

INTERVIEW

## Die Zinswende kommt nicht“

Bert Flossbach, Gründer und Vorstand der Flossbach von Storch AG, über den Umgang der Unternehmen mit **steigenden Preisen und Lieferengpässen** und die Möglichkeit für Anleger, sich in einem **schwierigen Anlageumfeld** gegen Risiken zu wappnen

von HEIKE BANGERT

**Lieferengpässe, steigende Preise, Turbulenzen am chinesischen Immobilienmarkt: Lange Zeit konnte man sich die Dinge schönreden. Aber geht das in Anbetracht der Risiken noch?**

*Bert Flossbach:* Keine Frage, der Aufschwung verlangsamt sich und die Inflation ist zurück. Im September stiegen die Verbraucherpreise im Vergleich zum Vorjahresmonat in Deutschland um 4,1 Prozent und damit so stark wie seit 29 Jahren nicht mehr. In den USA beträgt der Anstieg seit vier Monaten in Folge jeweils mehr als fünf Prozent. Das Thema Stagflation macht die Runde. Und dennoch ist die Situation nicht vergleichbar mit jener der 70er-Jahre.

**Welche Preistreiber sind vorübergehend, welche nachhaltig?**

*Flossbach:* Das ist die Gretchenfrage. Die Lieferengpässe lassen sich mittelfristig beheben – wenngleich in unterschiedlichem Tempo. Die fehlenden Trucker in England kommen nicht so schnell zurück. Die Bediensteten der Flughäfen vermutlich auch nicht. Und es gibt 1,4 Millionen Beschäftigte auf den Weltmeeren, von denen einigen nach 18 Monaten Zwangspause auf ihrem Schiff die Lust vergangen ist. Da reicht es nicht, die Löhne anzuheben. Da müssen strukturelle Verbesse-



**DIE ANGST VOR STEIGENDEN ZINSEN** scheint Bert Flossbach übertrieben zu sein. Bei einer Zinsänderung von minus 0,5 Prozent auf null Prozent, so der Vermögensverwalter, sollte man die Kirche im Dorf lassen.

## Vita

### Bert Flossbach

Geboren **1961** im Bergischen Land

Studium der **Betriebswirtschaftslehre** an der Universität Köln, Promotion in Innsbruck

Berufseinstieg bei der **Matuschka Gruppe** München (1988–1991)

Wechsel zu **Goldman Sachs** (1991–1998)

1999 Gründer und Vorstand der **Flossbach von Storch AG**, verantwortlich für Research und Investment-Management

rungen her. Solange Covid ein latentes Risiko ist, ist es nicht so einfach, die Leute wieder auf die Schiffe zu bringen. Und ein Chip-Werk zu bauen, dauert – wie man bei Infineon gesehen hat – zwei Jahre. Zum knappen Angebot aufgrund der Engpässe bei den Lieferketten und der Logistik kommt ein Nachfrageüberhang. Der Kloppapiereffekt. Beim Schraubenbauer Würth erzählte man uns, dass die Leute deutlich über den Bedarf kaufen – zehn Schrauben anstatt der benötigten fünf. Einige Faktoren sind temporär. Doch bis sich diese abgeschwächt haben, wird es länger dauern als noch im Sommer erwartet.

#### Das Narrativ der Notenbanken, die Preissteigerung sei nur temporär, stimmt demnach nicht?

**Flossbach:** Inzwischen haben auch die Notenbanken – erst Fed-Chef Jerome Powell, später auch EZB-Chefin Christine Lagarde – erkannt, dass es sich beim Preisanstieg nicht nur um einen großen Buckel handelt. Wir können die vier bis fünf Prozent Inflation ja auch nicht vergessen machen. Und wenn das Thema Inflation erst einmal überall präsent ist, ist es viel einfacher, Preiserhöhungen durchzusetzen. Das zieht Zweitrundeneffekte nach sich und wird in die Tarifforderungen der Gewerkschaften einfließen. Die Auswirkungen dessen sind schwer zu ermessen, denn das sind ja Entscheidungsbäume mit zwei Millionen Verzweigungen. Doch die Gefahr, dass wir eine Lohn-Preis-Spirale bekommen, ist heute sehr viel höher als noch vor sechs oder zwölf Monaten.

