



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

WIRTSCHAFT & POLITIK 13/05/2022

Populismus und Inflation

Oder weshalb der Westen ein neues „Bretton Woods“ benötigt

von Norbert F. Tofall

Zusammenfassung

Ohne eine schnelle Entschuldung der westlichen Staaten dürfte eine schnelle Inflationsbekämpfung nicht möglich sein. Deshalb muß der Westen seine Währungs-, Geld- und Schuldenordnung neu aufstellen.

Abstract

Without a rapid deleveraging of the Western states, a rapid fight against inflation is unlikely to be possible. Therefore, the West must reorganize its currency, monetary and debt regimes.



I.

Populismus profitiert von Inflation. Und das scheint sowohl in Hinsicht auf Konsumgüterpreisinflation als auch in Bezug auf Vermögenspreisinflation zu gelten.

In Frankreich haben bei der Präsidentenwahl im April die Rechtspopulisten unter Führung von Marine Le Pen und die Linkspopulisten unter Führung von Jean-Luc Mélenchon von der Konsumgüterpreisinflation profitieren können, deren soziale Folgen beide ins Zentrum ihrer Wahlkampagnen gestellt haben. Dieser Trend könnte sich bei den Wahlen zur französischen Nationalversammlung am 12. und 19. Juni 2022 fortsetzen. Jean-Luc Mélenchon ist es sogar bereits gelungen, ein „Volksunion“ genanntes Wahlbündnis aus Linkspartei, Grünen, Kommunisten und Sozialisten unter seiner Führung zu bilden.

Von Vermögenspreisinflation und deren sozialen Folgen konnte 2016 in den USA der Medienunternehmer und politische Quereinsteiger Donald Trump mit seiner Wahlkampagne „Make America Great Again“ profitieren und US-Präsident werden. Die heutige hohe Konsumgüterpreisinflation dürfte nun bei den Zwischenwahlen im November 2022 abermals der heute Trump weitgehend ergebenden Republikanischen Partei Vorteile erschaffen.

Und in Deutschland profitierte die AfD in ihrer Gründungsphase 2013 von einer durch die Eurorettungspakete ausgelösten Inflationsangst. Daß die AfD zur Zeit von der hohen Konsumgüterpreisinflation in Deutschland nicht zu profitieren scheint, dürfte an der Radikalisierung der AfD liegen, die sich selbst in die strukturelle Koalitionsunfähigkeit manövriert hat. Mittlerweile darf die AfD sogar vom Verfassungsschutz mit nachrichtlichen Mitteln beobachtet werden. Marine Le Pen war in den letzten Jahren in Frankreich die umgekehrte Richtung gegangen und hat ihre Bewegung etwas endradikalisiert. Das hat zwar am rechten Rand Platz für Éric Zemmour geschaffen, Marine Le Pen in der Summe aber größere Wählerpotentiale erschlossen. Ob die AfD in Deutschland im Zuge der sich verfestigenden Inflation nicht aber doch noch neuen Aufwind erhalten könnte, ist derzeit offen.



II.

Obwohl Populismus von Inflation profitiert, sind die Programme rechter und linker Populisten in der Regel ungeeignet, die Ursachen sowohl von Vermögenspreisinflation als auch von Konsumgüterpreisinflation zu bekämpfen. Im Gegenteil: Die propagierten und durch neue Staatsschulden zu finanzierenden Ausgabenprogramme für die umworbene Wählerklientel befeuern die Ursachen der Inflation.

