



Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE

WIRTSCHAFT & POLITIK 04/08/2023

# Geopolitik, Staatsschulden und Finanzmärkte

von NORBERT F. TOFALL

## Zusammenfassung

Geopolitische Macht ist ohne militärische Fähigkeiten kaum erreichbar und auf Dauer nicht zu sichern. Um militärische Fähigkeiten auf Dauer aufrechtzuerhalten, bedarf es aber solider Staatsfinanzen

## Abstract

Geopolitical power is hardly achievable without military capabilities and cannot be secured in the long term. In order to maintain military capabilities in the long term, sound public finances are needed.



- Der seit den 1670er Jahren einsetzende und sich im 18. Jahrhundert verstetigende langsame Niedergang der Niederlande beruhte unter anderem darauf, daß es den Niederlanden auf Dauer nicht gelang, ihre global verteilten Handelsniederlassungen und weltweiten wirtschaftlichen Interessen militärisch zu verteidigen.
- Das Beispiel der Niederlande zeigt, daß geopolitische Macht ohne effektive militärische Fähigkeiten kaum erreichbar und auf Dauer nicht zu sichern ist. Um effektive militärische Fähigkeiten auf Dauer aufrechterhalten, bedarf es aber solider Staatsfinanzen.

## I.

Wenn ein Staat seinen politischen und damit ökonomischen Einflußbereich auf andere Staaten – sei es friedlich oder sei es durch Waffengewalt – ausweitet und verteidigt oder wenn Staaten freiwillig einen gemeinsamen politischen und ökonomischen Einflußbereich bilden oder verteidigen, ist von Geopolitik die Rede. Allgemein könnte vom raumbezogenen außenpolitischen Handeln oder noch allgemeiner vom Verhältnis von Raum (im Sinne von Geographie) und Politik gesprochen werden.<sup>1</sup>

In der heutigen geopolitischen Lage werden der Ausgang von Russlands Krieg gegen die Ukraine und der weitere Verlauf des China-Taiwan-Konflikts bestimmen, wie sich die Einflußbereiche von China, den USA und Europa entwickeln. Nach eineinhalb Jahren Krieg in der Ukraine ist sicher, daß die geopolitische Welt heute nicht mehr so ist, wie sie sich vor dem 24. Februar 2022 dargestellt hatte. Russland hat sich durch seinen Krieg in der Ukraine zum Juniorpartner Chinas degradiert. Und die Europäische Union müßte im Verlauf der letzten eineinhalb Jahre gelernt haben, daß sie sich im geopolitischen Kampf zwischen China und den USA nicht weiterhin durchmogeln kann. Insbesondere kommen auf die Mitgliedsländer der EU und der NATO über Jahre hinweg erheblich höhere Verteidigungsausgaben und entsprechend umzustrukturierende Staatshaushalte zu.

Sicherheits- und Verteidigungspolitik ist mit ökonomischen Kosten verbunden. Und das gilt selbst für die sicherheitspolitische Variante „Frieden schaffen ohne Waffen“. Denn diese Variante, in welcher im Staatshaushalt die finanziellen Mittel für Waffen und Soldaten eingespart werden, führt regelmäßig zu geopolitischen Abhängigkeiten, die früher oder später ökonomisch und politisch ausgenutzt werden.

---

<sup>1</sup> Wenn Geopolitik mittels ökonomischer Mittel betrieben wird, ist auch von Geoökonomik die Rede; siehe ROBERT D. BLACKWILL and JENNIFER M. HARRIS: *War by Other Means. Geoeconomics and Statecraft*, Cambridge, Massachusetts, and London, England, (Harvard University Press) 2017, S. 20: „Geoeconomics: The use of economic instruments to promote and defend national interests, and to produce beneficial geopolitical results; and the effects of other nations' economic actions on a country's geopolitical goals.“



Sicherheits- und Verteidigungspolitik ist deshalb immer qua unterschiedlicher ökonomischer Kosten relevant für die Finanzmärkte.

