

«Der Anleihemarkt ist die ultimative Knute»

Die Finanzmärkte könnten auch Donald Trump disziplinieren, sagt der Vermögensverwalter Bert Flossbach. Im Gespräch mit Michael Ferber und Michael Rasch erklärt er zudem, dass sich die grossen KI-Investitionen nur rechnen, wenn Millionen Menschen ihren Job verlieren



Eines der derzeitigen Hauptthemen der Händler an der New York Stock Exchange sind die riesigen Investitionen von US-Technologieunternehmen in künstliche Intelligenz.

Herr Flossbach, seit dem Kurssturz infolge von Donald Trumps Zollankündigungen im Frühjahr 2025 haben sich die Aktienkurse gut erholt und sind in den vergangenen Monaten auf hohem Niveau seitwärts gelaufen. Was sind die Gründe dafür?

Die wirtschaftliche Entwicklung in den USA nach dem sogenannten Liberation Day war erstaunlich gut. Die wesentliche Ursache dafür sind die enormen Investitionen in künstliche Intelligenz, die KI. Zudem operiert die Regierung mit einem gigantischen Haushaltsdefizit. Früher hätte man von Deficit-Spending gesprochen. Die enormen Ausgaben haben zu ordentlichen, wenn auch nicht überragenden Wachstumsraten beigetragen.

Sind die KI-Investitionen so bedeutsam für die Gesamtwirtschaft?

Die Hyperscaler Alphabet, Amazon, Meta und Microsoft sind wahre Investitionsgiganten, die man auch als die wagemutigen Vier bezeichnen kann. Das jährliche Investitionsvolumen von 550 bis 600 Milliarden Dollar ist eine mutige Wette darauf, dass sich die Versprechen der KI auch inbarer Münze auszahlen werden. Diese Investitionen erzeugen auch andernorts Wachstumsdynamik, etwa in der Energieerzeugung, bei der Netzinfrastruktur und in weiteren Bausektoren. Zusammen mit den anhaltend guten Unternehmensgewinnen in anderen Branchen haben diese Investitionen die amerikanische Wirtschaft und die Börse unterstützt.

Sie rechnen also mit einem guten Aktienjahr in den USA?

Im November stehen dort die Zwischenwahlen an. Trump will diese, wenn er es unbedingt gewinnen. Deshalb ist bis dahin jede deutliche Abkühlung der amerikanischen Wirtschaft «verboten». Man spricht an den Märkten auch vom Trump-Put. Der Präsident hat gezeigt, dass er auf Entwicklungen am Aktien- und Anleihemarkt reagiert. Diese sind jeweils wichtige Korrektive für die Regierungspolitik. Ein nachhaltiger Einbruch erscheint deshalb unwahrscheinlich, aber nach oben ist aufgrund der üppigen Bewertung auch nicht mehr viel Luft. Per saldo dürfte 2026 deutlich bescheidener ausfallen als die letzten Jahre.

Welcher Markt ist für die Disziplinierung von Donald Trump entscheidender? Der Aktienmarkt ist schon wichtig. Er ist heutzutage bedeutender als zu Zei-

ten der Finanzkrise. Damals waren Immobilien der wichtigste Faktor für den Wohlstandseffekt der Amerikaner, das hat sich jetzt Richtung Aktienmarkt verschoben. Der Anleihemarkt ist aber noch wichtiger, gerade bei steigenden Zinssätzen; denn die hätten für die Refinanzierung der Staatsschulden gravierende Folgen. Hier zeigt sich die Kreditwürdigkeit eines Staates. Deswegen ist der Anleihemarkt die ultimative Knute.

Was könnte Trump noch machen, sollte es zu einer Korrektur am Aktienmarkt kommen? Checks an alle Haushalte schicken, sogenanntes Helikoptergeld? Helikoptergeld ist für mich kaum vorstellbar. Das würde zwar kurzfristig den Märkten Auftrieb geben, aber mittelfristig die Inflation anheizen. Auf steigende Preise reagieren die Amerikaner jedoch sehr sensibel. Letztlich sind Joe Biden und Kamala Harris auch über die hohe Inflation gestolpert. Zudem würde die Verschuldung der USA endgültig durch die Decke gehen. Das hätte wiederum gravierende Konsequenzen für das Zinsniveau – es sei denn, die amerikanische Notenbank würde die neuen Schulden aufkaufen.

Der designierte neue Notenbankchef Kevin Warsh, den Trump ausgewählt hat, gilt allerdings als Gegner von Staatsanleihekäufen.

Das war in der Vergangenheit so. Ob das auch in der Zukunft so sein wird, ist fraglich. Warsh ist Trump gegenüber absolut loyal, sonst hätte Trump ihn nicht nominiert. Allerdings darf er die Glaubwürdigkeit des Fed nicht aufs Spiel setzen, sonst geht der Dollar in die Knie.