Donald Trump hatte zwar im Präsidentenwahlkampf 2016 angekündigt, im Falle eines Wahlsieges die geldpolitische Taylor Rule einzuführen, wollte nach seiner Wahl zum Präsidenten der USA davon aber nichts mehr wissen. Darüber hinaus hatte Donald Trump die Staatsverschuldung der USA auf bislang unbekannte Höhen getrieben. Bereits vor der Corona-Krise erreichte die US-Staatsverschuldung Ende 2019 eine Höhe von 109 Prozent des BIP. Im Zuge der Corona-Krise ist die US-Staatsverschuldung 2021 auf 125 Prozent des BIP gestiegen und die Zentralbankgeldmenge in Höhen geschossen, die man bislang nur aus Kriegszeiten kannte. Donald Trump hatte die Steuern gesenkt und Regulierungen abgebaut, grundlegende Strukturreformen des fiskalischen und geldpolitischen Systems, in welchem die Hauptursachen der Inflationsgefahren zu finden sind, war er jedoch nicht angegangen. Der heutige US-Präsident Joe Biden geht derartige Reformen aber auch nicht an und betreibt – die linken Populisten in seiner eigenen Partei im Nacken – eine noch ausgeprägtere Schuldenpolitik als sein Vorgänger, so daß sich durch die schuldenfinanzierte Corona-Krisen-Politik zusätzlich Konsumgüterpreisinflation entwickelt hat, welche der Republikanischen Partei und Donald Trump politisch nutzen dürften. Der Ukraine-Krieg kommt als zusätzliche Inflationslast dazu.

Die FED will die Inflation zwar bekämpfen und erhöht die Zinsen und ist der EZB weit voraus, - von einer durchgreifenden Realzinswende, welche die Realverzinsung (Zinsen minus Inflation) aus dem negativen Bereich hebt, kann jedoch nicht gesprochen werden, obwohl die Nominalzinswende zu einem Crash auf dem Rentenmarkt geführt und sich der Aktienmarkt in einen Bärenmarkt gewendet hat. Für eine positive Realverzinsung müßte vorab die Staatsverschuldung massiv gesenkt werden, weil sonst die Zinslast im Staatshaushalt steigen und andere Staatsausgaben entsprechend beschneiden



würde. Ob sich die Inflation jedoch wirksam bekämpfen läßt, solange die Realverzinsung im negativen Bereich verharrt, ist zumindest fraglich.

In der Eurozone hinkt die EZB der FED deutlich hinterher, weil sich das Staatsschuldenproblem in der Eurozone in noch problematischerer Weise als in den USA stellt. Denn der Streit um die Staatsschulden kann zwischen den Euro-Mitgliedsstaaten jederzeit neu entflammen und den Zusammenhalt in der gesamten Europäischen Union schwächen. Spätestens wenn die Verschuldungsregeln des Stabilitätspaktes wieder in Kraft gesetzt werden, droht dieser Streit, den sich die EU geopolitisch angesichts des Ukraine-Krieges und der chinesischen Herausforderung nicht ansatzweise leisten kann.

Daß von einem derartigen neuen Schuldenstreit rechte und linke Populisten profitieren könnten, muß nicht näher ausgeführt werden. In Frankreich werden die teils militanten Proteste gegen das ökonomische Reformprogramm von Präsident Macron durch Behauptungen von Le Pen und Mélenchon angeheizt, daß die französischen Probleme auf die EU zurückzuführen sind. In Italien und Spanien und vielen anderen Ländern agieren rechte und linke Populisten nicht viel anders.

III.

Halten wir zusammenfassend fest: Angesichts der hohen Staatsverschuldung in den USA und Europa dürfte sich der Westen in der ökonomisch problematischen Lage befinden, in welcher eine wirksame Bekämpfung der Inflation erst nach einer Entschuldung der Staatshaushalte möglich wird. Diese ökonomisch problematische Lage, die durch hohe Inflationsraten und vermutlich niedrige Wachstumsraten des BIP gekennzeichnet ist (Stagflation), könnte politisch dazu führen, daß rechte und linke Populisten von der anhaltenden Inflation noch mehr profitieren als bislang. Da die Programme rechter und linker Populisten die Ursachen der Inflation nicht ansatzweise bekämpfen, sondern durch erhöhte Ausgabenprogramme neue Schulden vorprogrammieren, wird von rechten und linken Populisten keine Entschuldung der Staatshaushalte ausgehen. Und je länger mit der Bekämpfung der Inflation gewartet wird, desto stärker könnten rechte und linke Populisten profitieren und die Polarisierung durch Problemverschleppung geht in den westlichen



