

Herr Vorndran, der Krieg im Iran eskaliert, und nun geistert wieder der Begriff „Stagflation“ durch den Raum, also hohe Inflation bei stagnierender Wirtschaft. Wo steuern wir hin, wenn wir jetzt auf die USA schauen?

Stagflation ist ein sehr brutaler Begriff, wenn er denn wirklich Realität wird für den Bondbereich. Denn die Stagnation ist schlecht für die Credits der Unternehmen, und die Inflation ist im Prinzip für alle Anleihen schlecht. Ob wir in eine Stagflation rutschen, hängt aus meiner Sicht davon ab, wie folgende Fragen beantwortet werden: Wie lang wird der Krieg im Nahen Osten andauern? Und wie stark frisst sich der aktuell höhere Preis für Energie in die Warenkette hinein? Ja, dann kann das auch bedeuten, dass die kurzfristigen Zinsen einmal angehoben werden müssen.

Und das alles während eines Wechsels an der Spitze der US-Notenbank Fed von Jerome Powell zu Kevin Warsh.

Kevin Warsh steht vor einem gordischen Knoten, den er entwirren muss. Ich sage bewusst entwirren, denn zerschlagen wird er ihn nicht können.

Warum?

Weil er sonst einen seiner beiden Aufträge – niedrige Inflation und Vollbeschäftigung – nicht vollumfänglich erfüllen kann. Und sollte er aufgrund der Wirtschaftsdaten doch die Zinsen erhöhen müssen, wird er Zwist mit US-Präsident Donald Trump bekommen.

Für wie wahrscheinlich halten Sie denn höhere Zinsen?

Das kommt darauf an, wie lange der Krieg im Nahen Osten dauert. Es würde mich nicht wundern, wenn Donald Trump noch ein bisschen länger auf tiefere Zinsen warten muss, die er natürlich braucht, weil die Staatsverschuldungsquote in den USA weiter deutlich nach oben zeigt.

Müssen wir als Anleger nun auf Trump vertrauen, oder kann auch er nichts mehr tun?

Donald Trump ist gesteuert vom Ziel, populär zu sein. Populär in den USA – nicht zuletzt wegen der Wahlergebnisse. Aber auch populär im Rest der Welt; daher die Diskussionen über den Nobelpreis, den er gerne hätte. Und ja, um populär zu sein, ist es speziell in den USA natürlich wichtig, dass einerseits die Aktien steigen, weil die Altersvorsorge in den USA sehr aktienlastig ist, und andererseits die Zinsen für die Häuserkredite möglichst nicht zu stark ansteigen. Insofern haben Sie völlig recht: Vieles hängt an Trump – leider.

Aber ist der US-Präsident mächtig genug?

Ich befürchte, dass sein Wille, die Inflation tief zu halten und die Aktienmärkte weiter zu befeuern, wegen des Krieges nicht durchgesetzt werden kann.

Er könnte den Krieg tatsächlich beenden.

Wenn Donald Trump sagt, wir hören jetzt auf zu schießen, hat auch die iranische Führung ein Interesse daran, nicht weiter zu schießen. Schließlich möchte sie zuallererst an der Macht bleiben. Der Plan, Israel zu vernichten, steht etwas weiter hinten auf der Prioritätenliste der Mullahs. Ein Ende der Kämpfe würde die Märkte beruhigen, und auch die Preise für Energie würden wieder sinken.

Was bedeutet das alles für uns in Europa? Die EZB hat in ihrer letzten Zinssitzung innegehalten und die Zinsen noch nicht erhöht, obwohl es bereits Marktteilnehmer gab, die es für angezeigt hielten.

Wir gehen davon aus, dass die Inflation in der Euro-Zone künftig eher die Zwei von oben denn von unten anschauen wird. Insofern ist es keine Überraschung, dass die EZB ihre Inflationserwartungen anhebt. Das ist auch der geopolitischen Situation geschuldet, keine Frage. Aber ganz gleich was passiert, die EZB wird alles unternehmen, den Euro-Raum zusammenzuhalten.

