



«Für die kommende Zeit ist eine Straffung der Geldpolitik zu erwarten. Die wichtigsten Zentralbanken haben mit dem Rückfahren der Anleihekäufe begonnen oder es angekündigt», sagt Christel Rendu de Lint. A. CRINARI / KEYSTONE

Die jüngste Verschärfung der Corona-Krise durch Omikron hat die Märkte verunsichert. Viele Investoren folgen aber dem Motto «Buy the dip» – sie kaufen zu, wenn die Kurse etwas gefallen sind. Was kann die Zuversicht der Anleger nachhaltig erschüttern?

Christel Rendu de Lint: Ich glaube nicht, dass die Unsicherheit vorbei ist. Es gibt schliesslich noch vieles, was wir über die neue Virusvariante nicht wissen. Der Markt wird aber mit jeder Corona-Episode widerstandsfähiger. In einem Katastrophenszenario würde sich das Virus noch schneller übertragen und noch grössere Auswirkungen haben, und die Geldpolitik könnte dagegen wenig machen. Für mich ist das aber sehr unwahrscheinlich. Die neue Virusvariante erhöht kurzfristig die Volatilität, die «Buy the dip»-Mentalität wird vorerst aber weiter anhalten.

Wie schätzen Sie die derzeitige Stimmung an der Börse ein, Frau Seiler?

Katharina Seiler: Die Investoren haben sich mittlerweile daran gewöhnt, dass die Kurse steigen. Das ist aber nicht der Normalfall. Es ist vielmehr gesund, wenn sie in einem gewissen Umfang konsolidieren. Da uns die Pandemie noch erhalten bleiben wird, dürften die Kurse vorerst volatil bleiben. Wir lernen aber kontinuierlich dazu und sind viel weiter als am Anfang der Krise. So reagieren die Staaten bei einer neuen Virusvariante viel schneller. Solange die Wirtschaft von der Corona-Krise nicht sehr hart getroffen wird, bleibt die Stimmung an der Börse positiv.

Herr Hartmann, welche Reaktionen beobachten Sie bei Ihren Kundinnen und Kunden?

Daniel Hartmann: Der Auslöser für den jüngsten Rückschlag war wohl, dass sich die Situation schon vorher verschlechtert hatte. Die neue Corona-Welle ist schlimmer, als man ursprünglich dachte. Insofern sind viele unserer Kunden nervös wegen der hohen Bewertungsniveaus und fragen sich, ob es sinnvoll sei, jetzt noch in den Aktienmarkt einzusteigen. Wenn die neue Virusvariante den Impfschutz aushebeln würde,

«2022 könnte ein Jahr der zwei Gesichter werden»

An den Börsen grassiert die Angst vor der neuen Corona-Variante und vor höherer Inflation. Finanzexpertinnen und Vermögensverwalter diskutieren am NZZ-Roundtable mit Werner Grundlehner und Michael Ferber darüber, wie Sparer und Anleger nun handeln sollten

müsste eine neue Impfung entwickelt werden, und die Wirtschaft wäre für Monate gelähmt. Aber die Pandemie wird sich wohl Anfang kommenden Jahres abschwächen, die Zeit läuft für uns.

Herr von Ah, die Aktienmärkte sind sehr hoch bewertet. Mittlerweile sieht man an Einzelmärkten, zum Beispiel bei Meme Stocks, Spacs oder bei den Kryptowährungen, eine deutliche Blasenbildung. Ist dies mit der Zeit vor dem Platzen der Dotcom-Blase Anfang der 2000er Jahre vergleichbar?

Roman von Ah: Die Märkte sind nicht querbeet überbewertet. Die USA sind der einzige Markt, den ich als sportlich bewertet bezeichnen würde. Wenn ich andere Länder und die realisierten Gewinne der Unternehmen anschau, dann bewegt sich die Bewertung leicht über dem Durchschnitt. Im Gegensatz zum Dotcom-Boom der neunziger Jahre liefern die grossen Technologieunternehmen – Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Alphabet – heute wirklich überzeugende Gewinne. Die hohen Bewertungen sind gestützt mit Gewinnwachstum. Ich kann mir durchaus vorstellen, dass Aktien generell im nächsten und im übernächsten Jahr eine knapp doppelstellige Performance erzielen werden. Durch die neue Omikron-Variante ändert sich der grosse Blick auf die Märkte nicht – selbst wenn es zu neuen Einschränkungen der Freiheit kommt.

Frau Rendu de Lint, welche Folgen hätten denn Lockdowns und Grenzschliessungen für die Märkte?