Gesellschaften weiter. Wenn diese politisch und ökonomisch gefährliche Abwärtsspirale aufgehalten und eine positive Wachstumsdynamik in Gang gesetzt werden soll, dann ist eine möglichst schnelle Entschuldung der westlichen Staaten sinnvoller als eine zeitlich sehr geschreckte.

Dazu kommt, daß zeitlich gestreckte Entschuldungen von Staatshaushalten in der Vergangenheit leider nur in wenigen Staaten erfolgreich waren. Das gilt insbesondere für die Entschuldungsversuche in der Eurozone in den letzten 10 Jahren.¹

Im Zuge der Verhandlungen über die Einführung des Rettungsschirms ESM und den Diskussionen, wie sich die Europäische Union über die Eurozone hinaus finanziell stabiler aufstellen kann, vereinbarten 25 Mitgliedsländer der Europäischen Union im sogenannten europäischen Fiskalpakt vom 2. März 2012 eine Schuldenbremse in ihren nationalen Verfassungen oder in ihrer nationalen Gesetzgebung zu verankern. Im Februar 2017 teilte die EU-Kommission mit, daß „der Inhalt des fiskalpolitischen Pakts Eingang in die nationalen Haushaltsrahmen aller Vertragsparteien gefunden“ habe. Im europäischen Fiskalpakt wurde vereinbart, daß der gesamtstaatliche Haushalt einer Vertragspartei ausgeglichen zu sein oder einen Überschuß auszuweisen habe. Allerdings dürfen die Vertragsparteien bei außergewöhnlichen Umständen vorübergehend von diesem Ziel oder dem dorthin führenden Anpassungspfad abweichen. Unter außergewöhnlichen Umständen werden Ereignisse verstanden, die sich der Kontrolle des Staates entziehen und erhebliche Auswirkungen auf die Lage der öffentlichen Haushalte haben. Die Corona-Krise fällt zweifelsohne unter diese Ausnahmeregelung.

Durch den Ausnahmetatbestand der Corona-Krise sind bis Ende 2022 de facto und de jure alle europäischen Verschuldungsregeln außer Kraft gesetzt. Und daß nach der Corona-Krise von allen Mitgliedsländern zu diesen Verschuldungsregeln aus dem Vertrag von Maastricht und zum europäischen Fiskalpakt zurückgekehrt wird und sich dann alle Vertragsländer an diese Regeln halten, ist wenig wahrscheinlich. Denn obwohl der europäische

¹ Siehe zu den folgenden Absätzen NORBERT F. TOFALL: *Entschuldung nach der Corona-Krise*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 8. April 2020, online unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/kommentare/entschuldung-nach-der-corona-krise/>



Fiskalpakt seit dem 1. Januar 2013 in Kraft war und selbst Italien eine entsprechende Schuldenbremse in seine Verfassung aufgenommen hatte, haben die europäischen Schuldenbremsen auch vor der Corona-Krise die Schulden vieler Euroländer nicht gebremst. In Italien und Frankreich stiegen die Staatsschuldenquoten weiter und die zyklisch bereinigten Budgetdefizite der Staaten blieben weit entfernt von ihrem Ziel von maximal 0,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Nur in Deutschland fiel die Staatsschuldenquote auf rund 60 Prozent und der zyklisch bereinigte Budgetsaldo des Staats verzeichnete einen Überschuß. Das heißt, daß die deutsche Schuldenbremse bis zur Corona-Krise sehr effektiv war, während in Italien und Frankreich die dort aufgrund des Fiskalpaktes eingeführten Schuldenbremsen weitgehend ignoriert wurden. Italien hatte sogar bereits kurz vor Weihnachten 2018 die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes und des Fiskalpaktes de facto außer Kraft gesetzt² und hatte auch im gesamten Jahr 2019 erfolgreich eine Politik verfolgt, die europäischen Verschuldungsregeln Schritt für Schritt weiter aufzuweichen und abzuschaffen.³ Auffällig ist darüber hinaus, daß seit der Rede von Mario Draghi am 18. Juni 2019 in Sintra die Diskussionen um Einführung von MiniBots in Italien verstummt war. Aus Sicht Italiens hatten die EZB und Mario Draghi am 12. September 2019 durch ihr umfangreiches geldpolitisches Maßnahmenpaket geliefert.

