



Bert Flossbach:
Der Vermögens-
verwalter kann
Banken nichts
abgewinnen.

www.rudolf-wichert.de

Bert Flossbach

„Die Zinsen bleiben für immer extrem niedrig“

Der Mitgründer der Fondsgesellschaft Flossbach von Storch sieht die Europäische Zentralbank in einer Welt der Niedrigzinsen gefangen, will die Vorstände großer Konzerne mehr unter Druck setzen und beschreibt, was den Bitcoin von der Tulpenmanie unterscheidet.

Bert Flossbachs Büro in einem der oberen Stockwerke des Kölner „Triangle“-Hochhauses erlaubt einen weiten Blick über die Stadt und den Rhein. Dank eines stürmischen Wachstums hat der größte unabhängige deutsche Vermögensverwalter in den vergangenen Jahren immer mehr Etagen in dem 103 Meter hohen Gebäude angemietet, mittlerweile sind es sieben. Auch im Gespräch mit dem Fondsmanager dreht sich alles um die Vogelperspektive - von der globalen Konjunktur bis hin zu den Aussichten für die Zinsen. Zum Jahreswechsel stellt sich der Mitgründer von Flossbach von Storch neun ungewöhnlichen Thesen des Handelsblatts zum Kapitalmarkt.

Herr Flossbach, starten wir mit unserer ersten ungewöhnlichen These, die lautet, die Notenbanken haben die Finanzmärkte noch jahrzehntelang im Griff. Es gibt nur minimalste Zinssteigerungen. Es gibt immer noch viele Asset-Manager, die glauben, es stünde die große Zinswende bevor. Dabei wurden viele vor gut einem Jahr bereits auf dem falschen Fuß erwischt. Sie dachten, mit Donald Trump als US-Präsident würden die Zinsen weltweit steigen. Falsch gedacht.

Warum passierte nichts Dramatisches? Nehmen Sie die Europäische Zentralbank (EZB).

Die muss mehrere Ziele gleichzeitig verfolgen, den Euro beisammenhalten und ihr Inflationsziel von zwei Prozent erreichen.

Gewiss, doch wird sie auf absehbare Zeit an der Zinsschraube drehen?

Die EZB ist praktisch gar nicht in der Lage, die Zinsen spürbar anzuheben. Und sie kann auch keine Zinswende am langen Ende des Marktes, etwa bei zehnjährigen Bundesanleihen, zulassen.

Warum nicht?

Stellen Sie sich vor, die Rendite würde hier von 0,3 auf zwei bis drei Prozent steigen. Dann führte das in Italien zu Zinsen um 4,5 Prozent. Das kann sich die Regierung in Rom nicht leisten. Auf dem heutigen Zinsniveau kommt Italien im Jahr 2020 auf eine Zinersparnis von rund 58 Milliarden Euro, wenn man das Jahr 2008 zum Vergleich heranzieht. Das entspricht gut zwei Prozent des Bruttoinlandsproduktes.

Und was bedeutet das?

Italien kann auf Dauer keine vier oder 4,5 Prozent auf seine Staatsschulden bezahlen. Wahrscheinlich liegt der Todeszonen-Zins sogar noch niedriger.

Aber leitet die US-Notenbank Fed nicht gerade die Wende ein? Schließlich wollen die Amerikaner im

„
Ich sehe keinen Hype. Die Kurse von Google, Facebook oder Priceline sind fundamental untermauert.

nächsten Jahr die Zinsen mindestens dreimal erhöhen.

Die kurzfristigen Zinsen steigen ja auch schon, aber am langen Ende tut sich nichts. Einjährige Anleihen rentieren mit 1,7 Prozent, zehnjährige Papiere liegen dagegen bei 2,4 Prozent. Die Differenz ist gering. Das hat mit den Zinsen in Europa zu tun. Die Zinsdifferenz zwischen Bundesanleihen und den zehnjährigen US-Notes kann kaum über zwei Prozentpunkte gehen. Bei 2,5, spätestens drei Prozent Abstand werden Sie massive Zuflüsse in US-Treasuries sehen. Das deckelt das US-Zinsniveau.

Besorgt Sie das nicht?

Dass die Amerikaner den Zusammenhang lange ignoriert haben, hat mich erstaunt. Langsam dämmert es ihnen, dass US-Papiere dauerhaft nicht wie Pfeiler aus dem Nullzinsmeer herausragen können. Heute werfen portugiesische Staatspapiere ein halbes Prozent weniger Rendite ab als amerikanische, obwohl Portugal ein Kreditrisiko in Europa hat, während die Fed die eigene Währung drucken kann. Treasuries können also niemals ausfallen. Lissabon dagegen kann keine Euros drucken.