Derzeit ist zwar fraglich, inwiefern die notwendigen, erheblich höheren Verteidigungsausgaben der Mitgliedsländer der EU und der NATO und die damit einhergehenden Umstrukturierungen der Staatshaushalte die Schuldentragfähigkeit einzelner Länder belasten werden. Wahrscheinlich ist jedoch, daß die Finanzmärkte auf Risiken der Schuldentragfähigkeit schneller reagieren werden als auf die allgemeinen ökonomischen Risiken einer möglichen zukünftigen Invasion von China auf Taiwan bzw. einer zukünftigen chinesischen Luft- und Seeblockade Taiwans. Solange der China-Taiwan-Konflikt nicht wirklich heiß wird, dürften diese Risiken eher unterbewertet werden, zumal diese Risiken nur sehr schwer quantitativ abschätzbar sind.

Das heißt allgemein, daß die Finanzmärkte geopolitische Risiken unterbewerten könnten. Sollte das der Fall sein, dann dürfte das auch mit der Folge verbunden sein, daß internationale Konzerne, die in China agieren, mit zu lockeren Finanzierungsbedingungen rechnen und so die geopolitischen Risiken, die von China ausgehen, systematisch unterschätzen. Die Ankündigung deutscher Konzerne, ihre Investitionstätigkeit in China weiter auszubauen, beruht zwar primär darauf, daß einer der größten Absatzmärkte der Welt nicht ignoriert werden kann, könnte aber zusätzlich durch zu lockere Finanzierungsbedingungen unterstützt werden. Mit der Unterbewertung geopolitischer Risiken von China-Investitionen erhöht sich für die Staatshaushalte und die Höhe der Staatsschulden die Gefahr, daß Konzerne im Falle des Scheiterns dieser Investitionen staatliche finanzielle Hilfen fordern.

Auf erhöhte Staatsschulden und eine Veränderung der Schuldentragfähigkeit von Staatshaushalten reagieren die Finanzmärkte jedoch mit Sicherheit sehr schnell, zumal die Schuldenstände der westlichen Staaten in den letzten Jahren im Zuge der Corona-Krise enorm gewachsen und die Neuverschuldungsspielräume gering sind. Es gibt bereits ernstzunehmende Warnungen, daß in nächsten Krisen neue Hilfsprogramme nur unter Inkaufnahme neuer Inflationswellen umsetzbar sind, wenn überhaupt.<sup>2</sup> Und es verwundert deshalb auch nicht, daß die Ratingagentur Fitch die Kreditwürdigkeit der USA in dieser Woche gesenkt hat.

In der Folge könnte die Notwendigkeit, dauerhaft erheblich höhere Verteidigungsausgaben finanzieren zu müssen, um die eigene Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung sowie freie Handelswege zu verteidigen, durch die Kosten umfassender staatlicher Rettungsprogramme und vor allem durch sonstige Wachstumsverluste, die aufgrund ökonomischer Abhängigkeiten von China entstehen, erschwert werden.

---

<sup>2</sup> Siehe JOHN H. COCHRANE: „What We’ve Learned About Inflation“, in: *The Wall Street Journal*, August 2, 2023, p. A17.



Eine heutige Unterbewertung von geopolitischen Risiken könnte also zukünftig zu ganz erheblichen ökonomischen Verlusten führen, welche die heutigen Gewinne aus dem derzeitigen „Risiko-Ignorieren“ bei Weitem in den Schatten stellen.

Daß sowohl diese Risiken als auch die erforderlichen höheren Verteidigungsausgaben von den westlichen Staaten besser getragen werden können, wenn die Staatsfinanzen solide und Verschuldungsspielräume groß sind, liegt auf der Hand. Die Verschuldungsspielräume der USA und der meisten Mitgliedsländer der EU sind derzeit jedoch alles andere als groß. Und derzeit scheint man in den USA und in der EU den geostrategischen Faktor Staatsschulden zu vernachlässigen und nur sehr zögerlich einen Staatsschuldenabbau anzugehen.

Aber auch China, das Schulden in seiner One-Belt-One-Road-Strategie zielgerichtet als geoökonomischen Faktor eingesetzt hat, scheint das geostrategische Risiko von Schulden zu unterschätzen. Laut einer Studie des Kieler Instituts für Weltwirtschaft sollen 60 Prozent aller chinesischen Auslandskredite im Jahr 2022 von einem Zahlungsausfall bedroht sein, während dieser Anteil im Jahr 2010 noch bei ca. 5 Prozent lag.<sup>3</sup>

Da historisch derartige Situationen nicht neu sind, soll im folgenden eine historische Konstellation betrachtet werden, in welcher der Zusammenhang von Geopolitik, Staatsschulden und Finanzmärkten instruktiv beleuchtet wird.