Jetzt im Frühjahr 2022 vermehren sich die Forderungen, die Verschuldungsregeln der Eurozone, den Stabilitätspakt und die Schuldenbremsen dauerhaft außer Kraft zu setzen. Deutschland und einige andere Staaten lehnen diese Vorschläge ab und wollen wie geplant 2023 zu diesen Regeln zurückkehren. Das vom deutschen Bundesfinanzminister Christian Lindner in dieser Woche veröffentlichte Papier „Finanzpolitik in der Zeitenwende – Wachstum stärken und inflationäre Impulse vermeiden“ berücksichtigt die wieder gelten sollenenden Regeln und sieht eine schrittweise Rückführung der deutschen

² Siehe NORBERT F. TOFALL: *Regelbruch mit Segen der EU-Kommission*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 4. Januar 2019, online abrufbar unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/kommentare/regelbruch-mit-segen-der-eu-kommission/>

³ Siehe NORBERT F. TOFALL: *Italienspokerspiel geht in die zweite Runde*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 13. Juni 2019, online abrufbar unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/kommentare/italiens-pokerspiel-geht-in-die-zweite-runde/>



Staatsverschuldung vor.⁴ Dieses Papier ist auf die deutschen Möglichkeiten zugeschnitten, vernachlässigt aber das systematische Problem, daß im gesamten Euroraum inflationäre Impulse zurückgedrängt werden müssen.

Deutschland kann zwar auf die erfolgreiche Entschuldung seines Staatshaushaltes zwischen 2012 und 2019 verweisen. Aber ist es realistisch, daß auch alle anderen Euro-Mitgliedsländer diese Entschuldung ab 2023 leisten werden? Zu vermuten ist angesichts der Erfahrungen zwischen 2012 und 2019 doch wohl eher, daß selbst bei formaler Wiederinkraftsetzung der europäischen Verschuldungsregeln und der Schuldenbremsen große Euroländer wie Italien und Frankreich ihrer Entschuldungspflicht nicht nachkommen. Das heißt, daß eine schrittweise Entschuldung der Eurozone abermals scheitern würde. Ohne eine schrittweise Entschuldung der Eurozone dürfte selbst eine nur schrittweise Bekämpfung der Inflation aber nicht gelingen. Notwendig ist aber eine wirksame und schnelle Bekämpfung der Inflation.

IV.

Wenn die ökonomisch problematische Lage des Westens bekämpft und neue Wachstumsdynamiken in der Europäischen Union und in den USA ermöglicht werden sollen, dann ist eine möglichst schnelle Entschuldung der westlichen Staatshaushalte und eine dadurch ermöglichte wirksame Bekämpfung der Inflation unausweichlich. Der Dreh- und Angelpunkt sind die Staatsschulden. Die horrenden Staatsschulden verhindern in den USA und in der Eurozone eine Zinspolitik à la Paul Volcker. In der Eurozone sind die Staatsschulden zudem einer der größten Spaltpilze, welche den Zusammenhalt der gesamten EU gefährden können. Die Staatsschulden müssen deshalb weg und unsere monetäre und fiskalische Ordnung muß neu aufgestellt werden. Im Grunde benötigt der Westen eine Art neues „Bretton Woods“, - eine Neuaufstellung unserer Währungs-, Geld- und Schuldenordnung.