Rendu de Lint: Ich denke nicht, dass wir dahin zurückgehen, wo wir 2020 waren. Das war schliesslich die komplette Ungewissheit, und der Wirtschaft wurde quasi über Nacht der Stecker gezogen. Jetzt wissen wir, womit wir es zu tun haben. Omikron ist ein Derivat der bisherigen Virusvarianten. Wenn die neue Variante sehr gefährlich wäre, wäre möglicherweise ein grosser Lockdown nötig. Aber das sieht im Moment nicht als sehr wahrscheinlich aus.

Angenommen, es kommt jetzt zu mehr Einschränkungen und das Wirtschafts-

wachstum schwächt sich ab. Wird dann die Inflation, die jüngst stark anzog, wieder sinken?

Seiler: Wir gehen davon aus, dass die Inflation auf einem höheren Niveau bleiben wird als vor der Corona-Krise. Die Pandemie hat das Bewusstsein für die Bedeutung von Umweltschutz und sozialen Standards erhöht. Das Thema Nachhaltigkeit ist präsenter denn je. Damit werden wir weiter hohe Preise sehen. Gleichzeitig sind die Menschen nicht mehr bereit, für einen Hungerlohn zu arbeiten. Wir sehen das in den USA: Dort gibt es 7 Millionen Arbeitslose bei 11 Millionen Stellenangeboten. Die Lohnsteigerungen aus diesem Jahr werden erhalten bleiben. Auch das spricht für ein höheres Inflationsniveau.

Herr Hartmann, wie sehen Sie die Inflationsentwicklung?

Hartmann: Die Inflation ist gekommen, um zu bleiben. In Europa dürften sich die Inflationsraten in den nächsten Jahren bei über 2% einpendeln, in den USA bei über 3%. Der Kostendruck, den wir jetzt sehen, ist noch gar nicht an die Endverbraucher weitergegeben worden. Viele Konsumgüterhersteller haben erst für das nächste Jahr höhere Preise angekündigt. Oder nehmen Sie die Gas- und Strompreise, in Deutschland werden diese erst im nächsten Jahr richtig steigen. Auch werden sich die Angebotsengpässe, die wir jetzt sehen, nicht so schnell auflösen. Vieles spricht dafür, dass wir zurzeit einen Strukturbruch erleben. Aufgrund des demografischen Wandels schrumpft die Zahl der Erwerbsbeschäftigten weltweit. Das spricht für ein steigendes Lohnwachstum. Auch dürfte die Fiskalpolitik sehr expansiv bleiben.

In der Schweiz sieht man noch nicht viel Inflation. Wie schätzen Sie die Lage hierzulande aus Sicht der Anleger ein?

Von Ah: In der Schweiz haben wir zum Glück etwas mehr Marktwirtschaft als in den umgebenden Ländern. Hier können gesteuerte Preiseinflüsse nicht solche Auswirkungen haben. In der Schweiz gibt es eher ein Deflations- als ein Inflationsproblem. Dies liegt an der

starken Nachfrage nach dem Franken, der als sicherer Hafen gilt. Ich teile die Einschätzung, dass wir eine Niveaueinstellung bei der Inflation sehen und dass diese bis ins nächste Jahr hinein gehen wird, eventuell auch ins Jahr 2023. International gesehen reduziert die Inflation immerhin ein grosses Problem, nämlich das der realen Staatsverschuldung.

Rendu de Lint: Ich bin nicht besonders besorgt über die Inflation. Seit der Finanzkrise ist es praktisch keinem Industrieland gelungen, das Inflationsziel der entsprechenden Zentralbank zu erreichen. Diese strukturellen Tendenzen sind noch vorhanden, aber nicht mehr sichtbar. Es gibt bei der gegenwärtigen Entwicklung der Inflation einen zyklischen Aspekt, und das Wachstum schwächt sich jetzt ab. Dazu kamen noch Einmaleffekte wie Unterbrechungen der Lieferketten, weniger Wind usw., die über die Zeit auch geringer werden.

Hartmann: Das sehe ich anders. Wer möchte denn jetzt noch in die fossilen Energieträger investieren, ohne dass man von politischer Seite unterstützt wird? In den vergangenen Jahren wurde zu wenig in Kohle-, Gas- oder Öl-Explorationen investiert. Deshalb steigen jetzt die Preise, und das wird sich auch in den nächsten Jahren nicht ändern. Der Inflationsdruck wird hoch bleiben. Das sieht man auch am Kapitalmarkt. Inflationsgeschützte Anleihen gehören zu den Bonds, die sich in diesem Jahr am besten entwickelt haben.

Die Krise hat den Welthandel verlangsamt, doch wurde dieser nicht schon vor der Pandemie zurückgefahren? Gibt es eine geopolitische Veränderung jenseits der Corona-Krise?

Hartmann: Die Deglobalisierung ist auf jeden Fall auch ein Grund für den Inflationsdruck. Die Unternehmen sind jetzt darauf aus, ihre Lieferketten sicherer zu machen – Risikoüberlegungen rücken in den Vordergrund und lassen die Produktionskosten steigen.