## II.

Um das Jahr 1600 wurden in England und Spanien und den meisten anderen europäischen Staaten bis zu drei Viertel der Regierungsausgaben zur Finanzierung von Kriegen oder zur Begleichung von Schulden aus vergangenen Kriegen verwendet.<sup>4</sup> „Kein Staat, wie reich auch immer, konnte in dieser Zeit aus dem Stand die Kosten eines größeren Konflikts bezahlen.“<sup>5</sup> Unabhängig von den Einnahmen aus der Erhebung immer neuer Steuern gab es ständig eine Lücke zwischen den öffentlichen Einnahmen und Ausgaben, die nur durch Privatbankiers wie den Fuggern oder später durch die sich entwickelnden Finanzmärkte und dem Handel mit Staatsanleihen

---

<sup>3</sup> Siehe die ifw-Pressemitteilung „Neue Seidenstraße: China muss immer häufiger seine Schuldner retten“ vom 28. März 2023, online:  
<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/medieninformationen/2023/neue-seidenstrasse-china-muss-immer-haeufiger-seine-schuldner-retten/>

<sup>4</sup> Vgl. PAUL KENNEDY: *Aufstieg und Fall der großen Mächte. Ökonomischer Wandel und militärischer Konflikt von 1500 bis 2000*, aus dem Englischen von Catharina Jurisch (amerikanische Originalausgabe „*The Rise and Fall of the Great Powers*“ 1987), Frankfurt a. M. (Fischer) 1989, S. 126.

<sup>5</sup> Ebenda S. 127.



geschlossen werden konnte.<sup>6</sup> In einigen westeuropäischen Staaten entwickelte sich dann im späten 17. und frühen 18. Jahrhundert ein relativ komplexes Bank- und Kreditsystem, um Kriege durch Schulden finanzieren zu können. Der Zusammenhang zwischen Geopolitik, Staatsschulden und Finanzmärkten nahm eine derart ausgeprägte Form an, daß von der sogenannten „finanziellen Revolution“ die Rede war.<sup>7</sup>

Die entscheidenden Faktoren bestanden dabei *erstens* in einem effizienten System zur Aufnahme von Schulden und *zweitens* in der Aufrechterhaltung der Kreditwürdigkeit von Regierungen an den Finanzmärkten.<sup>8</sup>

„In beiderlei Hinsicht waren die Vereinigten Niederlande führend – nicht überraschend, da dort die Kaufleute einen Teil der Regierung stellten und wünschten, daß die Staatsgeschäfte nach den gleichen Prinzipien finanzieller Korrektheit geführt würden wie, beispielsweise, eine Aktiengesellschaft.“<sup>9</sup> Da die Vereinigten Niederlande im Vergleich zu anderen Staaten (wie z.B. Frankreich) effizient und regelmäßig Steuern erhoben, waren die Zinssätze auf die niederländische Staatsschuld geringer als die anderer Staaten. Die Kreditwürdigkeit der niederländischen Regierung war dauerhaft so hoch, daß sich eine Struktur der langfristig finanzierten Staatsschuld herausbildete.<sup>10</sup>

Zudem wurden die Niederlande und vornehmlich die Banken in Amsterdam im 17. Jahrhundert international führend im Verrechnen von Wechseln, im Währungstausch und in der Bereitstellung von Krediten. Aufgrund des niederländischen Kapitalüberschusses war man nicht nur in der Lage, in Aktien ausländischer Gesellschaften zu investieren, sondern Anleihen ausländischer Regierungen zu zeichnen, die vermehrt in Kriegszeiten ausgegeben wurden.<sup>11</sup>

Die Niederlande waren aber nicht nur im Bereich Finanzwesen führend, sondern auch im Handel. Um 1650 war die niederländische Handelsflotte, mit welcher der Import, der Export und der Transit von Waren durchgeführt wurden, größer als die von England, Frankreich und Spanien zusammen. Darüber hinaus gab es die Handelsniederlassungen der Vereinigten Ostindischen Kompanie im heutigen Südafrika

---

<sup>6</sup> Vgl. ebenda S. 127.

<sup>7</sup> Vgl. ebenda S. 134.

<sup>8</sup> Vgl. ebenda S. 135.

<sup>9</sup> Ebenda S. 135.

<sup>10</sup> Vgl. ebenda S. 135.