#### Welche Inflationstreiber kommen hinzu?

**Flossbach:** Das sind die drei „Ds“: De-globalisierung, Dekarbonisierung und Demografie. Das lässt sich dabei schwer in Zahlen ausdrücken. Doch fest steht: Keines der Ziele gibt es umsonst. Bereits 1998 beschlossen die Grünen, den Preis für einen Liter Benzin auf fünf Mark pro Liter anzuheben. Das ist ja konsequent, wenn man Menschen zum Umdenken bewegen möchte. Doch aus sozialen Erwägungen heraus stößt das natürlich an seine Grenzen.

#### Inflation muss ja nichts Schlechtes sein. Arbeiten die Notenbanken nicht jahrelang darauf hin?

**Flossbach:** Es ist der Weg, aus der Verschuldung und der Negativ- und Nullzinswelt herauszukommen, der in der Vergangenheit erfolgreich gegangen wurde und der wenig schmerzhaft ist. In den 40er-

und 50er-Jahren ist die Finanzrepression in den USA eindrucksvoll aufgegangen. Bei absolut steigenden Schulden ist die Schuldenquote von 120 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) – in etwa auf dem heutigen Stand – auf 70 Prozent gesunken.

#### Im Unterschied zu heute war das Wachstum damals zweistellig. Wo befinden wir uns heute: eher bei den 70er- oder eher bei den 40er-Jahren?

**Flossbach:** Das ist eine gute Frage. Irgendwo dazwischen. Auch in den 40er- und 50er-Jahren gab es unterschiedliche Konstellationen. Teils gab es Phasen mit sechs Prozent Inflation, die ausreichten, das nominelle BIP zu erhöhen. Teils hatten wir zweistellige Nominalwachstumsraten. Von 1974 bis 1980 lag das Realwachstum bei bescheidenen 2,5 Prozent pro Jahr, die Inflation betrug dagegen stolze 9,3 Prozent pro Jahr.

Ende 1973 führte das arabische Ölebargo zur ersten Ölkrise. Der Preistieg um 70 Prozent an einem Tag auf fünf Dollar und im Folgejahr weiter auf zwölf. Es kam zu einer Lohn-Preis-Spirale mit dem berühmten ÖTV-Tarifabschluss von Heinz Kluncker mit elf Prozent. 1979 kam der zweite Ölpreisschock mit einem Anstieg auf 40 Dollar. Die Inflation schoss auf 15 Prozent, bevor Paul Volcker dem Preistreiben mit einem Zinsanstieg von 20 Prozent den Garaus machte. Das wäre heute schon aufgrund der hohen Verschuldung nicht machbar, erst recht nicht in der Euro-Zone.

#### Was bedeutet das für die Wirtschaft?

**Flossbach:** Da muss man sehr stark differenzieren. Zum einen kann man lückenhafte Lieferketten nicht mit höheren Zinsen bekämpfen. Zum anderen gibt es auch in einem solchen Umfeld Gewinner und Verlierer. Unternehmen mit Preissetzungsmacht tun sich leichter, höhere Input-Kosten durch Energie, Fracht und Personal auszugleichen. BMW und Daimler zum Beispiel verbauen die knappen Chips vor allem in Premium-Modellen mit höheren Umsatzrenditen. Trotz steigender Kosten werden beide deshalb in diesem Jahr voraussichtlich einen Rekordgewinn erzielen.