Vita

Der Anlagestratege Philipp Vorndran hat Betriebswirtschaftslehre an der Universität Würzburg studiert und war danach wissenschaftlicher Mitarbeiter. Seine Laufbahn im Finanzsektor begann er beim Schweizer Bankhaus Julius Bär. 1997 wechselte er zu Credit Suisse Asset Management, die heute zur UBS gehört, und war dort globaler Chefstratege. Seit 2009 gehört er als Kapitalmarktstratege zum Führungsteam des Fondshauses Flossbach von Storch.

Das Fondshaus Flossbach von Storch wurde 1998 von den beiden ehemaligen Investmentbankern Bert Flossbach und Kurt von Storch gegründet und gilt als eine der ersten Adressen für bankenunabhängige Fonds. Besonders bekannt ist der „FvS Multiple Opportunities“, der im März 2026 gut 23 Milliarden Euro verwaltete. Insgesamt haben Kunden dem Kölner Unternehmen rund 80 Milliarden Euro anvertraut.



Philipp Vorndran

„Anleihen ja, aber bitte nicht in einem ETF“

Der Kapitalmarktstratege des Fondshauses Flossbach von Storch spricht über die Folgen des Irankriegs für die Rentenmärkte, lukrative Anleihen - und einen Mann, dem Anleger wohl oder übel vertrauen müssen.

Das kann man nun auch so interpretieren, dass die EZB für alle Staaten der Euro-Zone und auch deren Anleihen geradesteht.

In letzter Konsequenz ja. Vielleicht sollte man sich deshalb eher französische statt deutsche Staatsanleihen anschauen, wenn die Zinsdifferenz zwischen den beiden interessant genug ist.

Wie schätzen Sie demnach europäische Staatsanleihen ein?

Man sollte sich bewusst sein, dass man sich reale Rendite künftig eher über inflationsindexierte Anleihen oder in den USA holt. Der Spread zwischen Anleihen, die als sicher gelten können, und solchen, die weniger sicher sind, ist unserer Meinung nach noch nicht ausreichend hoch, als dass man von sehr guten Gelegenheiten sprechen könnte.

Dann doch lieber Aktien?

Aktien sind prima, aber erst ab einem Anlagehorizont von zehn Jahren. Wenn ich einen Investmenthorizont von fünf Jahren habe, dann ist die



Wir gehen davon aus, dass die Inflation in der Euro-Zone künftig eher die Zwei von oben denn von unten anschauen wird.

Anleihe mit Abstand das bedeutendste Investment in diesem Portfolio. Und es ist nicht so, dass es dort keine Opportunitäten gäbe, nicht zuletzt bei Unternehmensanleihen, vorzugsweise in den USA.

Sie bevorzugen also Unternehmensanleihen aus den USA, weil man dort noch einen Renditeaufschlag hat und gleichzeitig eine ziemlich gute Bonität?

Ob die USA eine gute Bonität haben – darüber könnten wir uns stundenlang streiten. Aber bei Unternehmensanleihen ist die Bonität derzeit das A und O, zumal es sich derzeit nicht lohnt, allzu große Bonitätsrisiken einzugehen; dafür sind die Credit-Spreads immer noch recht niedrig, auch wenn sie in den vergangenen zwölf Monaten von einem ganz, ganz tiefen Niveau etwas gestiegen sind.

Rechnen Sie damit, dass die Unterschiede zwischen Anleihen schwacher und besserer Bonität steigen werden?

Immobilienfonds

UBS Euroinvest nimmt keine Anteile zurück

Nun schließt der erste offene Gewerbeimmobilienfonds. Betroffen sind vermögende Privatanleger.

Bürogebäude: Der „UBS (D) Euroinvest Immobilien“ wurde im Jahr 1999 aufgelegt.

