

Sind Zentralbanken und demokratische Volksvertreter noch mächtig?



Norbert Clément
Geschäftsführender Gesellschafter

In den letzten 12 Monaten wurde, insbesondere von der Garde der „altgedienten Volkswirte“, darauf verwiesen, dass die Inflation genauso hart bekämpft werden müsse, wie bei den beiden Ölkrisen in den 70er Jahren bzw. zu Beginn der 80er Jahre. Die Zentralbanken seien einfach zu zögerlich und würden so die Inflation nicht in den Griff bekommen. In dem folgenden Kommentar möchten wir diese Aussage einmal beleuchten. Im ersten Schritt stellen wir ein paar Fakten gegeneinander, um danach die eigentliche Frage in drei Schritten abzuarbeiten. Kleines Schmäckerl vorweg: Chinas Anteil am kaufkraftbereinigten globalen BIP betrug 1980 2,33 % und 2022 18,92 %.¹⁾

Die Rahmenbedingungen haben sich geändert

	2. Ölpreiskrise	aktuell 2022	Veränderung in %
BIP in Mrd.	788,52	3.876,81	491,66
BIP-Wachstum in % und 2 Folgejahre	1,40/0,50/-0,40	1,80/"0,00"/?	
Staatsverschuldung in Mrd. in Euro	239	2.368	990,79
in % des BIP	30,31	61,08	201,52
Lohnabschlüsse	6,97	2,60	
Export in % zum BIP	22,72	40,67	179,05
Import in % zum BIP	22,14	38,55	174,15

Quellen: <https://de.statista.com/>; <https://www.destatis.de>

Die Verschuldung, Export und Import haben sich seit 1980 in Relation zum BIP verdoppelt

Kapitalmarktfakten im Vergleich

	Jun 80	Sep 23
Inflation	5,60	6,10
Zinsen 12 M	9,50	3,65
Zinsen 10 Jahre Bundesanleihen	8,20	2,55
Lombard-Satz/ECB	7,50%	4,25%

Quellen: <https://de.statista.com/>; <https://www.bundesbank.de/resource/blob/650692/729295ed9ff719e58a6791df437f4135/mL/s510tttdiskont-data.pdf>

Der steigende Zins trifft die Staaten und die Zentralbanken am stärksten

Die oberen beiden Tabellen zeigen am Beispiel der Bundesrepublik Deutschland sehr deutlich auf, dass die Datenbasis, wenn man nicht nur die Inflationsraten betrachtet, sich deutlich verändert hat. Das BIP hat sich verfünffacht, aber die Staatsverschuldung hat sich gleichzeitig annähernd verzehnfacht und im Verhältnis zum BIP verdoppelt. Sowohl der Export als auch der Import haben sich als Anteil des BIP fast verdoppelt. Die Bremswirkung des Außenhandels ist heute vermutlich wichtiger als der EZB- Zins, oder schlichter formuliert: „Wenn die Handelspartner husten, dann bekommt Deutschland eine Grippe“. Ein anderer wichtiger Faktor ist, dass der geburtenstärkste Jahrgang damals 16 Jahre alt war und heute 59 Jahre alt ist. Er hat in der Zwischenzeit das Wachstum mitgetragen und danach am Kapitalmarkt gespart. Mit diesen o.g. Rahmenbedingungen haben die Zinsanhebungen heute vermutlich nicht mehr die gleiche Wirkungskette wie 1980. Die Kreditnachfrage geht zwar stark zurück, aber trifft damit nur einen Teil der Wirtschaft. Die Zinsschritte führen dazu, dass die Staaten und die Zentralbanken auf der Zinsseite stark getroffen werden Die Bilanzen einiger Zentralbanken weisen bereits negatives Eigenkapital aus. **Was soll man davon halten?**

Sind Zentralbanken und demokratische Volksvertreter noch mächtig?

Die Verschuldungsgeister die ich rief, werde ich nicht los!