#### Nicht alle können so flexibel sein ...

**Flossbach:** Stimmt, und richtig ist auch, dass es von einer Disinflation zu einer Inflation keinen sanften Übergang geben kann. Aus Angst vor einer Zinswende stellen viele Unternehmen ihre Investitionen zurück. ►

**Was, wenn es nicht nur ruckelt, sondern zu einer Vollbremsung kommt?**

Flossbach: Wenn wir einen massiven Einbruch der Wirtschaft bekommen, besteht meiner Meinung nach nicht der geringste Zweifel daran, dass die Notenbanken erneut mit viel Geld unterstützend eingreifen werden. Die Notenbanken sitzen in einer Zwickmühle. Sie müssen die Inflation im Blick haben, dürfen gleichzeitig aber nicht den Aufschwung abwürgen. Im Unterschied zur Finanz- und Euro-Krise fließt das Geld jetzt direkt in den Wirtschaftskreislauf. In den Jahren davor profitierten nur die Aktien- und Immobilienmärkte von den niedrigen Zinsen. Nie zuvor wurde die Konsumfreudigkeit so entfacht, wie es in den 18 Monaten der Geldschöpfung durch die Pandemie der Fall war. Erst jetzt ist das Geld kaufkraftwirksam geworden. In den USA ist die Geldmenge M2, also das, was bei den Bürgern auf den Konten liegt, um 30 Prozent gestiegen. Zum Vergleich: Die Wirtschaftsleistung ist nur um vier Prozent gewachsen. Aber nochmals: Eine neue Krise würde die Zentralbank dazu veranlassen, erneut Geld auszugeben.

**Wie sollten sich Anleger in diesem Umfeld aufstellen?**

Flossbach: Das wichtigste Postulat lautet Diversifikation. Dabei habe ich weniger den 18-Jährigen im Blick, der jeden Monat 50 Euro in den Sparplan steckt, als jemanden, der 200 000 Euro anlegt, weil er geerbt hat oder eine Lebensversicherung fällig geworden ist.

**In der Vergangenheit dienten Anleihen zur Risikostreuung. Halten Sie diese noch in Ihren Fonds?**

Flossbach: Nein. Sichere Anleihen wie Bundesanleihen oder US-Staatsanleihen als Pfeiler der Diversifikation sind weggefallen. Im Sommer endete die erste 5-Jahres-Periode in der Geschichte der Bundesanleihen mit negativer Rendite. Es gab immer Zeiten von Kursverlusten bei Anleihen. Doch da waren die Kupons so hoch, dass sie diese ausgleichen konnten. Das ist nicht mehr der Fall. Die Renditen können nochmals um ein viertel oder halbes Prozent fallen. Das würde zwei Prozent Kursgewinn bringen. Doch Zeiten wie vor der Finanzkrise 2008, wo der Anlageklassiker aus 50 Prozent Anleihen und 50 Prozent Aktien zweistellige Renditen brachte, sind vorbei.

**Wie gleiche ich Risiken dann aus?**

Flossbach: Wenn ich meine Aktienquote erhöhe, muss ich heute innerhalb der Klasse (Aktien) besser diversifizieren als früher. Die Suche nach Renditen treibt ja skurrile Blüten: „Professionelle Anleger“ investieren mit Vorliebe in sogenannte Alternatives: Loans, Immobilienanlagen bis hin zu Private Credit. Oder sie investieren in Rohstoffe über Futures. Für den Privatanleger bleiben Aktien, Kasse und Gold – auch Immobilieninvestments eignen sich, von der selbst genutzten Immobilie abgesehen, kaum als diversifizierte Geldanlage.

**Welche Aktien sind jetzt empfehlenswert?**

Flossbach: In Zeiten steigender Inflation brauchen Anleger

Aktien mit Preissetzungsmacht gegenüber Kunden, Verhandlungsmacht gegenüber Lieferanten, Flexibilität in der Beschaffung, der Produktion und dem Vertrieb, einer effizienten Kostenkontrolle sowie der Möglichkeit, wettbewerbsfähige Gehälter für motivierte und hoch qualifizierte Mitarbeiter zu zahlen. Bei den Verhandlungen mit den Lieferanten geht es derzeit weniger darum, den Preis zu drücken, als die Vorprodukte überhaupt zu bekommen. Wir haben mit BASF darüber gesprochen. Da gibt es Düngemittelproduzenten, die erhalten kein Ammoniak mehr. BASF zieht im Zweifel ein Werk in den USA hoch. Kleinere Unternehmen sind weniger flexibel. Auch Unternehmen, die in energie- und rohstoffintensiven Bereichen arbeiten, sind gekniffen – etwa wenn man Wellpappe herstellt. Das ist bei Unternehmen mit begehrten Premiumprodukten wie Apple, Nestlé oder Mercedes-Benz anders.