Das heißt, wir müssen uns auf Jahre hinaus auf niedrigste Zinsen einstellen?

Nicht nur auf Jahre. In diesem System werden die Zinsen praktisch für immer extrem niedrig bleiben.

„Für immer“ meinen Sie wortwörtlich?

Ja, im Euro-Land wird es keine Zinswende geben. Zumindest keine, die den Namen verdient.

Kommen wir zur zweiten These: Die US-Tech-Aktien wie Alphabet oder Apple erklimmen immer neue Höhen in einer scheinbar unendlichen Geschichte. Unterschreiben Sie das?

Ich sehe noch keinen Hype. Die Kurse von Google, Facebook oder Priceline sind fundamental untermauert. Von 50er- oder 100er-Kurs-Gewinn-Verhältnissen sind wir weit entfernt. Die Bewertungen liegen im Rahmen der vergleichsweise besseren Wachstumsperspektiven. Bei den Firmen liegt viel Geld in der Kasse. Unternehmen, die wachsen, profitieren in einem Niedrigzinsumfeld besonders stark. Insgesamt gibt es aber noch Spielraum nach oben.

Droht den neuen Riesen nicht die Regulierungskeule oder die Zerschlagung? Diese Risiken werden doch ignoriert.

Das ist der entscheidende Punkt. Die Regulierung ist die Achillesferse, die das Wachstum bremsen könnte. Aber ein bisschen steckt das schon in den Kursen drin, sonst wären die Aktien noch teurer. Der Markt ist nicht blauäugig.

Wann kommt Apple auf eine Bewertung von über einer Billion Dollar?

Apple ist ein wenig anders gelagert. Das ist eine Mischung aus Soft- und Hardware sowie Konsum. Die Loyalität der Kunden ist sehr hoch. Warren Buffett hat das überzeugt. Die 1000-Milliarden-Hürde ist zu Recht nicht mehr weit weg.

Die Deutschen haben ja nichts Vergleichbares zu bieten ...

SAP spielt schon im weltweiten Tech-Konzert mit. Den Konzern sehen die Amerikaner als einzigen nennenswerten Player „made in Germany“. Und wie Phönix aus der Asche ist auch Infineon wieder zurück.

Was sagen Sie zur dritten These, dass der Bitcoin von derzeit knapp 15 000 Dollar bis auf 60 000 Dollar steigt und ein Crash folgt?

Es gibt Analogien zur Tulpenmanie, da fundamental kein Wert unterlegt ist. Bei Gold ist das anders. Andererseits: Im Gegensatz zu den Tulpen ist das Angebot an Bitcoins begrenzt, das macht die Währung interessant. Unterschwellig profitiert der Bitcoin davon, dass die anderen Währungen durch die Niedrigzinsen viel Vertrauen verloren haben.

Besitzen Sie Bitcoins?

Nein, aber ich habe mein Tagebuch dabei. Da steht am 29. November geschrieben, dass ich bei 2000 Dollar überlegte, einen Testkauf zu machen, aber an der eigenen Bequemlichkeit scheiterte. Bei 6000 das Gleiche. Und bei 8000 habe ich einem Taxifahrer, der in Bitcoins investiert ist, gesagt: „Jetzt nehmen wir erst mal die 10 000 Dollar.“ Das große, finale Spekulationsfieber beginnt aber gerade erst. Dann könnte der Kurs 20 000, 50 000 oder vielleicht noch mehr erreichen, bevor er auf 5 000 oder tiefer zusammenfällt.

Sehen Sie Bitcoins auch als Ausdruck des Misstrauens gegenüber unserem Geld?

Absolut. Es scheint so, als würde sich die digitale Währung etablieren. Manche behalten Bitcoins, weil diese eine Wertaufbewahrungsfunktion besitzen und nicht mehr nur ein Zahlungsmittel sind. Deshalb werden Bitcoins auch nicht auf null fallen.

Und wie sieht es bei Gold aus? Unsere These: Gold klettert von derzeit rund 1300 Dollar auf 2000 Dollar je Feinunze im neuen Jahr 2018.

Die Deutschen mögen keine Aktien, aber Gold. Hier, noch einmal ein Tagebucheintrag (zeigt sein Tagebuch): „Gold könnte durch Bitcoins in die Rolle einer Parallelwährung gelangen.“ Kann gut sein, dass sich das Misstrauen gegenüber den Währungen auf Gold überträgt und Ihre These stimmt.

Welche Rolle spielt Gold in der Vermögensverwaltung von Flossbach von Storch?