⁴ Siehe online: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Oeffentliche_Finzen/finanzpolitik-in-der-zeitenwende.html



Wenn die westlichen Staaten entschuldet wären, dann wären sowohl Staatsschuldenshilfsprogramme als auch eine Geldpolitik, welche durch Niedrig-, Null- und Negativzinspolitik die Staatsschulden tragfähig hält, unnötig. Darüber hinaus wäre ein frei sich auf dem Markt bildender Zins wieder möglich. Die Zombifizierung von Banken und Unternehmen könnte beendet und neue Wachstums- und Investitionspotentiale erschlossen werden. Ohne einen frei sich auf dem Markt bildenden Zins wird die Marktwirtschaft jedoch in immer mehr Bereichen der Wirtschaft ausgehebelt. Neue Wachstumspotentiale werden dadurch verhindert.

Da schrittweise Entschuldungen von Staaten, wie sie durch die Regeln des europäischen Fiskalpaktes angestrebt wurden, bereits vor der Corona-Krise gescheitert waren und da angesichts der heutigen Inflation in den USA und in der Eurozone und anderen westlichen Staaten eine schnelle Inflationsbekämpfung qua vorheriger schneller Entschuldung notwendig ist, könnte die Entschuldung in einem einzigen Schritt erfolgreich sein. Dieser eine Schritt sollte aus drei gleichzeitig umzusetzenden Elementen bestehen:

Dem sogenannten Chicago-Plan von 1933 folgend⁵ sollten die Zentralbanken der westlichen Staaten *erstens* die Staatsschulden ihrer jeweiligen Länder auf ihre Bilanz nehmen und *zweitens* den Bürgern sichere Bankeinlagen durch Volldeckung mit Zentralbankgeld ermöglichen sowie digitales Zentralbankgeld als Vollgeld schaffen,⁶ durch den politische Manipulationen des Zinses erschwert werden. Darüber hinaus muß *drittens* durch die Zulassung von konkurrierenden Privatwährungen⁷ „marktwirtschaftlicher Abwanderungsdruck“ auf- und ausgebaut werden, welche die westlichen Währungen durch

⁵ Siehe IRVING FISHER: *100% Money and the Public Debt*, Economic Forum April-June 1936, pp. 406-420 sowie JAROMIR BENES and MICHAEL KUMHOF: *The Chicago Plan Revisted*, IMF-Working Paper, WP/12/202, August 2012. Zu den Befürwortern einer 100-Prozent-Reservepflicht für Geschäftsbanken gehörte neben Irving Fisher auch Milton Friedman, siehe MILTON FRIEDMAN: *A Program for Monetary Stability, Band 3: The Millar Lectures*, New York (Fordham University Press) 1961.

⁶ Siehe THOMAS MAYER: *Ein digitaler Euro zur Rettung der EWU*, Studie des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 24. Oktober 2019, online abrufbar unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/studien/ein-digitaler-euro-zur-rettung-der-ewu/> und THOMAS MAYER: *Das Inflationsgespenst*, Salzburg (Ecowin) 2022.

⁷ Siehe FRIEDRICH A. VON HAYEK: *Entnationalisierung des Geldes. Eine Analyse der Theorie und Praxis konkurrierender Umlaufmittel*, Tübingen (Mohr) 1977



die praktische Möglichkeit, aus ihnen abzuwandern, stabilisiert.⁸

Wenn man bedenkt, daß sich die FED, die EZB, die BoJ und andere Zentralbanken mit ihren Anleihekaufprogrammen de facto bereits seit längerem auf dem Weg befanden, die Staatsschulden ihrer Länder auf ihre Bilanz zu nehmen, dann erscheint die skizzierte Vorgehensweise alles andere als utopisch. Durch den einmaligen Schritt würde jedoch eine sofortige und wirksame Inflationsbekämpfung ermöglicht. Die anderen Elemente der skizzierten Vorgehensweise dienen zur Absicherung, daß der Übergang zu einer marktwirtschaftlichen Geldordnung eingeleitet wird und daß nach dem einmaligen Schritt der Entschuldung der Staatshaushalte das bisherige Spiel nicht erneut beginnt.

