden Staatsfinanzen vorzugeben.
- Heute liegt die Umlaufrendite in Deutschland bei minus 0,35% p.a. Die Renditen anderer europäischer Länder sind nur geringfügig höher. Zumindest solange die Niedrigzinsphase an den Kapitalmärkten anhält, schaffen geringe Finanzierungskosten die Voraussetzung dafür, dass eine erhöhte Staatsschuld nicht zu einer langfristigen Gefährdung tragfähiger Staatsfinanzen führt.

Insofern sollte nicht nur eine Aussetzung der Schuldenbremse, sondern auch eine grundsätzliche Reform diskutiert werden. Eine Schuldenbremse, die Staatsschulden im Kontext von Finanzierungskosten und Verwendungszwecken bewertet, könnte einen Fortschritt beim konstruktiven Umgang mit staatlichen Verbindlichkeiten bringen. Sie würde nicht nur Wachstumsinvestitionen in Deutschland fördern, sondern auch chronisch hoch-verschuldeten EU-Ländern wie Italien die Anpassung erleichtern. Orientieren könnte sich eine solche Reform z. B. an Oliver Blanchards Regel, dass bei Zinsen deutlich unterhalb der Wachstumsrate durch zusätzliche Staatsverschuldung kaum eine effektive Zusatzbelastung ausgeht. Für das Eingehen von Staatsverschuldung wäre dann weniger der Umfang als ihre tatsächliche Tragfähigkeit entscheidend.

Die globalen Staatsschulden steigen weiter – Kosten und Risiken tragen Sparer und Anleger

Stetig steigende Staatsschulden machen Angst: Historische Erfahrungen – wie etwa die Hyperinflation in Deutschland 1923, die globalen Wirtschaftskrisen der 70er Jahre oder Griechenland nach 2011 – zeigen, dass außer Kontrolle geratene Staatsfinanzen zu hoher Instabilität, Inflation und hohen Steuern führen. Insofern erscheint es wünschenswert, Staatsschulden nur sehr begrenzt zu erlauben bzw. sie vorwiegend zur Krisenbekämpfung bei ökonomischen Schocks einzusetzen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Grundidee einer Begrenzung des Staatsschuldenwachstums – sei es durch die bisherige Schuldenbremse, sei es durch andere Regeln – als Leitlinie für die Fiskalpolitik ist deshalb prinzipiell richtig. Nichtsdestotrotz wird sie in der globalen Wirtschaftspolitik in den nächsten Jahren keine Rolle mehr spielen. Lediglich in Ländern und Regionen, die durch hohe Exportüberschüsse finanziell besonders gut dastehen (namentlich Deutschland, die Schweiz, die Niederlande und Skandinavien), setzen sich Ökonomen und Politiker überhaupt noch für fiskalische Disziplin ein. Sie führen aber nur Rückzugsgefechte gegen eine globale politische Dynamik für mehr Staatsschulden.

Klotzen und nicht kleckern ist aktuell die globale Leitlinie bei Staatsausgaben. Alleine das unlängst beschlossene US-Konjunkturprogramm hat ein Volumen von 1,9 Bio. US\$ – nach 4 Bio. US\$ Corona-Hilfen im vergangenen Jahr. Es soll investiert werden – gleichzeitig gilt es, soziale Konflikte zu vermeiden. Dies geht nur mit deutlich höheren Staatsschulden.

Dennoch sind im Allgemeinen zunächst keine ruinösen Konsequenzen für die globalen Staatsfinanzen zu befürchten. Die sehr niedrigen Kapitalmarkt-Zinsen entlasten die öffentlichen Finanzen entscheidend. In Deutschland können die Minus-Zinsen sogar in einigen Jahren dazu führen, dass durch Staatsverschuldung Gewinne erwirtschaftet werden. Wenn zudem noch intelligent investiert wird, werden die Erträge hieraus die Tragfähigkeit öffentlicher Schulden noch erhöhen.