<sup>11</sup> Vgl. ebenda S. 136.



und an vielen Orten in Asien. Und das Handelsnetzwerk der Niederlande erstreckte sich auch auf Brasilien, die Karibik und Nordamerika.<sup>12</sup>

Handelsniederlassungen, Handelsnetzwerke und Handelswege müssen jedoch militärisch verteidigt und gesichert werden. Sie sind desto verwundbarer, je globaler sie sich erstrecken.

Der seit den 1670er Jahren einsetzende und sich im 18. Jahrhundert verstetigende langsame Niedergang der Niederlande<sup>13</sup> beruhte nun unter anderem darauf, daß es den Niederlanden auf Dauer nicht gelang, ihre global verteilten Handelsniederlassungen und weltweiten wirtschaftlichen Interessen militärisch zu verteidigen.<sup>14</sup> Denn die Niederlande waren wegen der unterschiedlichen Kriege mit Frankreich zwischen 1688 und 1748 – und die damit einhergehende ständige Bedrohung zu Land vom Süden her – gezwungen, drei Viertel ihrer Verteidigungsausgaben auf das Heer zu konzentrieren und die Marine entsprechend zu vernachlässigen.<sup>15</sup> Die global verteilten Handelsniederlassungen und internationalen Handelswege konnten ohne eine schlagkräftige und ausreichend große Marine aber nicht verteidigt werden.

Das führte dazu, daß der Handel mit Amerika und Südostasien zunehmend von Großbritannien und der Handel in der Ostsee vornehmlich von Schweden dominiert wurde.<sup>16</sup> Die Niederlande gerieten dadurch nicht nur weltweit ins Hintertreffen, sondern verloren schrittweise die ökonomische Basis ihres bisherigen Erfolgs. „Obwohl Amsterdam für einen großen Teil dieser Periode das größte Finanzzentrum der Welt war, verhinderte dies nicht den Abtritt der Vereinigten Niederlande als führende Macht.“<sup>17</sup>

Daß Großbritannien und nicht Frankreich führend aus dieser Entwicklung hervorging, dürfte unter anderem auf Großbritanniens solide Staatsfinanzierung zurückzuführen sein. Bis zum amerikanischen Unabhängigkeitskrieg 1780 unterstützten der Finanzplatz Amsterdam und die finanziellen Ressourcen der Vereinigten Provinzen der Niederlande wiederholt die britische Staats- und Kriegsfinanzierung, weil britische Staatsanleihen für ausländische und insbesondere niederländische Investoren immer attraktiver wurden. Frankreich war aufgrund seines wenig effektiven Steuersystems und Schuldendienstes für internationale Investoren wenig attraktiv. Als dann 1780 die Niederlande nicht auf Seiten der Briten standen, stellte das für

---

<sup>12</sup> Vgl. FRISO WIELENGA: *Geschichte der Niederlande*, 3., überarbeitete und aktualisierte Ausgabe, Stuttgart (Reclam) 2018, S.86.

<sup>13</sup> Siehe WIELENGA, a.a.O., S. 189 f., insb. S. 220 f.

<sup>14</sup> Siehe KENNEDY, a.a.O., S. 149.

<sup>15</sup> Vgl. KENNEDY, a.a.O., S. 149 – 150.

<sup>16</sup> Vgl. KENNEDY, a.a.O., S. 149.

<sup>17</sup> KENNEDY, a.a.O., S. 147.



die britische Kriegsfinanzierung aber kein Problem mehr dar. Das einheimische britische Kapital war so angewachsen, daß fast alle Staatsanleihen von Inländern gezeichnet werden konnten.<sup>18</sup>

Eine solide Staatsfinanzierung ist also ganz zweifelsohne ein geostrategischer Faktor. Und die Bedeutung des Zusammenhangs von Geopolitik, Staatsschulden und Finanzmärkten kann kaum unterschätzt werden.