Durch die Schaffung einer sicheren Bankeinlage können Banken wie alle anderen Unternehmen in einer Marktwirtschaft auch, in Konkurs gehen, weil die durch 100 Prozent Zentralbankgeld gedeckte sichere Einlage bei einer Bankenpleite nicht untergeht. Der Kunde muß der Abwicklungsbehörde lediglich den Namen einer anderen Bank mitteilen, zu der die sichere Einlage transferiert wird.

Digitales Zentralbankgeld könnte, wenn es richtig konzipiert wird,⁹ dazu dienen, daß die Geldmenge nur mittels einer in einem Algorithmus niedergelegten Regel – beispielsweise dem Potentialwachstum in Sinne von Milton Friedman – ausgeweitet wird und nicht aufgrund politischer Opportunitäten. Und die Zulassung von konkurrierenden Privatwährungen wie Kryptowährungen ermöglicht zum einen eine flexible Gesamtgeldmenge, verhindert aber zum anderen als marktwirtschaftliche Schuldenbremse, daß die jeweiligen

⁸ Siehe bereits FRANK SCHÄFFLER und NORBERT F. TOFALL: „Euro-Stabilität durch konkurrierende Privatwährungen“, in: DIRK MEYER (Hg.): *Die Zukunft der Währungsunion. Chancen und Risiken des Euros*, mit Beiträgen von Helmut Schmidt, Václav Klaus, Arnulf Baring, Roland Vaubel, Wolf Schäfer, Hans-Olaf Henkel, Charles B. Blankart und anderen, Berlin (LIT) 2012, S. 275 – 288 sowie NORBERT F. TOFALL: *Währungsverfassungsfragen sind Freiheitsfragen. Mit Kryptowährungen zu einer marktwirtschaftlichen Geldordnung?*, Studie zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 15. Januar 2018, online abrufbar unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/studien/waehrungsverfassungsfragen-sind-freiheitsfragen/>

⁹ Siehe NORBERT F. TOFALL: *Digitales Zentralbankgeld*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 14. Februar 2020, online unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/kommentare/digitales-zentralbankgeld/>



staatlichen Währungen zielgerichtet lirisiert werden, weil die Bürger bei einer Lirisierung aus den jeweiligen staatlichen Währungen abwandern können, ohne andere staatliche Währungen kaufen zu müssen.

Im Moment erscheint es utopisch, daß sich die westlichen Staaten in einer neuen Bretton Woods Konferenz auf eine derartige neue Währungs-, Geld- und Schuldenordnung einigen. Angesichts hoher Inflationsraten bei niedrigem Wirtschaftswachstum (Stagflation) und angesichts eines neuen Ost-West-Konflikts, der eine Stärkung der ökonomischen Grundlagen des Westens erforderlich macht, und angesichts der Gefahr, daß bei weiterer ökonomischer Problemverschleppung und hoher Inflationsraten politisch rechte und linke Populisten reüssieren könnten, die gerade keine Programme zur Stärkung von Wirtschaft und Gesellschaft haben, wäre es jedoch fahrlässig, nicht über eine derartige Alternative öffentlich zu diskutieren. Es können in der derzeitigen weltpolitischen Lage schneller, als wir heute meinen, Situationen eintreten, in denen gerade die skizzierte Alternative gewählt wird, weil sie ein schnelles und entschlossenes Handeln ermöglicht und weil schrittweise Entschuldungen verfehlt werden oder nicht mehr möglich sind. Auch Bretton Woods ist 1944 nicht vom Himmel gefallen.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument 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. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2022 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Norbert F. Tofall; *Redaktionsschluss* 13. Mai 2022