**Die Inflation ist zurück. Im Unterschied zur Finanz- und Euro-Krise fließt das Geld dieses Mal direkt in den Wirtschaftskreislauf“**

**Welche Rolle spielt das Wachstum?**

Flossbach: Neben der Profitabilität eine entscheidende. Wachstum ist ein wichtiger Bestandteil bei der Zukunftsfähigkeit eines Unternehmens. Wir achten bei der Auswahl von Unternehmen auf Sicherheit und Qualität, was ja eine Mischung aus Ertragsresilienz und Wachstum ist. Lange Zeit war beispielsweise Amazon nicht sehr profitabel. Die haben investiert. Auch das hat die Börse honoriert. Da wird ja die Zukunft gehandelt. Wenn man ein Unternehmen wie Amazon oder Microsoft ist mit einer starken Position und Wettbewerbsvorteilen, dann erlaubt dies auch eine höhere Bewertung.

**Sind die hoch bewerteten Qualitätsaktien demnach noch kaufenswert?**

Flossbach: Das ist ja die Krux: Ich kann zwar sagen, ich kaufe nur Top-Qualität. Doch dann kommt des Teufels Advokat und sagt: Schau dir einmal die Bewertung an. Die ist hoch. Ich bin ja nicht der Einzige, der danach sucht. Etwa im Luxus-Segment. Eine Hermès notiert aktuell zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von mehr als 60.

Auch bei Nvidia oder ASML muss ich eine Abschätzung machen, ob die Bewertung die Gewinne auf Sicht der nächsten fünf Jahre rechtfertigt.

**Durch die Angst vor steigenden Zinsen mehren sich Zweifel daran ...**

Flossbach: Zum einen rechnen wir nicht mit steigenden Zinsen. Da sollte man die Kirche im Dorf lassen. Ob der Zins bei minus 0,5 Prozent oder null Prozent liegt, spielt keine entscheidende Rolle. Und dann kommt es auf die Unternehmen an. Bei der Größe von Microsoft beispielsweise könnte man meinen, irgendwann ist Schluss. Und dennoch haben die binnen fünf Jahren ihren Gewinn nochmals verdoppelt.

**Wie sieht es mit den Bond-Proxies wie Nestlé und Unilever aus?**

Flossbach: Da ist der Zins klar determinierend. Für Anleihen bekomme ich null Prozent Rendite, für Nestlé zwei bis drei Prozent. Das ist nicht so viel mehr, ermöglicht mir aber

eine enorme Stabilität im Portfolio. Selbst wenn sich der Kurs in zehn Jahren nicht nach oben bewegen würde, kommen so 30 Prozent Rendite zusammen. Das setzt aber einen Anlagehorizont von mindestens fünf Jahren voraus. Die Bond-Profis sind überdies krisenresilienter. Wenn ich mehrere kaufe, erspare ich mir zudem das Einzeltitelrisiko.

### Ihr Flaggschiff-Fonds, der FvS Multiple Opportunities, ist im Corona-Jahr deutlich hinter der Konkurrenz zurückgeblieben. Warum?

**Flossbach:** Wäre das Jahr 2020 im März beendet worden, hätten wir an der Spitze gestanden. Wir haben den Abschwung gesehen und uns abgesichert, danach die Absicherung sukzessive aufgelöst. Natürlich hätten wir das gerne alles am Tiefpunkt getan, aber im Nachhinein ist man immer klüger. So kamen 2020 nur vier Prozent Plus heraus – aber viele Kunden haben die geringe Schwankung geschätzt, weil sie halfen, Ruhe zu bewahren. Dazu trägt auch der Fokus auf Qualitätswerte bei, egal, ob es sich um konservative Konsumwerte, Payment-Dienstleister, Technologie- oder Industrierwerte handelt. Mit 80 Prozent ist unsere Aktienquote derzeit relativ hoch. 28 Prozent des Fonds sind in Technologiewerten investiert. Zählt man auch Industrietechnologie und Zahlungsdienstleister hinzu, sind es gar 40 Prozent.

