



Märkte

„Wette niemals gegen Amerika“

05.02.2025 - Flossbach von Storch

Ein ausführliches Gespräch mit Bert Flossbach über die Dominanz der USA, ihren neuen, alten Präsidenten und die Auswirkungen für Anleger in Europa.

Auf welche Region sollten Anleger in diesem Jahr stärker schauen - auf Europa oder die USA?

Ich würde mich lösen von den Regionen – oder auf die einzelnen Unternehmen schauen, deren Geschäftsmodelle und langfristige Ertragsperspektiven. Der Ort des Hauptsitzes ist zunächst zweitrangig.

Und wenn Sie sich entscheiden müssten zwischen Europa und den USA - wo sind die Renditeaussichten in den kommenden Jahren am besten?

Dann würde ich sagen, dass beide Regionen nicht miteinander zu vergleichen sind und mich vermutlich auf Warren Buffett berufen ...

Inwiefern?

Der hat in einem seiner viel beachteten Jahresberichte folgendes geschrieben: “In its brief 232 years of existence, however, there has been no incubator for unleashing human potential like America [...] Our unwavering conclusion: Never bet against America.” Wette niemals gegen Amerika ...

Warum ist das so?



Auf US-Unternehmen entfallen nach Schätzungen der EU-Kommission 42 Prozent der weltweiten Ausgaben für Forschung und Entwicklung. Bei den Aufwendungen für Softwareentwicklung sind es sogar 70 Prozent – ein wesentlicher Grund für die hohe Produktivität. Die USA erwirtschaften in Summe mehr als ein Viertel der globalen Wirtschaftsleistung und ungefähr ein Drittel der Unternehmensgewinne weltweit. Dabei beträgt der US-Anteil an der Weltbevölkerung gerade einmal vier Prozent.

Aber woher kommt diese Dominanz?

Nirgendwo sonst sind der Unternehmergeist und die dazugehörige Risikobereitschaft ausgeprägter als in den USA. Diese uramerikanische Eigenschaft zieht Talente aus der ganzen Welt an. Viele der heute führenden Technologieunternehmen wurden von Einwanderern gegründet oder geformt. Denken Sie nur an Jensen Huang und Nvidia.

Das Produktivitätswachstum hat sich in den USA ausgerechnet nach der Finanzkrise 2008 im Vergleich zu den anderen nochmals beschleunigt – was sind die Gründe?

Massive Investitionen und Innovationen im Hightechbereich. Die großen Technologieunternehmen haben sich eine weltweite Vormachtstellung erarbeitet, die sich auch in deutlich gestiegenen Börsenwerten niederschlägt. Ende 2008 lag die Marktkapitalisierung der im S&P 500 enthaltenen Unternehmen bei nur acht Billionen US-Dollar. Ende 2024 waren es 52 Billionen und damit 6,5-mal so viel. Besonders krass ist der Wertzuwachs bei den sogenannten „Magnificent 7“ (*Apple, Nvidia, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta und Tesla, Anm. der Redaktion*). Ende 2008 lag ihr Börsenwert in Summe nur bei 372 Milliarden US-Dollar. Meta und Tesla waren damals noch Start-ups. Heute sind es 17,6 Billionen, die Unternehmen sind also 47-mal so viel wert!

Was ist mit Europa?

Betreibt zwar erfolgreiche Grundlagenforschung, schafft es aber nur selten, neue Technologien in erfolgreiche Produkte und Unternehmen zu transformieren. Für Deutschland gilt das im Besonderen.

Warum ist das so?

Das liegt an dem im Vergleich zu den USA schlechteren Finanzierungsumfeld – es gibt weniger Wagniskapitalgeber – und einen nicht so stark ausgeprägten Unternehmergeist.

Woran machen Sie das fest?

Eigenverantwortung und Unternehmertum stehen in Europa und besonders in Deutschland nicht hoch im Kurs. Im Gegensatz zu den USA herrscht Vollkaskomentalität. Der Staat gilt als Retter in allen Lebenslagen und sicherer Wunscharbeitgeber. Eine ausufernde EU-Bürokratie überzieht die Unternehmenslandschaft mit einem Regulierungsdickicht, das oft noch durch unterschiedliche nationale Vorschriften ergänzt oder verschärft wird.