Wo begann dieses Dilemma? Wir erlauben uns, den Zeitpunkt mit der Präsidentschaft Reagan von 1981 bis 1989 und Thatcher von 1979 bis 1990 als Premierministerin²⁾ zu starten. Ab dieser Periode wurden Steuern rund um den Globus gesenkt, während gleichzeitig die Staatsverschuldungen und Geldmengen stetig anwuchsen. Der globale Handel und damit das weltweite Wachstum wurden so stimuliert. Ein erstes und zweites Mal kam dieser Pfad 1987 mit dem Börsencrash und dann um die Jahrtausendwende ins Stocken, bei der damals Alan Greenspan (Angst vor Computerstillstand), den Geldhahn richtig weit aufgemacht hatte (der „Greenspan-Put“ war geboren).³⁾ Sein Nachfolger Ben Bernanke wird auch häufig als „Helicopter Ben“ bezeichnet, weil er die Ausweitung der Geldmenge und Geldschöpfung verteidigte und weiter praktizierte. Die 2008er Bankenkrise³⁾ („Mutter aller Krisen“, FAZ v. 10.09.2023) war dabei die extremste „Spritze“. Die Ausweitung der Zentralbankbilanz durch „quantitative easing“ führte dann Janet Yellen fort (heutige Finanzministerin der USA). Die europäischen Zentralbanken, allen voran die EZB, folgten prompt. Während dieser mehr als 40 Jahre wurden die Zinsen trotz steigender Verschuldung nach unten geschleust, so dass am Tiefpunkt der Zinsen, Ende 2021, galt: Die Schuldenberge, die man über 40 Jahre aufgebaut hatte, waren nun, mit dem tiefsten Zins der Nachkriegszeit gekoppelt und bildeten den Ausgangspunkt für die Zinswende. Eine gelinde gesagt schwierige Situation für die Zentralbanken.

Diese Unternehmen steuern (2008/2020 ff) die Politik und die Zentralbanken – too big to fail ist ein Denken der Manager geworden.

	Marktkapitalisierung in Mrd. Landeswährung	in % zum GDP
Nestlé/Schweiz	281,79	37,80
Apple/USA	2.962,10	11,63
LVMH/Frankreich	391,15	15,64
SAP/Deutschland	157,10	4,36
Nordea/Schweden	432,08	7,82
Norsk Hydro/Norwegen	127,90	10,75
Novo Nordisk/Dänemark	2.995,10	86,93
Intel/Deutschland	153,32	4,26

Quellen: <https://www.statista.com/statistics/318331/gross-domestic-product-gdp-in-denmark/>; Bloomberg

Euro 1 Mio. Subventionen pro Mitarbeiter ist keine freie Marktwirtschaft mehr.

Auf der anderen Seite sind die börsennotierten Unternehmen in dieser Zeit immer größer und mächtiger geworden. Die Börsenkapitalisierung hat zum Teil ein Ausmaß im Verhältnis zum BIP angenommen das extrem erscheint (s.o.).⁴⁾ Kein großes, weltweit agierendes Unternehmen investiert heute in einen neuen Standort, ohne vorher die Hand bei den jeweiligen Landesregierungen aufzuhalten. Wenn ein Unternehmen wie Intel (Börsenwert fast 5 % des deutschen BIPs) ein Werk in Deutschland baut, bekommt es 10 Mrd. Euro Subventionen und schafft damit vermutlich ca. 10.000 Arbeitsplätze⁵⁾ – erhält somit pro Arbeitsplatz ca. Euro 1 Mio. Unterstützung. Wenn auf der anderen Seite die Bundesregierung mehrere Wochen über die Kindergrundsicherung streitet, die in Höhe von 2,4 Mrd. Euro am Ende 1,9 Mio. Kinder⁶⁾ absichern soll, fehlt einem das Verständnis. Die Wettläufe um Subventionsangebote erscheinen, vor dem Hintergrund der gestiegenen Zinsen, der ausufernden Staatsverschuldungen und den oben beschriebenen Wirkungsketten, zunehmend surreal.

Sind Zentralbanken und demokratische Volksvertreter noch mächtig?

Staaten und Zentralbanken sind nicht mehr mächtig – die Global-Player bestimmen das Spiel.

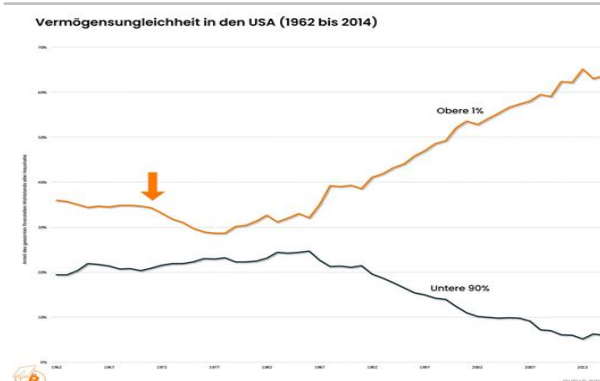
Die realen Einzelhandelsumsätze sind wegen der Inflation deutlich rückläufig.

Diese erhebliche Disproportionalität drückt Risikopotenziale aus und zeigt, dass Geld im Überfluss vorhanden ist.

Wir brauchen wieder mehr Realwirtschaft – und das insbesondere in Gestalt von kleinen und mittelgroßen Unternehmen.

