«Ein Anstieg der Zinsen auf frühere Niveaus ist nicht vorstellbar»

Die Inflation enteignet die Sparer – der Vermögensverwalter Bert Flossbach rät zu Aktien und Gold

Herr Flossbach, an den Börsen sinken die Kurse – ein ganzes Potpourri von schlechten Nachrichten belastet die Stimmung: hohe Inflation, der anhaltende Ukraine-Krieg, hohe Energiepreise, die straffere Geldpolitik der Zentralbanken und die Corona-Politik in China. Müssen wir mit einer Rezession rechnen?
Es ist eine komplexe Gemengelage. Uns als Vermögensverwalter treibt die Zero-Covid-Politik in China seit Monaten am stärksten um. Diese Politik ist langfristig zum Scheitern verurteilt, weil es immer neue Virusvarianten geben kann. Offiziell spricht die chinesische Regierung davon, dass die Wirtschaft gut läuft. Ein Wachstum von 5,5 Prozent ist das Ziel für dieses Jahr. Das wird sicherlich nicht erreicht werden. Die Covid-19-Thematik in China wird noch lange wie ein Damoklesschwert über den Finanzmärkten hängen. Eine Konjunkturprognose ist schwierig, aber der Trend geht natürlich nach unten.

Sie haben in früheren Interviews gesagt, dass Sie eine neue Ära der Inflation erwarten. Müssen wir uns also auf eine Wiederholung der 1970er Jahre einstellen?
In den siebziger Jahren stieg die Inflation nach dem Ölpreisschock und dem Jom-Kippur-Krieg massiv an, gleichzeitig war das Wirtschaftswachstum schwach. Damals waren die Realzinsen aber positiv – das heisst, nach Abzug der Inflation waren die Renditen auf Staatsanleihen in Deutschland stets grösser als null. Heute ist das anders, real liegen die Renditen deutlich im Minus. Der Präsident der US-Notenbank Federal Reserve, Jerome Powell, sagt, er bewundere den damaligen Fed-Chef, Paul Volcker, dafür, dass er die Hochinflationsphase in den Siebzigern beendet hat, indem er die Zinsen massiv nach oben gezogen hat. Powell wird das in diesem Ausmass nicht wiederholen können.

Wieso nicht?
Die gewaltige Verschuldung ist für viele Schuldner ein Problem. Sie lässt sich langfristig nur finanzieren, wenn die Zinslast einigermassen tragbar bleibt. Das Fed geht deshalb schrittweise vor und stellt den Markt darauf ein, dass die Leitzinsen bis in die Richtung von 3 Prozent steigen. Dann schaut man erst einmal weiter. Die Hoffnung ist, dass die Inflation sinkt. Dafür spricht, dass die Rohstoffpreise nicht weiter so stark steigen dürften. Die Menschen beginnen aber, ihre Inflationserwartungen deutlich nach oben zu korrigieren. Das sehen wir beispielsweise bei den Forderungen der Gewerkschaften in den Lohnverhandlungen in vielen europäischen Ländern. In der zweiten Hälfte dieses Jahres, spätestens aber im nächsten Jahr, dürften die Löhne deutlich steigen.

Es wird sich also eine Lohn-Preis-Spirale entwickeln?
Ich rechne damit, dass die Löhne nachhaltig steigen und dass sich damit auch die Preise nach oben bewegen. Dämpfen lässt sich das nur mit einem Produktivitätsschub. Das ist die einzige Hoffnung. Es braucht also Innovationen, um die Produktivität der Wirtschaft signifikant zu verbessern. Zumal es noch weitere Inflationstreiber gibt, die «drei grossen D»: Dekarbonisierung, Demografie und Deglobalisierung.

Durch die hohe Inflation werden die riesigen Schuldenberge, welche die Industrieländer in den vergangenen Jahrzehnten aufgebaut haben, zumindest zu einem Teil abgebaut. Kommt das den Staaten nicht gelegen?
Die hochverschuldeten Industriestaaten profitieren von der Entwicklung, solange der Zins unter der Inflationsrate bleibt. Inflation könnte helfen, die Schulden deutlich zu reduzieren. Demgegenüber steht die Geldwertstabilität, der die Notenbanken eigentlich verpflichtet sind. Die Frage lautet deshalb: Wie viel Zins verträgt die Welt?