Haben Sie ein Beispiel für die aus Ihrer Sicht überbordende Bürokratie?

Die Spezialität deutscher Gesetzgebung besteht darin, EU-Vorgaben aus Brüssel bereits früher umzusetzen, nehmen wir das Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz als Beispiel. Oder noch weiter zu



verschärfen, auszuweiten und zu verkomplizieren – so wie etwa das Gebäudeenergiegesetz, kurz GEG.

Wie groß ist der Schaden?

Die jährlichen Bürokratiekosten in Deutschland werden auf bis zu 65 Milliarden Euro geschätzt. Weniger Zeit fürs Kerngeschäft, weniger Innovationen, weniger Nachhaltigkeit im echten Leben, dafür mehr auf dem Papier.

Glauben Sie, dass viele Unternehmen Deutschland den Rücken kehren könnten?

Es wäre kein Wunder. Zumal es nicht nur die Bürokratie ist, die Unternehmer verschreckt, sondern auch die planwirtschaftliche Industriepolitik; sie behindert den wirtschaftlichen Wandel. Volkswagen und die Interventionen der Politik sind ein gutes Beispiel.

Inwiefern?

Bestehendes soll zementiert werden, anstatt eine Anpassung an neue Realitäten zu ermöglichen. Das bindet Fachkräfte in alten Strukturen, während sie in anderen Unternehmen dringend benötigt werden. Mit einer solchen Wirtschaftspolitik wird es nicht gelingen, mit den USA Schritt zu halten.

Heißt?

Der Standort Deutschland verliert an Attraktivität. Eine zerbröselnde Infrastruktur, rückständige Digitalisierung, verkorkte Energiepolitik und eine kafkaeske Bürokratie schrecken Investoren ab. Die Unternehmensinvestitionen liegen heute etwa zehn Prozent unter dem Niveau von 2019. So schrumpft der Bestand, ohne dass viel Neues nachkommt. Wachstum gibt es nur noch im öffentlichen Dienst.

Was hilft, um den Trend umzukehren?

Vielleicht wächst mit der Krise die Erkenntnis, dass eine gesunde Wirtschaft die Voraussetzung ist für einen funktionierenden Sozialstaat, für äußere Sicherheit und ökologische Transformation – und dass die dazu erforderlichen Mittel jedes Jahr aufs Neue erwirtschaftet werden müssen. Jahrelang hat die Politik den Menschen vorgegaukelt, es ginge auch anders: Man müsse den Kuchen nicht backen, sondern nur verteilen.

Auch Frankreich ist politisch und wirtschaftlich kein Hort der Stabilität und Prosperität. Die im Jahre 2023 von Präsident Emmanuel Macron gegen entschiedenen Widerstand durchgesetzte Rentenreform und der im Sommer 2024 geplante Sparhaushalt haben maßgeblich zum Rücktritt der Regierung Barnier beigetragen. Wie beurteilen Sie die Lage?

Es braucht Mut, um notwendige, aber unangenehme Maßnahmen durchzusetzen und nicht wieder zu revidieren – das gilt in Frankreich vermutlich noch mehr als anderswo. Das Land kämpft zudem mit einem hohen Schuldenberg, der mit 112 Prozent des Bruttoinlandsprodukts nicht nur den Handlungsspielraum der Politik einschränkt, sondern auch an den Finanzmärkten mit zunehmender Sorge betrachtet wird. Nach Italien muss Frankreich inzwischen die höchsten Zinsen in der Eurozone zahlen. Für 10-jährige französische Staatspapiere sind es aktuell rund 3,4 Prozent im Vergleich zu 3,2 Prozent in Spanien und 3,0 Prozent in Portugal.



So hoch ist der Zinsaufschlag Frankreichs nun auch wieder nicht ...