”

Der Kurs der Bitcoins könnte 50 000 Dollar oder mehr erreichen, bevor er auf 5 000 oder tiefer zusammenfällt.

Vita Bert Flossbach

Die Person Der Mitgründer und Vorstand des Vermögensverwalters Flossbach von Storch arbeitete ab 1991 bei Goldman Sachs und betreute von Frankfurt aus reiche Privatkunden. 1998 gründete der 56-Jährige zusammen mit Kurt von Storch die Kölner Gesellschaft.

Die Firma Flossbach von Storch zählt mit über 180 Mitarbeitern, die mehr als 35 Milliarden Euro verwalten, zu den größten bankunabhängigen Vermögensverwaltern in Deutschland.

Ungefähr zehn Prozent investieren wir in Gold. Wir bleiben bei dieser Allokation. Mit Gold sichern wir uns gegen Schreckszenarien ab. Kombiniert mit Gold böte eine Kryptowährung die Wertaufbewahrung und Zahlungsfunktion in einem. Dann gewönne das Edelmetall auch die Zahlungsmittelfunktion dazu; auch kleine Stückelungen wären möglich.

Aber 2017 hat sich Gold nicht gerechnet.

Stimmt, aber ein Viertelprozent zu verlieren auf Euro-Basis ist zu verschmerzen. Zumal uns die Kasenhaltung bei der Bank auch Geld kostet.

Die Flucht in die Sachwerte hat auch Immobilien stark verteuert. Aber die EZB erfasst die Preisblase hier gar nicht. Die Notenbank berechnet die Inflation falsch, lautet daher die nächste These.

Das stimmt so. Bei der Inflationsberechnung fließen zwar Mieten ein, aber als Durchschnittswert – damit werden die hohen Preissteigerungen in den Metropolen natürlich nicht abgebildet. Wenn man die Steigerungen in Köln, München und Hamburg sieht, dann kann die Inflation unmöglich nur eine Eins vor dem Komma haben.

Weil der Deutsche Aktien scheut, wird er ein Zinsopfer – auch eine schöne These.

Die leider stimmt. Die Deutschen laufen Gefahr, im globalen Kontext zu verarmen. Die Vermögenswerte pro Kopf sind schon heute niedriger als in Italien oder Österreich. Die Aktienhaushalte und der Immobilienboom sind an den Deutschen komplett vorbeigelaufen. Sie halten verzweifelt an ihren Sparguthaben fest und verlieren so Jahr für Jahr im Vergleich zum Rest der Welt.

Wo stehen wir in zehn Jahren?

Wir finanzieren in Europa den Wohlstand der anderen mit. Und die halten ihr Niveau, ohne groß zu sparen. Sie profitieren von weiter steigenden Immobilienpreisen.

Nächste, sehr zugespitzte These: Die Europäische Union gibt es in fünf Jahren nicht mehr.

Die Beharrungskräfte sind groß. Aber wenn es mal knackst, dann zuerst im Euro. Es war nun mal der größte Fehler, Griechenland im Euro zu halten. Die Griechen leiden unter dem Sparprogramm. Besser wäre eine Parallelwährung gewesen, mit der man auch Löhne zahlen kann. Die Touristen würden dann weiter mit Euro bezahlen.

Fondsgesellschaften müssen lauter, aktiver werden, um zu überleben: unsere siebte These.

Das sind wir schon. Nehmen Sie Daimler. Der Aktienkurs lag im Sommer bei 60 Euro; womit das Unternehmen nur noch mit dem Siebenfachen des Jahresgewinns bewertet wurde. Diese Bewertung ist der Qualität des Unternehmens, seiner Produkte und Mitarbeiter unwürdig. Die Umbrüche, von denen die Autoindustrie besonders betroffen ist, haben vielen Anlegern Angst eingejagt. Sie scheinen ihr Vertrauen in die Zukunft des Unternehmens zu verlieren. Der tiefe Aktienkurs spiegelt das wider.

Wie sieht das Lauter-Werden bei Daimler aus?

Wir fordern etwa eine sehr viel offensivere Kommunikationsstrategie, die Kunden, Mitarbeitern und Aktionären hilft. Dabei wird Daimler exzellent geführt. Die Produkte sind besser denn je. Leider schlägt sich das nicht im Aktienkurs nieder. Die Nutzfahrzeugsparte wird praktisch mit null bewertet. Wir fordern als einer der größten Aktionäre, dass Daimler die Nutzfahrzeuge abspalte und zwei Aktien, also Mercedes-Benz und Daimler Trucks, als schlagkräftige autonome Einheiten an die Börse bringt, aber auf keinen Fall unter dem Dach einer Holding.