Bert Flossbach, der Co-Gründer des Vermögensverwalters Flossbach von Storch, rechnet mit einer Ära der Inflation. PD

Die Frage ist ja auch: Wie viel Zins verträgt Italien oder auch der Euro?
Das ist keine höhere Mathematik. Bei einem Zins von 5 Prozent und einer Staatsverschuldung von 150 Prozent muss ein Staat 7,5 Prozent des Bruttoinlandprodukts für Zinszahlungen aufbringen, wenn sich der Zins auf diesem Niveau festsetzt – natürlich nicht am ersten Tag, aber mit der Zeit. Das sind dann möglicherweise 30 Prozent der Staatseinnahmen. Kein Staat kann das auf Dauer leisten. Wir reden hier ja nur über die Zinszahlungen, nicht über die Tilgung. Deshalb ist ein Anstieg der Zinsen auf Niveaus, wie wir sie früher kannten, nicht vorstellbar.

Die Federal Reserve hat eine Vorreiterrolle bei den Zinserhöhungen übernommen. In der Vergangenheit ist sie aber stets zurückgekrebst, wenn der Konjunkturmotor ins Stottern kam . . .
Der Fed-Präsident Powell hat ja sehr deutlich gesagt, dass er bereit sei, die Inflation mit aller Kraft zu bekämpfen. Er hat den Namen Paul Volcker bewusst erwähnt. Da darf man unterstellen, dass die US-Notenbank die Geschichte ernst meint und nicht so bald Angst vor der eigenen Courage bekommt – bis zu dem Punkt, ab dem der Arbeitsmarkt deutlich leidet. Irgendwann in den nächsten sechs bis achtzehn Monaten dürfte sie an diesen Punkt kommen und den Rückzug antreten, trotz Inflationsraten von mehr als 2 Prozent.

Wie wird die EZB reagieren? Sie kann ja nicht einfach nichts machen . . .
Die EZB ist in einer Zwickmühle. Anders als das Fed macht sie Geldpolitik für viele Volkswirtschaften. Sie muss eine Währungsunion zusammenhalten mit Ländern, die unterschiedliche Bonitäten und auseinanderlaufende Staatsanleihenrenditen haben. Zwischen Italien und Deutschland gibt es mittlerweile wieder einen Renditeaufschlag von mehr als zwei Prozentpunkten. Das ist schon ein hohes Mass an Fragmentierung, vor der die EZB immer gewarnt hat.

Die Schweizerische Nationalbank ist ja im Fahrwasser der EZB. Was kann sie überhaupt tun?
Die Schweiz ist ökonomisch eng mit der Euro-Zone verflochten. Insofern teilt sie zu einem gewissen Grad deren wirtschaftliches Schicksal. Sie hat aber den Vorteil, dass sie über eine eigene Währung verfügt, die zudem sehr akzeptiert ist. Die SNB kann quasi Geld drucken und Aktien kaufen, ohne – wie Norwegen – Öl aus dem Boden holen zu müssen. Das ist eine sehr komfortable Situation. Die SNB kann also die Aktien der besten Unternehmen der Welt kaufen und die Schweizer so mit realen Anlagen beglücken. Politisch ist das keine ganz einfache Situation; wobei es noch ein weiter Weg ist, bis die Nationalbank als Aktieninvestor die Grösse von Blackrock erreicht hat. Geld drucken und damit gute Aktien kaufen – das ist wie ein Traum.

> Bei den derzeitigen Inflationserwartungen sind Anleihen keine sinnvolle Anlage, zumindest nicht auf Dauer.