Wie gehen Sie als Investor mit der Unberechenbarkeit von Donald Trump um? Ist Diversifikation die einzige Antwort? Es ist nicht die Zeit für grosse Einzelwetten. Diversifikation ist in Zeiten von Revolution sorgt für Gewinner und Verlierer. Es gibt grosse Gewinner bei den Infrastrukturfirmen, zugleich deutliche Verluste bei einigen Softwarekonzernen wie Microsoft, SAP oder Salesforce. Letzteres gilt auch für Börsenbetreiber. Bei diesen heisst es oft, das Datengeschäft sei obsolet, das mache künftig die KI. Durch die Kursrückgänge sind bei vielen Unternehmen die Bewertungen auf einem Niveau angekommen, bei dem das Chance-Risiko-Verhältnis wieder attraktiver ist als im vergangenen Sommer.

«Die Staatsverschuldung hat ein Niveau erreicht, ab dem die Geldpolitik sehr stark auch Solvenzpolitik ist – für die Wirtschaft und den Staat.»

Deutsches Finanz-Urgestein



ra. · Bert Flossbach ist inzwischen ein Urgestein unter den deutschen Vermögensverwaltern – und seit langem erfolgreich. Zusammen mit Kurt von Storch gründete er 1998 das Unternehmen Flossbach von Storch. Die beiden kannten sich von ihrer Tätigkeit bei Goldman Sachs in Frankfurt. Flossbach absolvierte ein Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Universität zu Köln und promovierte dann an der Universität Innsbruck in Österreich über Portfoliomanagementkonzepte zur Verwaltung von Privatkundenvermögen.

Sie empfehlen Ihren Kunden seit langem die Investition in Aktien und in Gold, um ihr Vermögen zu schützen oder sogar zu erhöhen. Gilt das immer noch? Ja, das gilt immer noch. Der Goldpreis ist natürlich inzwischen enorm gestiegen. Da ist das Aufwärtspotenzial sicherlich nicht mehr so hoch wie früher. Im Umfeld grosser geopolitischer Unsicherheiten und steigender Staatsschulden bleibt Gold jedoch ein wichtiger Anker. Als Faustregel empfehlen wir rund 10 Prozent Gold im Portfolio. Bei Obligationen müssen Investoren sehr aktiv sein und opportunistisch vorgehen – auch da ergeben sich immer wieder interessante Gelegenheiten. Als Privatanleger ist das aber schwierig umzusetzen.

Welche Einzeltitel oder Branchen gefallen Ihnen?

Ich kann keine Branche generell empfehlen, da gibt es mitunter sehr grosse Unterschiede. Bei Roche beispielsweise läuft es momentan sehr rund. Die Aktie wird allerdings langsam teuer. Novo Nordisk weist aufgrund mehrerer Probleme dagegen eine schlechte Performance auf. Bei den Banken haben wir lediglich Charles Schwab im Depot. Andere Titel wie Nestlé haben hausgemachte Probleme, etwa eine sehr unglückliche Akquisitionspolitik und zu wenig Fokus auf das Kerngeschäft. Das könnte unter neuer Führung nun besser werden. Kurzum: Man muss sich in jedem Sektor jedes Unternehmen genau anschauen.

Welche Schweizer Aktien gefallen Ihnen ausser den bereits genannten?

Wie erwähnt haben wir Roche und Nestlé im Portfolio, die Roche-Position haben wir nach den starken Kursgewinnen der letzten Monate etwas reduziert. Und dann haben wir noch Aktien von Richemont. Das ist ein sehr gut geführtes Unternehmen mit einer enorm soliden Bilanz. Unser Experte für Industrieketten schaut sich auch die Titel von ABB an, nicht zuletzt vor dem Hintergrund des Ausbaus der Netzinfrastruktur, den wir bis dato über die beiden französischen Unternehmen Legrand und Schneider abdecken.

Heute dreht sich an der Börse sehr viel um KI. Es ist noch nicht lange her, da beherrschte die Geldpolitik die Märkte. Was ist der Grund für diesen Umschwung?

Die Welt hat sich dramatisch verändert. Durch die Finanzkrise, die Euro-Krise und die Pandemie sind die Staatsschulden massiv gestiegen. Die Zentralbanken haben den Auftrag, für Geldwertstabilität zu sorgen und die Zinsen bei Bedarf zu erhöhen, um die Inflation zu senken. Der EZB und dem Fed dürfte das in Zukunft angesichts der mittlerweile erreichten Schulden-niveaus immer schwerer fallen. Anders ausgedrückt: Die Staatsverschuldung hat ein Niveau erreicht, ab dem die Geldpolitik sehr stark auch Solvenzpolitik ist – einerseits für die Wirtschaft und andererseits natürlich für den Staat. Die Geldpolitik kann nicht mehr eigenmächtig tun und lassen, was sie für richtig hält.