Zwischenresümee: Die Staaten sind erheblich höher verschuldet als 1980. Die Politik der Zentralbanken trifft sie selbst sehr stark. Kapitalinvestoren konnten über 40 Jahre gut verdienen. EZB-Chefin Lagarde kritisiert aktuell: „**die Inflation der Gewinne**“. Zu Beginn der jüngsten Preiserhöhungsrunde stiegen die Einnahmen vieler Firmen schneller als die Löhne. Einige Unternehmen in Europa erhöhten die Preise sogar schneller, als ihre Kosten für Energie und Vorprodukte gestiegen waren.⁷⁾ Das Gott gegebene Handicap von Politik und Zentralbanken ist scheinbar, dass ihre Macht an der Landesgrenze/Grenze des Währungsraums aufhört. Die sogenannten „Global-Player“ können, wie der Name schon sagt, über die Grenzen hinaus mit den Regierungen spielen (s.o. Subventionsabfragen). Das ist sicherlich volkswirtschaftlich bedenklich.

Dabei wird in der Volkswirtschaftslehre auf die Ungleichgewichte von Real- und Finanzwirtschaft durchaus hingewiesen. War noch um 1980 die weltweite Realwirtschaft der Finanzwirtschaft quantitativ mit 2:1 überlegen, so ist sie heute mit 1:3,5 deutlich unterlegen.⁸⁾ **Diese erhebliche Disproportionalität drückt Risikopotenziale aus und zeigt, dass Geld im Überfluss vorhanden ist. Zum Vergleich,** zwischen 1872 und 1950 lag die Risikoprämien in Realwirtschaft und Finanzwirtschaft annähernd gleichhoch. Würden wir nun Joseph Schumpeters Metapher von einem Hund, der beim Spaziergang seinem Herrn einmal vorausläuft und einmal hinter ihm zurückbleibt, aufgreifen, **müssten wir uns auf die Länge der Leine konzentrieren.** Diese hat sich zu sehr in die falsche Richtung gedehnt und aufgrund der vielen Rettungsaktionen für die Finanzwirtschaft gilt sie zudem als undurchtrennbar (Greenspan-Put). Die Investoren wurden reicher, aber der Produktionsfaktor Arbeit hat keine entsprechende Aufwertung erfahren.

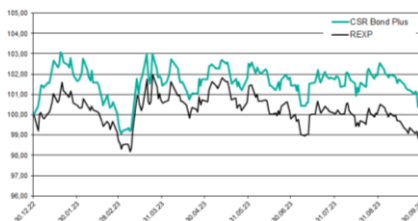


Quellen: <https://www.blocktrainer.de/wtf-happened-in-1971-deutsch/>

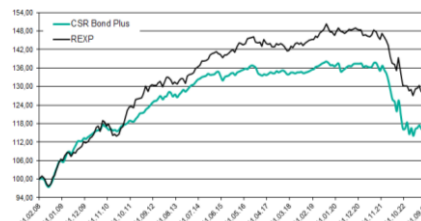
Statt der von den Zentralbanken und der Politik immer wieder aufgeblähten Finanzwirtschaft benötigen wir dringend wieder mehr Realwirtschaft und das über alle Unternehmensgrößen hinweg.

Quellen: ¹⁾ <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/167632/umfrage/anteil-chinas-am-globalen-bruttoinlandsprodukt-bip/>; ²⁾ https://de.wikipedia.org/wiki/Ronald_Reagan; https://de.wikipedia.org/wiki/Margaret_Thatcher; ³⁾ https://en.wikipedia.org/wiki/Greenspan_put; ⁴⁾ <https://www.statista.com/statistics/318331/gross-domestic-product-gdp-in-denmark/>; ⁵⁾ <https://www.merkur.de/wirtschaft/intel-werk-magdeburg-foerderung-subvention-standort-milliarden-bund-arbeitsplatz-zr-92350702.html>; ⁶⁾ <https://www.bundesregierung.de/breg-de/aktuelles/kindergrundsicherung-2216540>; ⁷⁾ Lagarde in der F.A.S. v. 17.09.2023, Seite 21 ; ⁸⁾ <https://de.wikipedia.org/wiki/Realwirtschaft>

Performance des CSR Bond Plus



in 2023: **+0,77 %** (REXP: -0,85 %)



seit Auflage: **+15,51 %** (REXP: +27,52 %)

Performance des CSR Ertrag Plus

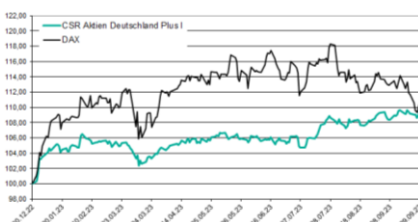


in 2023: **+3,98 %**

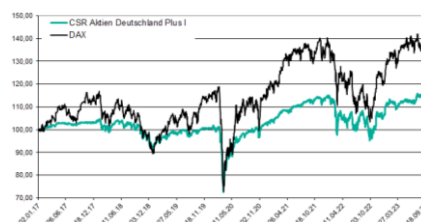


seit Auflage: **+4,54 %**

Performance des CSR Aktien Deutschland Plus I



in 2023: **+9,53 %** (DAX: +10,51 %)



seit Auflage: **+16,42 %** (DAX: +32,66 %)