### III.

Geopolitische Macht ist ohne effektive militärische Fähigkeiten kaum erreichbar und auf Dauer nicht zu sichern. Um effektive militärische Fähigkeiten auf Dauer aufrechterhalten, bedarf es solider Staatsfinanzen. Auf die heutige Lage der Europäischen Union und der USA angewendet heißt das:

1. Die viel beschworene „Soft Power“ der Europäischen Union ist eine Illusion. Ohne ausreichende militärische Fähigkeiten wird die EU keine eigenständige geopolitische Rolle spielen. Erst wenn sich die EU zur „Hard Power“ entwickelt, wird sie geopolitisch ernst genommen werden. Die Entwicklung zur „Hard Power“ bedarf solider Staatsfinanzen und einer global wettbewerbsfähigen Wirtschaft, da sonst die „Hard Power“ nicht finanzierbar ist. Auch besteht die Gefahr, daß die USA ihr verteidigungspolitisches Engagement in Europa verringern, wenn die Europäer keinen angemessenen militärischen Verteidigungsbeitrag leisten. Nach dem 5. November 2024 könnten zudem weitere Probleme folgen, falls Donald Trump die Präsidentenwahl gewinnt.
2. Die USA könnten ihre „Hard Power“ verlieren, falls sie ihr Staatsschuldenproblem nicht in den Griff bekommen. Präsident Johnsons Politik der Kanonen (Vietnamkrieg) und Butter (Sozialausgabenprogramme) hatten in der Vergangenheit die Staatsverschuldung der USA ansteigen lassen und Inflation erzeugt. Der heutige Schuldenstand der USA ist erheblich höher und die eigentlichen geopolitischen Herausforderungen stehen der USA erst noch bevor. Sollten die USA ihre „Hard Power“ jedoch durch den gezielten Rückzug aus globalen Krisen selbst schwächen, könnten sie schnell in die Lage geraten, daß China und Russland ohne Zögern die von den USA aufgegebenen Einfluszbereiche übernehmen. Daß das dann Folgen für die ökonomische Macht der USA haben dürfte, liegt auf der Hand. Freie Handelswege müssen gesichert werden. Wer das aufgibt, gerät ins Hintertreffen.

---

<sup>18</sup> Vgl. KENNEDY, a.a.O., S. 140.



Da die zukünftige Entwicklung der Einflußbereiche von China, den USA und Europa neben vielen anderen Faktoren auch von der Entwicklung der Staatsschulden abhängig ist, befindet sich der Westen angesichts der hohen Staatsverschuldung in den USA und Europa in einer ökonomisch problematischen Lage. Diese ist derzeit durch relativ hohe Inflationsraten und niedrige Wachstumsraten des BIP gekennzeichnet. Um eine dauerhaft positive Wachstumsdynamik in Gang zu setzen und um effektive militärische Fähigkeiten auf Dauer solide finanzieren zu können, ist nicht nur eine schnelle und wirkungsvolle Bekämpfung der Inflation unausweichlich, sondern auch eine möglichst schnelle Entschuldung der westlichen Staaten erforderlich.

*Ceterum censeo*: Der Dreh- und Angelpunkt sind die Staatsschulden. Die Staatsschulden müssen reduziert 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: Dem sogenannten Chicago-Plan von 1933 folgend<sup>19</sup> 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,<sup>20</sup> durch den politische Manipulationen des Zinses erschwert werden. Darüber hinaus muß *drittens* durch die Zulassung von konkurrierenden Privatwährungen<sup>21</sup> „marktwirtschaftlicher Abwanderungsdruck“ auf- und ausgebaut werden, welche die westlichen Währungen durch die praktische Möglichkeit, aus ihnen abzuwandern, stabilisiert.<sup>22</sup>

---

<sup>19</sup> 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.

<sup>20</sup> 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.

<sup>21</sup> Siehe FRIEDRICH A. VON HAYEK: *Entnationalisierung des Geldes. Eine Analyse der Theorie und Praxis konkurrierender Umlaufmittel*, Tübingen (Mohr) 1977

<sup>22</sup> 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/>





Obwohl es im Moment utopisch erscheint, daß sich die westlichen Staaten in einer neuen Bretton Woods Konferenz auf eine neue Währungs-, Geld- und Schuldenordnung einigen, könnte der politische Druck, sich dieser Herausforderung zu stellen, aufgrund geopolitischer Krisen und neuer Kriege schneller wachsen als gewünscht. Der neue Ost-West-Konflikt macht eine Stärkung der ökonomischen Grundlagen des Westens erforderlich und es wäre fahrlässig, nicht über derartige Alternativen 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. Aber Bretton Woods hat bereits 1944 die Weichen für Geopolitik, Staatsschulden und Finanzmärkte nach 1945 neu gestellt.



## 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**

© 2023 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](mailto: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](http://www.bafin.de); *Autor* Norbert F. Tofall *Redaktionsschluss* 04.08.2023