Was heisst das für Anleger?

Die Entwicklung spricht für eine auf liquide Sachwerte fokussierte Anlagepolitik, also Aktien und Gold. Bei Aktien kommt es vor allem auf ihre Qualität und Krisenfestigkeit an. Bei Technologiefirmen ist das besonders wichtig, weil hier ganze Geschäftsmodelle infrage gestellt werden können. Die Anbieter spezialisierter Softwareprogramme, die nicht tief und breit im Unternehmen verankert sind, haben das grösste Disruptionsrisiko. Aber auch Überinvestitionen sind gefährlich. Oracle ist ein Beispiel. Hier haben die Verschuldungspolitik und die Kapitalallokation die Resilienz und damit die Qualität des Unternehmens verschlechtert. Bei der

Auswahl von Aktien ist natürlich auch die Bewertung ein wichtiges Kriterium. Der amerikanische Detailhandelskonzern Walmart gilt als krisensicher, wird aber derzeit wie ein Tech-Konzern bewertet. Ab einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 40 oder 45 wird es gefährlich. Da fragt man sich, woher die Gewinne kommen sollen.

Detailhändler, die wie Tech-Unternehmen bewertet werden: Das erinnert an die Dotcom-Ära und die Zeit vor dem Platzen der Internetblase.

Ein wichtiger Unterschied zu dieser Zeit ist, dass sowohl Unternehmen wie Walmart als auch die amerikanischen Big-Tech-Konzerne eine viel bessere Marktposition und viel stärkere Bilanzen haben als die Firmen, die damals an der Börse so hoch bewertet waren. Trotzdem sind wir in einer Situation, in der es für Anleger vor allem darum geht, das Vermögen zu sichern. Es geht nicht darum, ob ich jetzt 5 oder 7 Prozent Performance mache, sondern darum, dass ich überhaupt einen positiven, realen Ertrag erwirtschafte.

In den vergangenen Jahren hat das mit Aktien ja gut funktioniert.

Die Selbstverständlichkeit, mit der viele Leute heute sagen, man müsse Geld in Aktien anlegen, ist bemerkenswert. Vor allem, weil unter ihnen Menschen sind, die dies früher niemals gemacht hätten. Das ist auch ein Grund für die Stärke der Märkte. Die Strategie «Buy the dip» – also Aktien zu kaufen, sobald ihre Kurse ein Stück weit gefallen sind – hat extrem lange funktioniert. Sogar die Pandemie war letztlich nur ein Dip. Die Mehrheit der Investoren ist sich heute nicht mehr bewusst, dass es am Aktienmarkt auch Perioden gegeben hat, in denen sich diese sehr schlecht oder zumindest seitwärts entwickelt haben. Nur wenige sind darauf vorbereitet, dass dies erneut passieren könnte.

Sind Sie skeptisch hinsichtlich der Entwicklung der Aktienmärkte in den nächsten Jahren?

Ich glaube, dass man mit einer ausgewogenen Aktienstrategie auch über die kommenden zehn Jahre besser abschneiden wird als mit Anleihen. Allerdings dürften viele Investoren mangels Erfahrung nervös werden, wenn es einmal zu einem Rückgang an der Börse kommt.

Was könnte einen solchen Rückgang auslösen?

Die derzeitige Situation ist so unklar wie nie seit dem Zweiten Weltkrieg und birgt grosse Herausforderungen. Damit meine ich vor allem die aussergewöhnliche Staatsverschuldung, die damit verbundene Geldpolitik und Währungsentwicklung, die geopolitische Dynamik und die möglichen Auswirkungen der KI auf viele Geschäftsmodelle. Hinzu kommt die demografische Entwicklung, die die Staatshaushalte belastet und zu Verteilungskämpfen führen wird. Die Kursentwicklung mancher Aktien nach eigentlich relativ irrelevanten Nachrichten verdeutlicht die Unsicherheit und Nervosität im Markt.

Wann erwarten Sie mehr Klarheit?

Das hängt vor allem davon ab, wie weit sich die gigantischen KI-Investitionen erkennen lassen – und wie nachhaltig der Investitionsboom ist. In spätestens einem Jahr dürfte hier mehr Klarheit herrschen, wobei die Märkte dies bekanntlich antizipieren. Es wäre das erste Mal in der Geschichte, dass ein solcher Investitionsboom sanft und geräuschlos endet. Offen ist nur, wie lange er anhält und wie stark es danach bergab geht. Sollte die Monetarisierung gelingen, dann nur weil die KI-Nutzer Kosten in Höhe von mehreren hundert Milliarden einsparen können. Mit anderen Worten: Das alles kann sich nur rechnen, wenn Millionen Menschen ihren Job verlieren.