Seiler: In den vergangenen 20 Jahren haben wir viel über Outsourcing gesprochen. Mittlerweile ist das ein heikles Thema geworden. Wenn Unternehmen ihre Lieferketten nicht kontrollieren können, ist das ein grosses Risiko für die Reputation. Das führt zu einer gewissen Umkehrung des Outsourcing-Trends.

Die Zentralbanken haben in den vergangenen Jahren stark in die Finanzmärkte eingegriffen und eine sehr expansive Geldpolitik betrieben. Wie geht es hier weiter?

Rendu de Lint: Für die kommende Zeit ist eine Straffung der Geldpolitik zu erwarten. Die wichtigsten Zentralbanken haben mit dem Rückfahren der Anleihekäufe, dem sogenannten Tapering, begonnen oder es angekündigt. Von daher ist es realistisch, von Zinserhöhungen auszugehen. Die Bank of England dürfte als erste die Zinsen erhöhen, und ihr folgt wohl die Federal Reserve im kommenden Jahr. Die Märkte sollten fähig sein, damit umzugehen. Die Inflation ist höher, als die Zentralbanken erwartet haben. Sie wollen aber die Konjunktur nicht abwürgen.

Die Zentralbanken haben in der Vergangenheit Rückschläge an den Börsen stets mit Liquiditätsspritzen abgedeckt. Wird diese Politik zu einem Ende kommen, oder wird sie weitergehen?

Von Ah: In den USA wird die Federal Reserve die Anleihekäufe drosseln, im kommenden Jahr dürfte ein kleiner Zinsschritt folgen. Was indessen die Handlungsfähigkeit der Europäischen Zentralbank angeht, bin ich sehr skeptisch. Die EZB hat sich mit ihrer Geldpolitik in eine Ecke manövriert, in der sie eigentlich nichts Vernünftiges mehr tun kann. Mit Italien haben wir ein wichtiges Land, das kaum in der Lage ist, höhere Zinsen zu stemmen. Die Antwort der EZB-Vertreter darauf ist, dass sie die Zinsen tief lassen, obwohl diese angesichts der Inflationsraten steigen müssten. Der einzige Ausweg, den ich sehe, wäre die gefürchtete Vergemeinschaftung von Staatsschulden in Europa. Dann würde das Zinsniveau von allen Ländern gemeinsam getragen, das wäre eine Art Subventionierung der Zinsen im südeuropäischen Raum. Es ist denkbar, dass die Euro-Zone vor einem Vierteljahrhundert anhaltend tiefer Zinsen steht. Nach Abzug der Inflation sind die

«Die Unternehmen sind darauf aus, ihre Lieferketten sicherer zu machen – Risikoüberlegungen rücken in den Vordergrund und lassen die Produktionskosten steigen.»

Daniel Hartmann

«Auf dem Sparbuch haben wir mit Negativzinsen und Inflation eine garantierte Kapitalvernichtung.»

Roman von Ah

Realzinsen negativ, und die finanzielle Repression wird perpetuiert. Das führt zu einer massiven Entwertung von Einkommen und Sparguthaben.

Hartmann: Die Renditen in der Euro-Zone werden steigen. Bisher hatten die Notenbanken einen «free lunch». Sie konnten die Geldpolitik immer expansiver gestalten, da die Inflation nicht in Sichtweite war. Aber das hat sich verändert. Wenn wir nächstes Jahr sehen, dass die Inflationsrate eben doch nicht so schnell sinkt, dann wird der Druck auf die EZB zunehmen, die Wertpapierkäufe zurückzuführen und eine Leitzinserhöhung für 2023 vorzubereiten. Das Italien-Problem ist nicht so gross wie geschildert. Bis die Renditen an einem Punkt angelangt sind, ab dem sie für das Land gefährlich werden, dauert es eine Weile. Italien profitiert im nächsten Jahr noch vom Niedrigzinsumfeld, ausserdem wird das Wachstum der italienischen Wirtschaft durch den Wiederaufbaufonds angeschoben. In den kommenden Jahren wird das nominale Wachstum in Italien recht hoch sein, und auch die Steuereinnahmen werden anziehen. So kann Italien einen gewissen Zinsanstieg verkraften und trotzdem Schulden abbauen.

Was heisst das für den Franken, wenn die EZB weiter expansiv bleibt?

Christel Rendu de Lint



sie als Leiterin festverzinsliche Anlagen eine Fonds-Boutique für Anleihen aufbaute. Rendu de Lint hat an der HSG in St. Gallen studiert und an der London Business School promoviert.