Zu den Aktienbörsen: Im Handel gibt es weiter starke Schwankungen, die Rückgänge sind bereits deutlich. Sind die Kurse noch überbewertet, oder gibt es schon wieder gute Einstiegsmöglichkeiten?
Es hat eine deutliche Bewertungskorrektur gegeben, vor allem bei Technologieaktien. Bei kleineren Tech-Werten, die in der Pandemie sehr gehypt wurden, gab es einige Desaster mit Kursverlusten von 80 Prozent oder sogar mehr. Bei den grossen Technologiewerten kann man sagen, dass sich die Bewertungsmassstäbe wieder ganz gut eingerenkt haben. Insofern ist der Zeitpunkt zum Einstieg zurzeit ein besserer als noch vor wenigen Monaten. Die Lage ist allerdings auch komplizierter. Zum einen hatten wir am Jahresanfang noch nicht den Krieg in der Ukraine und auch nicht das Covid-19-Thema in China. Das macht eine Einschätzung schwierig. Ich würde sagen, dass die Mittel, die man längerfristig nicht braucht, zu einem hohen Anteil in liquide Sachwerte investiert werden sollten – also Aktien, aber auch Gold. Immobilien sind nur für grosse Vermögen geeignet; für Privatinvestoren ist die Gefahr, sich ein Klumpenrisiko ins Haus zu holen, zu gross.

Aktien sind zwar Sachwerte, aber wissenschaftliche Studien zeigen, dass sie gar nicht so gut vor Inflation schützen – vor allem, wenn diese höher ausfällt. In den 1970er Jahren waren Aktien keine allzu gute Anlage . . .
Der grosse Unterschied ist, dass die Zinsen in den siebziger Jahren auf zweistellige Niveaus gestiegen sind. Deswegen sind die Bewertungen der Aktien damals auch deutlich gefallen. Heute sind derartige Zinsniveaus dagegen undenkbar. Insofern lässt sich beides nur schwerlich miteinander vergleichen.

An den Bond-Märkten sind die Zinsen in den vergangenen Monaten deutlich gestiegen. Sind Anleihen wieder eine Alternative?
Bei den derzeitigen Inflationserwartungen sind Anleihen keine sinnvolle Anlage, zumindest nicht auf Dauer. Das Problem ist doch, dass die Situation heute noch viel krasser ist als vor einem Jahr. Selbst wenn heute ein etwas höherer Coupon draufsteht, bringt der nichts, weil auch die Inflationsrate viel höher ist. Was aber nicht heisst, dass Anleihen nicht über einen kürzeren Zeitraum sinnvoll sein können, als taktisches Investment.

Viele Privatanleger halten einen Teil des Portfolios in Gold. Warum hat sich der Goldpreis angesichts der höheren Inflation nicht besser entwickelt?
Gold ist eine langfristige Versicherung gegen Inflation und die uns bekannten und unbekannten Risiken des Finanzsystems – also gegen all das, von dem wir hoffen, dass es niemals eintreten wird. Gold ist dagegen kein kurzfristiger Inflationsschutz. Es wirft keine laufenden Erträge ab, und der Preis schwankt deutlich. Das macht es für viele Investoren unattraktiv. Für uns ist Gold vor allem wegen seines Versicherungscharakters fester Bestandteil der gemischten Portfolios. Langfristig, das heisst über viele Jahre, sollte der Preis die Inflationsentwicklung ausgleichen. Nicht mehr, nicht weniger.

Mit Rohstoffen liess sich in den letzten Monaten sehr viel Geld verdienen. Sollten Privatanleger einen Teil ihrer Gelder in Rohstoffe bzw. entsprechende Finanzprodukte investieren?
Nein. Meistens ist der Keller nicht gross genug (lacht). Wenn man Rohstoffe über Finanzprodukte kauft, gibt es dann so unangenehme Erfahrungen wie eine Contango-Situation. Da kauft man den Rohstoff, geht davon aus, dass der Preis steigt, was der womöglich auch tut, hat dann aber trotzdem Pech, weil der Future-Kontrakt, über den man investiert, den Preisanstieg nicht nachvollzieht. Den Privatinvestor, der nachhaltig im Rohstoffhandel erfolgreich ist, müssen Sie mir erst einmal zeigen.