München. Nach zwei offenen Wohnimmobilienfonds setzt erstmals ein offener Gewerbeimmobilienfonds die Rücknahme der Anteile aus. Der „UBS (D) Euroinvest Immobilien“ zahlt keine Anteile mehr an Investoren zurück. Das gab der Asset-Manager UBS Real Estate am Mittwoch bekannt. Wegen der Mindestanlagesumme von 500.000 Euro betrifft der Schritt institutionelle Investoren und vermögende Privatanleger.

Das Unternehmen begründet die Maßnahme damit, dass die liquiden Mittel des Fondsvermögens nicht ausreichen, um den Rücknahmepreis von Anteilen zu zahlen und das Vermögen ordnungsgemäß zu bewirtschaften. Gleichzeitig werden auch keine neuen Anteile mehr ausgegeben. UBS Real Estate erklärte weiter, eine weitere Ausgabe von Anteilen werde die Liquiditätslage voraussichtlich nicht wesentlich verbessern.

Der „UBS (D) Euroinvest Immobilien“ wurde 1999 aufgelegt. Laut dem Datenanbieter Bloomberg verwaltete er zu besten Zeiten im Herbst 2008 ein Nettofondsvermögen von fast 2,7 Milliarden Euro. Zuletzt waren es nur noch 1,43 Milliarden Euro. Gut 85 Prozent des Fondsvermögens sollen in Büroimmobilien investiert sein.

Der „UBS (D) Euroinvest“ zeigt damit eine Entwicklung, wie sie zuletzt vermehrt bei offenen Immobilienfonds zu beobachten war. Wegen gefallener Immobilienwerte – verursacht unter anderem durch Leerstände und sinkende Mieteinnahmen – sank der Gesamtwert des Fondsvermögens. Diese Entwicklung ließ zuletzt immer mehr Anleger zweifeln. Viele wollten in den vergangenen Jahren ihre Anteile zurückgeben, was zu einem hohen Mittelabfluss führte. Da sich Immobilien aber nicht schnell verkaufen lassen und der Fondsanbieter Notverkäufe zu ungünstigen Preisen vermeiden wollte, ist die Rücknahme der Anteile gestoppt worden. Laut UBS Real Estate erfolgt die Aussetzung für die Rücknahme der Anteile für bis zu 36 Monate.

Für betroffene Anleger bedeutet der Schritt, dass sie vorerst nicht an ihr Geld kommen, indem sie ihre Anteile an die Fondsgesellschaft zurückgeben. Es besteht für sie jedoch die Möglichkeit, diese Anteile über die Börse zu veräußern. Dabei liegt der erzielbare Preis allerdings in der Regel deutlich unter dem offiziellen Fondswert. 2026 haben bereits zwei offene Wohnimmobilienfonds die Rücknahme der Anteile ausgesetzt. Mitte Januar kündigte Wertgrund an, seinen Fonds „Wohnselect“ vorübergehend zu schließen. Ende Februar folgte der Publikumsfonds „Fokus Wohnen Deutschland“. Auch er setzte die Rücknahme und Ausgabe seiner Anteile aus. Christian Schnell

hältnis zu den künftigen Erträgen stehen. Ist das nicht der Fall, wird sich das spürbar auf die Aktienkurse und selbstverständlich auch die Bewertung der begebenen Anleihen auswirken.

Das klingt doch, vorsichtig ausgedrückt, nach einer riesigen Wette?

Das, was wir hier sehen, unterscheidet sich sehr von dem, was wir Ende der 1990er-Jahre bis Anfang der 2000er hatten. Damals sind viele Unternehmen ausgefallen. Heute haben wir es mit Firmen zu tun, die die Finanzkraft haben, die ihnen solche Investitionen ermöglichen, auch wenn sie die Anleihemärkte anzapfen müssen.

Sie sind nun weniger pessimistisch?

Die Forschungsanstrengungen in Sachen KI sind sinnvoll. Mir bereiten weniger die großen KI-Investoren Sorge als vielmehr diejenigen, deren Geschäft durch KI bedroht ist. Da werden wir in Zukunft den einen oder anderen größeren Ausfall erleben.