### Welche Rolle spielt Gold in Ihren Portfolios? Und warum kommt der Goldpreis dieses Jahr nicht vom Fleck?

**Flossbach:** Gold spielt eine bedeutende Rolle. Wir halten rund zehn Prozent in Gold bzw. in Gold-ETFs. Für uns ist Gold vor allem ein Inflationsschutz. Man muss das langfristig sehen. Gold hat den Inflationsanstieg im Jahr 2020 bereits vorweggenommen. So gesehen, sind wir immer noch mit zwölf bis 13 Prozent im Plus. Das Argument vieler, „gute Börse schlecht für Gold“, ist blanke Unsinn. Die Entwicklung sollte sich langfristig an der Inflation orientieren. Bei einer durchschnittlichen Rate von vier Prozent auf Sicht der nächsten zehn Jahre sollte das der Goldpreis widerspiegeln.

### Und wie sieht es mit Kryptowährungen aus?

**Flossbach:** Das ist eine reine Glaubensfrage. Sie gehen davon aus, dass Ihnen später jemand mehr bezahlt. Da steht weniger der Inflationsschutz als die Spekulation im Vordergrund. Im Gegensatz zu Gold, das eine 5000 Jahre alte Geschichte und einen inneren Wert aufweist, hat Bitcoin keinen intrinsischen Wert. Ich will das nicht verteufeln, aber man sollte nur investieren, wenn man entweder Fan der ersten Stunde war oder sich beim nächsten Rückschlag von seinen Emotionen nicht aus dem Sattel werfen lässt.

### Sagen Sie das einer Generation, deren Rente nicht mehr sicher ist?

**Flossbach:** Das und noch viel mehr: Wer die Risiken nicht verteilt, hat schon verloren. Aktien sind das Gebot der Stunde. Gold ist eine gute Beimischung. Doch Hände weg von Anleihen. Das gilt auch für die Lebensversicherung, sofern sie nicht fondsgebunden ist. Die bringt nicht viel mehr als das Sparbuch. Bei vier Prozent Inflation verliert man in fünf Jahren schnell 20 Prozent. Das ist das größte Risiko, das Anleger eingehen können. Man darf nicht die Hände in den Schoß legen. Die Zinswende wird nicht kommen. It won't happen. ■

## Schreckgespenst Stagflation

Fataler Mix aus fallender oder stagnierender Wirtschaftsleistung bei fallenden Preisen aus den 70ern.

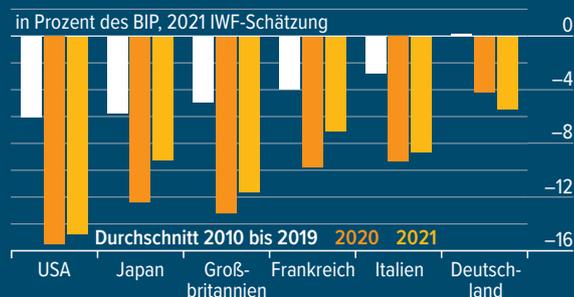
### Wirtschaftliche Lage in den USA 1970 bis 1984



## Fiskalpolitik all in

Die expansive Fiskalpolitik überstürzt die Wirtschaft in vielen Ländern mit rekordhoher Neuverschuldung.

### Gesamtstaatliche Haushaltssalden



## Deutlich die Nase vorn

Der FvS Multiple Opportunities geriet zum Lieblingsinvestment der Anleger seit der Finanzmarktkrise.

### FvS – Multiple Opportunities



WKN/ISIN (ausschüttend)	<b>A0M430/LU0323578657</b>
Fondsvolumen	<b>25,5 Mrd. €</b>
laufende Kosten	<b>1,63 %</b>
Fondswährung	<b>EUR</b>
Wertentwickl. 1/3/5/10 Jahre p. a.	<b>9,8/9,3/6,7/8,6 %</b>
Volatilität 3 Jahre p. a.	<b>9,1 %</b>

Quelle: Morningstar

Wertentwicklung auf Euro-Basis