Es geht mir mehr um die Signalwirkung – die ist groß. Und sie entbehrt nicht einer gewissen Ironie.

Wie meinen Sie das?

Frankreich rückt als Mitinitiator und ehemaliges Kernland der Eurozone nun langsam an die Peripherie. Noch ist das Zinsniveau absolut betrachtet zu verkraften, aber jedes zusätzliche Prozent bedeutet bei Staatsschulden von drei Billionen Euro eine Zusatzbelastung von 30 Milliarden. Die politische Instabilität und der zunehmende Populismus könnten die Staatsausgaben und die Schulden weiter stark wachsen lassen.

Wie groß ist die Gefahr einer Staatsschuldenkrise in Frankreich?

Vermutlich wird die Europäische Zentralbank als Retter der letzten Instanz Frankreich unter die Arme greifen.

Ist die Sorge um den Staatshaushalt auch der Grund, warum der französische Aktienmarkt 2024 mit einem Plus von weniger als einem Prozent – inklusive der Dividenden – weit hinter die anderen Märkte zurückgefallen ist?

Das hat sicherlich verschiedene Gründe, wenngleich die zunehmenden Sorgen über die Finanzstabilität und den Standort Frankreich sicherlich dazugehören.

Wird der Vorsprung der USA unter dem neuen Präsidenten gegenüber Europa und dem Rest der Welt wachsen oder schmelzen – ist Trump eher Fluch oder Segen?

Die Erfahrung aus der ersten Amtszeit von Donald Trump lautet: Man muss ihn ernst nehmen, auch wenn man nicht alles ernst nehmen muss, was er sagt.

Woran denken Sie konkret?

Weder hat er die Nato verlassen noch Zölle auf europäische Autoimporte verhängt, Nordkorea bombardiert oder die mexikanische Grenze mit einer durchgehenden Grenzmauer geschlossen. Man weiß jedoch nie, wie ernst er etwas meint.

Aber wie geht man damit um?

Übertreibungen gehören zu seinem Verhandlungsstil, deshalb laufen Prognosen zu seiner Politik immer Gefahr, vom Chaos eingeholt zu werden. In einem Interview mit dem „Wall Street Journal“ im Oktober 2024 hat Trump behauptet, dass Chinas Präsident Xi Jinping ihn respektiere, weil er „fucking crazy“ sei. Bereits vor seiner Amtseinführung bemüht er sich, diese Selbsteinschätzung zu bestätigen. Grönland, Kanada, der Panamakanal: Nichts scheint vor ihm sicher. Trump setzt die exzeptionelle wirtschaftliche und militärische Macht der USA als Druckmittel ein, wo immer es ihm gefällt.

Und er verspricht, was ihm gefällt ...

Kriege beenden, Grenzen sichern, die Inflation besiegen, Schulden zurückzahlen, das US-Wachstum ankurbeln und Jobs schaffen. Kurzum: ein „Goldenes Zeitalter“ für die USA.



Wird er die Versprechen halten können?

Die Zielkonflikte sind offensichtlich: Verschuldung und Steuern gleichzeitig senken; Zölle erhöhen und Immigranten ausweisen und gleichzeitig die Inflation bekämpfen. Schwieriges Unterfangen.

Was ist mit der Inflation?

Die hohe Inflation der Biden-Jahre war mit ausschlaggebend für Trumps Wahlerfolg. Hier lauert ein großes Risiko für ihn. Sollte die Inflation wieder anziehen, etwa wegen hoher Importzölle oder der massenhaften Ausweisung illegaler Arbeitskräfte, würde das Trump auf die Füße fallen. Deshalb ist nicht davon auszugehen, dass er seine Drohung wahrmacht und hohe Zölle auf alle Importe erhebt. Das würde die Preise auf breiter Front in die Höhe treiben und seine Anhänger besonders hart treffen.

Zuletzt stand vor allem die hohe US-Verschuldung im Fokus - wird er sie deutlich reduzieren können, mithilfe von „Sparkommissar“ Elon Musk?