Werden da vielleicht auch die Falschen abgestraft werden, bei denen nicht das Geschäftsmodell problematisch ist, sondern die einfach keinen Zugang zu Kapital haben, weil der Kreditmarkt eingefroren ist?

Wir erinnern uns alle in Deutschland an die Zeiten der geschlossenen offenen Immobilienfonds kurz nach der Finanzkrise. Die Immobilienfonds waren ein klassisches Beispiel dafür, wie wichtig Liquidität ist. Wenn die Liquidität weg ist, dann kommen auch Systeme ins Rutschen, die viele, viele Jahrzehnte als quasi mündelsicher bewertet wurden.

Das heißt, aus Ihrer Sicht sollte man sich noch mehr als sonst fragen: Was hat das Unternehmen, bei dem ich mich, ganz gleich ob als Gläubiger oder Aktionär, beteilige, für ein Geschäftsmodell, und inwieweit kann es von KI betroffen sein?

Bei Anleihen sollte man genau die gleiche Analyse machen bezüglich des Geschäftsmodells, zukünftiger Erträge und Kosten, wie man das bei einer Aktie macht. Also sich jede einzelne Anleihe genau anschauen. Ich wundere mich immer wieder, wie oft Renten-ETFs gekauft werden.

Wieso das?

Renten-ETFs funktionieren anders als Aktien-ETFs. Es sind nicht die erfolgreichsten Unternehmen am höchsten gewichtet, sondern die am höchsten verschuldeten. Mein Kollege Frank Lipowski sagt immer, Renten-ETFs seien „Tilt to the Schrott“. Das muss nicht zwingend im Sinne des Anlegers sein. Also zusammenfassend würde ich sagen: Anleihen ja, aber bitte nicht in einem ETF.

Herr Vorndran, vielen Dank für das Interview.

Die Fragen stellte Markus Hinterberger.

Handelsblatt Invest liefert exklusive Analysen von internationalen Kapitalmarktexperten. Immer mittwochs kostenlos für alle Handelsblatt-Abonnenten.

Capitol in Washington, Philipp Vorndran: „Donald Trump ist gesteuert vom Ziel, populär zu sein.“

Das kann ich mir gut vorstellen, aus zwei Gründen: zum einen die Diskussion um Private Debt und mögliche Ansteckungseffekte. Zum anderen die Realwirtschaft. Wenn die dauerhaft leidet, ist das nicht gut für die Gewinnentwicklung der Unternehmen – und dann kommen logischerweise auch wieder Insolvenzen.

Experten der UBS erwarten, dass im Private-Credit-Markt bis zu 15 Prozent der Kredite ausfallen können. Vor allem dann, wenn KI-Anwendungen Geschäftsmodelle überholt machen. Teilen Sie diese Ansicht, oder sind wir jetzt hier wieder im Bereich der Schwarzmalerei?

Für komplett ausgeschlossen halte ich das nicht. Schauen Sie nur einmal auf die Aktienmärkte. Bestimmte Geschäftsmodelle sind da in den vergangenen Monaten regelrecht abgestraft worden, weil man genau diesen Schluss gezogen hat. Und wenn das für die Aktien relevant ist, dann ist das auch ein Thema, das für die Anleihen und Kredite dieser Unternehmen nicht ohne Bedeutung ist.

Sie sprechen da einen interessanten Punkt an. Einige der großen Tech-Unternehmen haben in der jüngeren Vergangenheit riesige Anleihen begeben, um ihre KI-Forschung voranzubringen. Man denke an Meta, Oracle und zuletzt Amazon. Was halten Sie davon?

Ich glaube, wir müssen realwirtschaftlich erst mal versuchen, zu analysieren, ob diese Investitionen langfristig sinnvoll sind. Und ich behaupte, das sind sie. Die Unternehmen müssen diese Kredite und enormen Kosten für Forschung und Entwicklung auf sich nehmen, um in diesem Rennen mitmachen zu können. Ich habe aber ein großes Fragezeichen.

Nur zu. Ich weiß nicht, ob die Ausgaben in einem Ver-

Getty Images, Flossbach von Storch