Interview: Michael Ferber

Angst vor neuer Schuldenkrise

THOMAS FUSTER

Die Zinswende ist da. In den USA sind die Leitsätze schon erhöht worden, und im Euro-Raum wird es im Juli der Fall sein. Doch können Staaten, die ihre Schulden in der Pandemie auf Rekordniveaus erhöht haben, höhere Zinszahlungen überhaupt verkraften? Oder braut sich eine neue Schuldenkrise zusammen? Die Credit Suisse (CS) gibt in einer Studie eine differenzierte Antwort: Kurzfristig drohe kein Ungemach, mittelfristig aber sehr wohl.

Kurzfristig kann deshalb Entwarnung gegeben werden, weil die Refinanzierungskosten nicht über Nacht steigen. Vielmehr sorgen die langen Restlaufzeiten der Schulden dafür, dass die Zinskosten selbst bei starken Leitzinserhöhungen nur langsam zunehmen. So haben viele Regierungen die tiefen Zinsen genutzt, um die durchschnittliche Laufzeit ihrer Schulden zu verlängern. Ausnahmen sind die USA und Italien, wo sich das Fälligkeitsprofil kaum verändert hat.

Doch aufgeschoben ist nicht aufgehoben, so die Warnung der CS. Selbst unter der Annahme eines ausgeglichenen Primärsaldos (Haushalt ohne Zinsausgaben und -einnahmen) wird die Schuldenquote irgendwann allein aufgrund höherer Zinssätze steigen, womit die Schulden nicht länger tragbar sind. In den USA dürfte dies laut CS zirka ab 2027 der Fall sein, in Spanien und Frankreich ab 2028 und in Italien schon ab Mitte 2025.

All diese Länder müssen also schon bald regelmässig Primärüberschüsse erzielen, um eine Schuldenspirale zu verhindern. Das ist angesichts finanzieller Grossprojekte wie der Energiewende, höherer Verteidigungsausgaben oder maroder Rentensysteme ein heroisches Unterfangen. Wirklich beruhigend wirkt die Analyse daher nicht. Denn die kurze Frist – der Name sagt's – ist stets von knapper Dauer.

Inflation sorgt für kleine Revolution

MATTHIAS BENZ

Österreichs bürgerlich-grüne Regierung hat ein Paket angekündigt, das die Menschen von der hohen Inflation, die im Mai 8 Prozent betrug, entlasten würde. Es ist eine typisch österreichische Mischung geworden: eine Geldzahlung für die Bürger da, eine Anpassung von staatlichen Leistungen an die Inflation dort. Aber das Paket enthält auch einen Schritt, der für Österreich einer kleinen Revolution gleichkäme. Die Regierungskoalition möchte die kalte Progression abschaffen.

Über ein Ende dieses Ärgernisses wird seit Jahrzehnten debattiert. Österreichs Bürger zahlen regelmässig allein deshalb mehr Steuern, weil die Steuertarife nicht automatisch an die Inflation angepasst werden. Sie rutschen bei Lohnerhöhungen dadurch in höhere Steuerstufen, obwohl sie real gesehen nicht über mehr Einkommen verfügen. In der Schweiz wurde die kalte Progression auf Bundesebene vor rund zehn Jahren mit einer Indexierung des Steuersystems abgeschafft. Es gilt als Selbstverständlichkeit, dass der Staat kein Anrecht auf rein inflationsbedingte Zusatzeinnahmen hat.

Aber in Österreich passierte nichts, obwohl Politiker fast aller Parteien immer wieder gelobten, etwas zu unternehmen. Die kalte Progression sorgt für zusätzliche Steuereinnahmen, auf die Politiker ungern verzichten. Sie sei die «heimliche Geliebte des Staates», kommentierte der Chef der liberalen Denkfabrik Agenda Austria treffend.

Dass Österreichs Politiker ihrer Geliebten «Baba» sagen, werden die Bürger wohl erst glauben, wenn die Sache im Parlament verabschiedet ist. Aber immerhin hätte die gegenwärtig hohe Inflation dann auch eine positive Seite. Sie würde den Druck erhöhen für eine Strukturreform, von der die Bürger noch lange profitieren könnten.