Das Einnahmeloch der US-Regierung betrug zuletzt 1,8 Billionen US-Dollar, was rund sechs Prozent des Bruttoinlandsprodukts entspricht – und das trotz boomender Wirtschaft. Die erhofften Einsparmöglichkeiten der von Elon Musk geleiteten Effizienzkommission für den Beamtenapparat sollen perspektivisch Einsparungen von zwei Billionen Dollar bringen. Das scheint illusorisch.

Warum?

Gut die Hälfte des knapp 6,8 Billionen US-Dollar schweren Haushalts wird für Sozialausgaben aufgewendet, von denen gut zwei Billionen auf die Altersvorsorge und Krankenversicherung für Rentner entfallen. Trump will da nicht ran – die Babyboomer im Rentenalter gegen sich aufzubringen, wäre keine gute Idee. Rund eine weitere Billion geht für Zinsen drauf, die müssen bezahlt werden. Ebenso unantastbar sind die 900 Milliarden Dollar an Verteidigungsausgaben. Bleiben 1,5 Billionen Dollar an diskretionären Ausgaben übrig. Wenn es gelänge, diese um ein Viertel zu kürzen, bliebe unterm Strich ein Einsparpotenzial von rund 400 Milliarden US-Dollar. Das sind etwa 1,3 Prozent der Wirtschaftsleistung, heißt: Im günstigsten Fall kann die Neuverschuldung auf knapp fünf Prozent des Bruttoinlandsprodukts sinken ...

Also werden die Schulden nicht gesenkt?

Es sieht nicht danach aus, nein. Ich würde eher vom Gegenteil ausgehen.

Mittlerweile sind die USA mit rund 120 Prozent des US-Bruttoinlandsprodukts verschuldet - wie viel ist überhaupt tragbar?

Darauf gibt es keine einfache Antwort. Die USA haben das Privileg, die unangefochtene globale Reservewährung zu besitzen, den Dollar. Das erweitert ihren Spielraum bei der Schuldenaufnahme. Doch auch der hat seine Grenzen.

Wer oder was setzt denn die Grenze?

Der Bondmarkt. Keine Regierung der Welt kann sich dauerhaft erfolgreich gegen ihre Gläubiger stellen. Sollten Investoren keine US-Staatsanleihen mehr kaufen oder halten wollen, weil sie das Vertrauen in die Politik der US-Regierung und die finanzielle Stabilität des Landes verloren haben, wird es auch für Trump



eng.

Trump misst seinen Erfolg nicht zuletzt am Indexstand des S&P 500. Nachdem die Kurse in den vergangenen Monaten wie am Faden gezogen gestiegen sind - droht dort nicht Ungemach?

Auf zwei sehr gute Anlagejahren muss nicht zwangsläufig ein schlechtes folgen, wie ein Blick in die Börsengeschichte lehrt ...

Aber?

Die Erwartungen der Investoren müssen getroffen, besser noch übertroffen werden. Und die Erwartungen sind hoch: ordentliches Wirtschaftswachstum, deutlich steigende Unternehmensgewinne, rückläufige Inflation und weiter fallende Zinsen. Das wäre die Fortsetzung der Vorjahresentwicklung und entspricht dem nach einem Märchen benannten „Goldlöckchen-Szenario“ – der besten aller Welten.

Ist die „beste aller Welten“ nicht eher ein untrügliches Warnsignal?

Derzeit gibt es keine Anzeichen, dass der Technologie-Boom endet oder eine Rezession bevorsteht. Echte Börsenexzesse wie Anfang 2000, als die Bewertungen von Unternehmen in die Stratosphäre schossen und die Kurscharts Fahnenstangen glichen, sind nicht erkennbar. Allerdings ist das Enttäuschungspotenzial durch die hochgesteckten Erwartungen der Investoren gestiegen. Und wer weiß, was Donald Trump noch so alles einfällt. Die Wahrscheinlichkeit für eine Marktkorrektur ist jedenfalls größer geworden.

Wann könnte es soweit sein?