Sind Sie künftig so agil wie der schwedische Aktivist Cevian, der Thyssen-Krupp Beine macht?

Wir werden eine basisdemokratische Aktionärsrolle ausfüllen. Wir wollen keinen Vorstand vorführen, aber wenn gar nichts passiert, müssen wir künftig lauter werden.

Können Sie uns ein Beispiel dafür nennen?

In Zeiten eines Umbruchs in der Autoindustrie ge-

fährdet eine Jobgarantie bis zum Jahr 2030 die Flexibilität des Unternehmens. Langfristig ist das auch für die Mitarbeiter nicht gut. Hier hat das Management als Nichteigentümer den Bogen überspannt.

Das ist doch ein gefundenes Fressen für echte Aktivisten. Werden wir die bei Daimler bald sehen? Davon gehe ich aus.**Bei der Deutschen Bank ist mit Cerberus ebenfalls ein aktiver Investor engagiert. Wie sehen Sie das?**

Wir halten uns bei Banken nicht zuletzt wegen der begrenzten Transparenz zurück. Außerdem sind die Themen Disruption und Regulatorik bei den Banken im Vergleich zu Daimler potenziert. Daneben ist das Verhältnis des Eigenkapitals zur Bilanzsumme trotz aller Verbesserung immer noch klein.

Droht der Deutschen Bank eine Aufspaltung? Die Vermögensverwaltung DWS wird bereits getrennt und an die Börse gebracht.

Deutschlands Mittelstand braucht eine deutsche Bank, die sie etwa bei ihren Geschäften in China begleitet. Gleichzeitig hat die Deutsche Bank trotz eines Jahrzehnts voller Probleme international weiter einen guten Namen. Den Teilverkauf der Fondstochter halte ich für inkonsequent. Ich würde sie eher stärken – oder mich ganz davon trennen.

Ist die Deutsche Bank in fünf Jahren noch unabhängig?

Ja, weil das ein großes Politikum für Deutschland wäre und eine Übernahme für die meisten Banken wenig Sinn ergeben würde. Natürlich übt ein solches Institut einen großen Reiz auf manche ausländische Investoren wie HNA aus. Es verspricht viel mehr Macht und Einfluss als ein Aktienpaket an einem Maschinenbauer. Das war sicherlich auch hier der Grund.

Drohen Banken Gefahren durch die Konjunktur?

Ohne Zweifel, ihnen geht es jetzt schon nicht besonders gut. Und das, obwohl bislang kaum Rückstellungen für schlechte Kredite zu bilden sind. Das wird in einem Abschwung ein Problem werden.

Falls es dazu kommt: Die gute Konjunktur hält noch Jahrzehnte an, lautet unsere nächste These.

Bald dürfte der Aufschwung in den USA mit mehr als 120 Monaten einen neuen Rekord markieren. Gleichzeitig liegt das Wachstum aber viel niedriger als in den kürzeren Aufschwüngen vergangener Jahre. Diese wurden dann durch steigende Zinsen wieder eingedämmt. Deswegen ist es realistisch, dass wir über eine längere Zeit keinen Abschwung bekommen. Dann wäre auch keine massive Erhöhung der Rückstellungen in den Banken nötig.

Darf es in hochpolitischen Zeiten wie heute überhaupt noch einen Abschwung geben? Werden nicht die Notenbanken gezwungen, das Perpetuum mobile bei den Zinsen aufrechtzuerhalten?

Exakt davon gehen wir aus. Zombies sterben nicht, da sie immer wieder neue Kredite zu extrem niedrigen Kosten bekommen, unabhängig vom Risiko. Aber irgendwann wird es zu einer harten Zäsur kommen. Wann, weiß niemand. Deswegen wird es auf absehbare Zeit auch keinen Crash in China geben. Die Politik hält die Konjunktur am Laufen. Die Chinesen können bequem über Jahrzehnte Unternehmens- durch Staatsverschuldung tauschen. Zugleich entwickelt sich der Yuan zur Reservewährung in einigen Ländern.

Letzte These: Der Yuan wird zu einer neuen globalen Leitwährung.

Unternehmen und Staaten, die Rohstoffe wie Öl an China verkaufen, können mit den Devisen etwas anfangen und Güter im riesigen asiatischen Reich einkaufen. Dazu braucht es keinen Dollar. Der Yuan dürfte langfristig zu einer Weltwährung aufsteigen, auch wenn dies länger dauert als zunächst gedacht.

Herr Flossbach, vielen Dank für das Interview.

Das Gespräch führten **Peter Köhler** und **Robert Landgraf**.