Neue Staatsschulden zu Niedrigzinsen sind zudem – sofern man sich als Nation durch eine Schuldenbremse nicht selbst fesselt – politisch einfach durchzusetzen. Pläne für Steuererhöhungen werden von Lobby-Gruppen erbittert bekämpft und führen zu öffentlichen Konflikten. Entgangene Einnahmen durch Niedrigzinsen werden hingegen von den meisten Anlegern resigniert hingenommen.

Eine schöne neue Welt hoher und unbedenklicher Staatsschulden wird allerdings nur unter zwei Voraussetzungen langfristig funktionieren:

- 1) Die Neuverschuldung dient vorwiegend zur Finanzierung öffentlicher Investitionen.
- 2) Die globalen Kapitalmarktzinsen müssen dauerhaft sehr niedrig bleiben, am besten negativ.

Die erste dieser Voraussetzungen ist jedoch durch die gängigen politischen Praktiken gefährdet; die zweite in ihren Konsequenzen insbesondere für Anleger wenig erfreulich.

Die Corona-Krise hat nicht nur Mängel in der digitalen Infrastruktur bewusst gemacht, denen durch öffentliche Investitionen gut beizukommen wäre. Sie hat vorwiegend sozial benachteiligte Menschen betroffen; weiterhin durch übertriebene Sparsamkeit verursachte Mängel in Gesundheitssystemen aufgedeckt. Darüber hinaus führt der demografische Wandel zu einer Überalterung in vielen Industriestaaten und damit strukturell zu steigenden Sozialkosten in den nächsten Jahrzehnten.

Hieraus resultieren weltweit Forderungen nach einer dauerhaften Steigerung von Sozialtransfers, die statt aus Steuererhöhungen mit mehr Schulden finanziert werden sollen. Zudem liefert die Neue Monetäre Theorie jetzt eine – wenn auch sehr fragwürdige – wissenschaftliche Begründung für die dauerhafte Finanzierung von Sozialausgaben durch steigende Schulden. Es ist daher politisch unvermeidbar, dass in den nächsten Jahren nicht nur Investitionen, sondern ebenfalls zunehmend Sozialtransfers durch Schulden finanziert werden. Die strukturellen Defizite werden dann mit jedem Jahr immer höher und ihre Begrenzung schwieriger. Steigende Zinsen würden die Tragfähigkeit dieser Schulden unterminieren – und müssen deshalb um jeden Preis verhindert werden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Grundsätzlich sind hohe Schulden kein Problem, solange sie nicht getilgt werden müssen und die laufenden Zinszahlungen geleistet werden können. Je niedriger die Zinsen sind, umso mehr Verschuldung kann man sich prinzipiell leisten. Umgekehrt gilt aber auch: Wenn Zinsen steigen, können bisher solvente Schuldner in Schwierigkeiten geraten. Die derzeitige Aufblähung der globalen Schulden macht die verschuldeten Nationen deshalb dauerhaft abhängig von Niedrigzinsen: Jeder Renditeanstieg am Kapitalmarkt könnte den Trend zu sinkenden Finanzierungskosten umkehren – mit langfristig fatalen Konsequenzen. Um erneuten Schuldenkrisen vorzubeugen, müssen deshalb die Zinsen von den Notenbanken dauerhaft auf sehr niedrigem Niveau gehalten werden.

Sparer und Käufer von Staatsanleihen müssen sich deshalb nicht nur in Japan, sondern weltweit darauf einstellen, dauerhaft auf nennenswerte Zinsen zu verzichten. Damit werden allerdings für die Funktionsweise eines entwickelten Kapitalmarktes zentrale Finanzinstrumente entwertet.