Das ist die Frage, auf die niemand eine verbindliche Antwort hat. Einen Rücksetzer zu timen ist schwer, wie das vergangene Jahr eindrucksvoll bewiesen hat.

Dann schauen wir auf die lange Frist - wie beurteilen Sie das Renditepotenzial von Aktien in den kommenden zehn Jahren?

Deutlich bescheidener im Vergleich zu den vergangenen zehn Jahren. Der Grund dafür liegt in der aktuell hohen Bewertung des US-Aktienmarkts, die schon einen Teil des zukünftigen Wachstums der Unternehmensgewinne vorweggenommen hat. Seit Anfang 2015 haben sich die Unternehmensgewinne der im S&P 500 enthaltenen Aktien verdoppelt, sind also um jährlich sieben Prozent gestiegen, was ziemlich genau dem langfristigen Durchschnitt entspricht. Dagegen haben sich die Aktienkurse verdreifacht, was einen jährlichen Anstieg von 11,2 Prozent bedeutet. Aktien sind also teurer geworden. Rund ein Drittel der Kursgewinne in den vergangenen zehn Jahren ist auf die gestiegene Bewertung zurückzuführen. Zwei Drittel sind „ehrlich verdient“.

Können Sie die Renditeerwartungen vielleicht konkretisieren?

Im besten Falle wachsen die US-Unternehmensgewinne in etwa mit ihrem langfristigen Durchschnittstempo von jährlich sieben Prozent – und die Bewertung bleibt auf dem aktuell hohen Niveau. Das würde auf Sicht von zehn Jahren eine Kursverdopplung der im S&P 500 Index enthaltenen Aktien bedeuten. Zuzüglich Dividenden wäre das ein Gesamtertrag von circa 8,5 Prozent pro Jahr.

Und im „Normalfall“?



Die Unternehmensgewinne steigen um sieben Prozent. Die Bewertung fällt wieder auf ihren langfristigen Mittelwert von circa 18. Das würde einen jährlichen Kursanstieg von knapp 4 Prozent bedeuten und zuzüglich Dividenden einen Gesamtertrag von circa 5,5 Prozent pro Jahr.

Und wenn es schlechter läuft?

Das Gewinnwachstum und/oder die Bewertung fallen unter das Niveau des „Normalfalls“. Der zu erwartende Gesamtertrag läge dann noch niedriger.

Was bedeutet die Einschätzung konkret für eine langfristig ausgerichtete Anlagestrategie?

Anleihen sind im Vergleich zu Aktien attraktiver geworden, was eine höhere Gewichtung von Bonds rechtfertigt, sofern man ein nachhaltig höheres Inflationsniveau ausschließt. Das langfristige Potenzial der großen Aktienindizes, nehmen wir S&P 500 und MSCI World als Beispiele, ist bescheiden. Sie könnten ihren Status als Heiliger Gral der Investmentwelt verlieren.

Was bedeutet das?

Das Potenzial von unterbewerteten Titeln, die nicht zu den Indexschergewichten zählen und deshalb lange verschmäht wurden, erscheint größer. Aktives Management dürfte sich auch bei Aktien wieder auszahlen.

Vielen Dank für das Gespräch.

*Das Interview wurde in unserem Magazin **Position** publiziert, das Sie [hier](#) kostenlos lesen können.*



Über die verfassende Person
Flossbach von Storch

RECHTLICHER HINWEIS

Diese Veröffentlichung dient unter anderem als Werbemitteilung.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen von Flossbach von Storch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Zukunftserwartung von Flossbach von Storch wider, können aber erheblich von den tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnissen abweichen. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück.

Mit dieser Veröffentlichung wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Sie ersetzen unter anderem keine individuelle Anlageberatung.

Diese Veröffentlichung unterliegt urheber-, marken- und gewerblichen Schutzrechten. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Bereithaltung zum Abruf oder Online-Zugänglichmachung (Übernahme in andere Webseite) der Veröffentlichung ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung von Flossbach von Storch zulässig.

Angaben zu historischen Wertentwicklungen sind kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