Performance des CSR Bond Focus SDG



in 2023: **-1,67 %**



seit Auflage: **-21,50 %**

Links zu den aktuellen Factsheets der CSR-Fonds

- <https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-bond-plus.html>
- <https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-ertrag-plus.html>
- <https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-aktien-deutschland-plus.html>
- <https://csr-beratungsgesellschaft.de/csr-bond-focus-sdg.html>

Sind Zentralbanken und demokratische Volksvertreter noch mächtig?

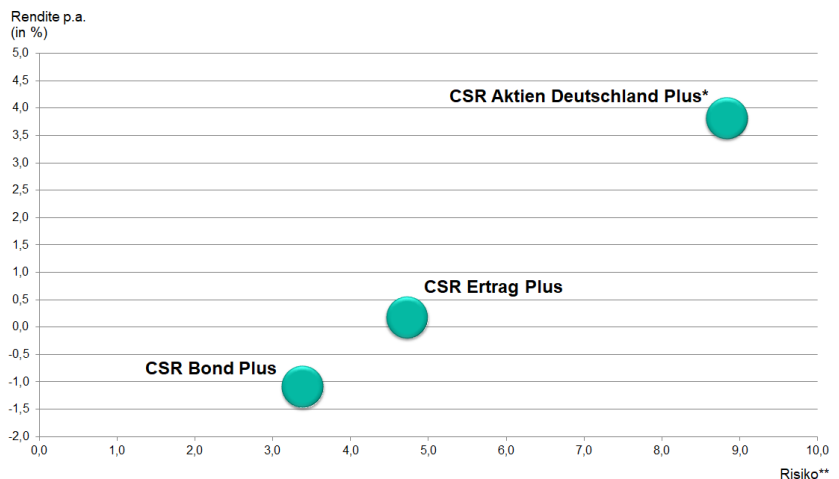
Rendite und Risiko der CSR-Fonds auf einen Blick

(31.12.2013 – 30.09.2023)

* Bis 02.01.2017
CSR „AS – Equity D“ wikifolio,
ab 02.01.2017 CSR Aktien
Deutschland Plus Fonds

** monatliche Volatilität der
Renditen (annualisiert)

Quelle: www.wikifolio.de,
Bloomberg, eigene Darstellung



	Rendite p.a. in %	Risiko**	Rendite/Risiko
CSR Bond Plus	-1,09	3,38	-0,32
CSR Ertrag Plus	0,18	4,73	0,04
CSR Aktien Deutschland Plus*	3,82	8,83	0,43

Marktentwicklung/ Zusammenfassung

Das Marktgeschehen im September wurde maßgeblich von den Aussagen der Notenbanken beeinflusst. Sowohl die EZB als auch die FED betonten erneut, dass die Zinsen für eine längere Zeit auf einem hohen Niveau verharren würden, um der hartnäckigen Inflation entgegenzuwirken. Dies führte zu Gegenwind an den Kapitalmärkten.

Die DAX-Performance im September lag mit -3,41 % deutlich im negativen Bereich. Beim DJEuroStoxx50 mit -2,77 % und beim S&P 500 (Performance: -4,77 % in USD) war der Verlauf ähnlich. Die Rendite der öffentlichen Anleihen in Deutschland stieg im 10-Jahresbereich signifikant an, von +2,47 % per Vormonatsultimo auf +2,84 %, und im 2-Jahresbereich von +2,98 % auf +3,20 %. Die REXP-Performance lag dementsprechend ebenfalls im negativen Bereich mit -1,16 %. Der Goldpreis gab um -4,72 % (in USD) nach. Der US-Dollar wertete im Monatsverlauf gegenüber dem Euro um 2,46 % erneut auf.

Besonders erfreulich war die Entwicklung beim CSR Aktien Deutschland Plus Fonds. Trotz der Schwäche des Aktienmarkts und der gestiegenen Volatilität lag die Fondsp performance im September im positiven Bereich und somit deutlich über dem Marktdurchschnitt.

Die aktuelle Jahresperformance unserer Fonds beträgt per Ultimo September:

- **CSR Bond Plus:** **+0,77 %**
- **CSR Ertrag Plus:** **+3,98 %**
- **CSR Aktien Deutschland Plus:** **+9,53 % (I-Tranche)**
bzw. +9,22 % (R-Tranche)
- **CSR Bond Focus SDG:** **-1,67 %**