Sparguthaben sind wichtig für Absicherung, Vermögensaufbau und Altersvorsorge gerade bei sozial schwachen Bevölkerungsgruppen. Staatsanleihen hingegen sind als hochliquide Anlage ohne Rückzahlungsrisiko das Rückgrat jedes professionellen Kapitalmarktes. Sie sind Pflichtinvestment für Banken und diejenigen institutionelle Anleger, die auf besondere Sicherheit achten müssen, wie z. B. Versicherungen und Altersvorsorgefonds. Auf Sicherheit bedachte Anleger müssen in Zukunft auf Einnahmen verzichten, die früher selbstverständlich waren. Am dramatischsten ist die Konsequenz für auf festverzinslichen Wertpapieren beruhende Altersvorsorgepläne: Sie sind nicht mehr erfüllbar. Bislang ist es aufgrund der fehlenden Renditen nicht zu einer großen Welle der Kaufverweigerung bei Anlegern gekommen. Ganz im Gegenteil: Kleinanleger sparen weiterhin brav, für professionelle Investoren sind Staatsanleihen immer noch ein alternativloses Kerninvestment. Ausschlaggebend hierfür dürfte sein, dass die Niedrigzinsanlagen nach wie vor für ihren nominalen Werterhalt geschätzt werden. Der schleichende reale Wertverlust durch Geldentwertung hat angesichts der aktuell relativ niedrigen Inflationsraten bisher zu keiner größeren Verunsicherung geführt.

Dies könnte sich jedoch ändern, wenn es wieder zu einem deutlichen Anziehen der Inflationsraten kommt und aus dem schleichenden realen Wertverlust eine spürbare Verminderung der Kaufkraft wird. Aktuell wird in der Ökonomie heiß diskutiert, wie realistisch ein Wiederaufflammen der Inflation ist. Es würde hier zu weit führen, diese Diskussion darzustellen und zu bewerten. Es muss allerdings zweierlei festgehalten werden:

- 1) Das Risiko akzelerierender Inflation ist durchaus gegeben, auch wenn die Meinungen über das Ausmaß dieses Risikos weit auseinandergehen.
- 2) Das Inflations-Risiko wird vorwiegend von Anlegern mit Niedrigzinsanlagen getragen.

Als Anleihe-Gläubiger und Sparer kann man durch Mini- bzw. Minuszinsen und Inflation nur verlieren. Unklar ist derzeit lediglich, wie viel Zinsentgang und Kaufkrafteinbußen im Endergebnis kosten werden. Warren Buffett riet in seinem jüngsten Investorenbrief deshalb ausdrücklich, Anleihen wenn möglich zu vermeiden. Er stellte fest: *„Investoren in festverzinsliche Wertpapiere – ob Pensionsfonds, Versicherungen oder Ruheständler – erwartet weltweit eine trübe Zukunft.“*

Dieser Aussage kann ich mich nur anschließen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Anhang

Quellen:

Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle bei Unternehmensanalysen sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden sofern nicht anders angegeben bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Spezielle Quellen für diese Ausgabe:

Besondere Quellen zu „Klartext: Der Angriff der Kamikaze-Anleger“

1. Armstrong, Robert (2021) **Redditors throw down challenge to watchdogs** Financial Times Europe 30.1.2021 S. 12
2. Cannivet, Michael (2021) **Best Bubble Stock for 2021: Zoom or Tesla** forbes.com 24.01.2021
<https://www.forbes.com/sites/michaelcannivet/2021/01/24/best-bubble-stock-for-2021-zoom-or-tesla/> (zuletzt abgerufen 5.3.2021)
3. Coy, Peter (2021) **Market Manipulation Is Like Pornography: You Know It When You See It** www.bloomberg.com 30.1.2021 <https://www.bloomberg.com/businessweek?sref=tQxGVvnL> (zuletzt abgerufen 3.2.2021; Artikel nicht mehr online verfügbar)
4. Darbyshire, Madison; Smith, Colby (2021) **Free trading boom electrifies US retail investment scene** Financial Times Europe 11.2.21 S. 8
5. Egkolfopoulou, Misyrlena; Ponczek, Sarah (2021) **Robinhood Crisis Reveals Hidden Costs in Zero-Fee Trading Model** bloomberg.com 3.2.2021 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-03/robinhood-crisis-reveals-hidden-costs-in-zero-fee-trading-model?sref=tQxGVvnL> (zuletzt abgerufen 5.3.2021)
6. Fitzgerald, Maggie (2021) **GameStop mania may not have been the retail trader rebellion it was perceived to be, data shows** cnbc.com 5.2.2021 <https://www.cnbc.com/2021/02/05/gamestop-mania-may-not-have-been-the-retail-trader-rebellion-it-was-perceived-to-be-data-shows.html> (zuletzt abgerufen 5.3.2021)
7. Foroohar, Rana (2021) **The biggest lesson of GameStop** Financial Times Europe 8.2.21 S. 19
8. Laurent, Lionel (2021) **Elon Musk's Twitter Retreat Really Says It All** www.bloomberg.com 2.2.2021
<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-02-02/musk-fans-and-redditores-have-amind-of-their-own?sref=tQxGVvnL> (zuletzt abgerufen 05.03.2021)
9. Wigglesworth, Robin (2021) **The End of GameStop furore highlights a subtle but important shift** Financial Times Europe 9.2.21 S. 19

Besondere Quellen zu „Krisen kommen und gehen, Schulden bleiben und wachsen“:

1. Authers, John (2020) **There's a Toxic Cloud Behind the Stock Recovery** Bloomberg.com 3.12.2020
<https://www.bloomberg.com/view/articles/2020-12-03/there-s-a-toxic-cloud-behind-the-stock-recovery> (zuletzt abgerufen 5.3.2021)
2. Blanchard, Olivier (2019) **Public Debt and Low Interest Rates** American Economic Review, 109 (4): 1197-1229.
3. Braun, Helge (2021) **Das ist der Plan für Deutschland nach Corona** Handelsblatt.com 26.1.2021
<https://www.handelsblatt.com/meinung/gastbeitraege/gastkommentar-das-ist-der-plan-fuer-deutschland-nach-corona/26850508.html> (zuletzt abgerufen 3.3.2021)
4. Buffett, Warren (2021) **Annual letter 2020** berkshirehathaway.com 22.2.2020
<https://berkshirehathaway.com/letters/2020ltr.pdf> (zuletzt abgerufen 5.3.2021)
5. Bundesministerium der Finanzen (2021) **Entwicklung der Steuer- und Abgabenquoten** Aktualisierung vom 25.09.2020 www.bundesfinanzministerium.de <https://www.bundesfinanzministerium.de/Datenportal/Daten/offene-daten/steuern-zoelle/s11-entwicklung-steuer-und-abgabenquoten/entwicklung-steuer-und-abgabenquoten.html> (zuletzt abgerufen 5.3.2021)

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

6. Bundesministerium der Finanzen (2021) **Zinsen Bundeshaushalt und Sondervermögen** Aktualisierung vom 10.02.2021 <https://www.bundesfinanzministerium.de/Datenportal/Daten/offene-daten/haushalt-oeffentliche-finanzen/Zeitreihe-Zinsen-des-Bundeshaushalts-und-Sondervermoegen-ab-1996/Zeitreihe-Zinsen-ab1996.html> (zuletzt abgerufen 5.3.2021)
7. Harnett, Ian (2021) **Yellen signals regime change with ‘act big’ call** Financial Times Europe 19.2.2021 S. 19
8. International Monetary Fund (2020) **Fiscal Monitor: Policies for the Recovery**. Washington, October 2020 <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/fiscal-monitor/2020/October/English/text.ashx> (zuletzt abgerufen 3.3.2021)
9. International Monetary Fund (2021) **Fiscal Monitor Update: Government Support Is Vital as Countries Race to Vaccinate** Washington, Januar 2021 <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/fiscal-monitor/2021/Update/January/English/text.ashx> (zuletzt abgerufen 3.3.2021)
10. Kim, Cynthia (2020) **South Korea unveils aggressive spending plans for growth, virus depletes ammunition** reuters.com 15.09.2020 <https://www.reuters.com/article/southkorea-economy-budget-idUSKBN25S3CY> (zuletzt abgerufen 3.3.2021)
11. Kim, Cynthia (2021) **S.Korea unveils 15 trln won extra budget to aid small businesses, protect jobs** reuters.com 02.03.2021 <https://www.reuters.com/article/southkorea-economy-budget/s-korea-unveils-15-trln-won-extra-budget-to-aid-small-businesses-protect-jobs-idUSL4N2KX01K> (zuletzt abgerufen 3.3.2021)
12. Matthews, Dylan (2019) **Modern Monetary Theory, explained** vox.com 16.4.2019 <https://www.vox.com/future-perfect/2019/4/16/18251646/modern-monetary-theory-new-moment-explained> (zuletzt abgerufen 3.3.2021)
13. Riedel, Donata (2021) **„Grundgesetzänderung öffnet Büchse der Pandora“: Ökonomen gegen Aufweichung der Schuldenbremse** Handelsblatt.com 26.01.2021 <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/vorstoss-aus-dem-kanzleramt-grundgesetzaenderung-oeffnet-buechse-der-pandora-oekonomen-gegen-aufweichung-der-schuldenbremse/26852672.html> (zuletzt abgerufen 3.3.2021)
14. Sahm, Claudia (2021) **A Big Fiscal Push is Urgent, The Risk of Overheating Is Small**, 2.3.2021 ineteconomics.org <http://portal.ineteconomics.org/e/601791/e-risk-of-overheating-is-small/4zxycf/680123914?h=tWEXjQruH4g8R0b6yNB4pYHrsA4Vyv7ZGAeVn6mbEC4> (zuletzt abgerufen 5.3.2021)

Kurscharts basieren auf Daten der jeweiligen Hauptbörsen: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: CBOE, NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der OECD, der Federal Reserve Bank of St. Louis, dem World Fact Book des CIA, der Deutschen Bundesbank, dem Statistischen Bundesamt und beim IWF.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: info@long-term-investing.de

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann, Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 1: Shutterstock. Seite 2: Karl-Heinz Thielmann.

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter www.Mit-ruhiger-Hand.de anmelden.



Rechtliche Hinweise:

Diese Publikation wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Diese Publikation begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar.

Diese Publikation ist nur für natürliche und juristische Personen mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland bestimmt und wurde nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben. Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. Die individuellen Verhältnisse des Empfängers (u.a. die wirtschaftliche und finanzielle Situation) wurden im Rahmen der Erstellung der Publikation nicht berücksichtigt.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Eine Anlage in erwähnte Finanzinstrumente beinhaltet gewisse produktspezifische Risiken – z. B. neben Markt- oder Branchenrisiken, das Währungs-, Ausfall-, Liquiditäts-, Zins- und Bonitätsrisiko – und ist nicht für alle Anleger geeignet. Daher sollten mögliche Interessenten, den veröffentlichten Wertpapierprospekt samt der Risikoangaben sorgfältig prüfen oder eine Investitionsentscheidung erst nach einem ausführlichen Anlageberatungsgespräch durch einen registrierten Anlageberater treffen.

Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Markt, einer Branche oder eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Der Austeller übernimmt für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen keine Gewähr und haftet nicht für Schäden, die durch die Verwendung der Publikation oder Teilen hiervon entstehen.

Die vorliegende Publikation ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet. Datum: 12. März 2021

Herausgeber: LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage, Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 2 Abs. 10 KWG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Erftstadt. BN & Partners Capital AG besitzt für die die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG.

Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wider, die von denen der BN & Partners Capital AG abweichen können.