Die gebürtige Genferin Christel Rendu de Lint ist seit Frühjahr 2021 stellvertretende Anlagechefin bei der Bank Vontobel. Davor war sie 14 Jahre bei der Union Bancaire Privée, wo

Von Ah: Wenn die EZB die Zinsen nicht erhöhen kann, dann kann es auch die SNB nicht. Wir haben eine Inflationsdifferenz von 2 bis 3 Prozentpunkten pro Jahr, der Franken dürfte also in diesem Ausmass zulegen. Das derzeitige Erstarren des Frankens ist nichts anderes als die kombinierte Inflationsdifferenz der vergangenen Jahre. Es gibt Anreize, Geld in diese starke Währung einzulegen. Für die SNB ist das natürlich schwierig.

Für Schweizer Anleger heisst das dann, am besten in Franken zu bleiben?

Von Ah: Ja, natürlich. Aber das war vorher schon so. Der Home Bias in der Schweiz war schon immer das Beste, was man als Schweizer Anleger tun konnte. **Rendu de Lint:** Es ist schwierig, hier eine allgemeingültige Regel aufzustellen. Einer der Gründe für den starken Franken sind Inflationsdifferenzen, und der Aufwertungsdruck auf den Franken bleibt bestehen. Ein Schweizer Anleger, der bei den Währungen in seinem Portfolio diversifiziert, riskiert, in einer Krisensituation darunter zusätzlich zu leiden, denn der Franken fungiert als sicherer Hafen.

Die Zentralbanken haben die Märkte immer stärker politisiert. Werden die Investoren bald das Vertrauen in die Notenbanken verlieren?

Seiler: Das Vorgehen der Zentralbanken würde ich mit der Verabreichung eines Medikaments vergleichen. Es werden nur die Symptome und nicht die Ursachen behandelt. Der Patient wird am Leben erhalten – koste es, was es wolle. Die Nebenwirkungen behandelt man anschliessend mit neuen Medikamenten. Insbesondere in Europa steht die EZB mit dem Rücken zur Wand – auch weil die Verschuldung einzelner Staaten zu hoch ist. Darüber hinaus ziehen die Notenbanken immer neue Bereiche an sich. Ursprünglich standen Teuerung und Beschäftigung im Fokus, mittlerweile wollen sie beispielsweise auch «grüne» Investitionen steuern.

Hartmann: Wir können uns nur wünschen, dass die Inflation kommt. Dann wären die Notenbanken gezwungen, die Zinsen anzuheben, und wir kämen raus aus dem Dilemma. Wenn aber die Leitzinsen auf dem gegenwärtigen Niveau bleiben und eine neue Rezession im Anmarsch ist, dann wird es problematisch, und die Glaubwürdigkeit der Notenbanken würde weiter beschädigt. Bereits bei der letzten Wirtschaftsverlangsamung haben wir gesehen, dass die EZB die Zinsen nicht mehr weiter senken kann.

Herr von Ah, Sie haben zuvor das Thema finanzielle Repression angetönt. Wie wird sich diese für den Privatanleger manifestieren?

Von Ah: Auf dem Sparbuch haben wir mit Negativzinsen und Inflation eine garantierte Kapitalvernichtung. Eine Alternative könnten Obligationen sein, aber da ist die Situation auch nicht besser mit negativen Zinsen bis zu einer Laufzeit von 15 Jahren, und die Inflation muss noch abgezogen werden. Über zehn Jahre kommt man so zu einer realen Wertvernichtung von 20% selbst mit Schweizer Obligationen. Zudem sieht man etwa auf dem Swiss-Bond-Index Zinssensitivitäten, die es seit 30 Jahren nicht mehr gegeben hat. Je tiefer der Zins, desto höher die Duration – das ist ein verstecktes Zinsrisiko. Bei Unter-

Roman von Ah



nehmensanleihen gilt es zudem Zombiefirmen zu meiden, die nur überleben, weil die Zinsen auf null stehen. Immobilien könnten interessant sein, aber auch Grossinvestoren suchen hier verzweifelt nach positiven Renditen. Theoretisch wären 2,5% realisierbar. In Bieterwettbewerben werden aber die Preise von Objekten, die eine positive Rendite erwarten lassen, nach oben getrieben. Dem Privatanleger bleibt so nur der Kauf von Immobilienfonds, die einen Aufschlag von 35% bis 40% aufweisen, so lassen sich kaum Renditen erzielen. Als einzige Lösung bietet sich ein konservatives, diversifiziertes Aktienportefeuille an.

Der Gründer und Verwaltungsratsdelegierter des Vermögensverwalters Swiss Rock war ehemals Konzernleitungsmitglied der Bank Julius Bär. Roman von Ah ist Verwaltungs-

«Das Vorgehen der Zentralbanken vergleiche ich mit der Verabreichung eines Medikaments. Es werden nur die Symptome und nicht die Ursachen behandelt.»

Katharina Seiler

«Ein reines Aktienportfolio bietet zwar verschiedene Renditequellen – aber keine Diversifikation.»

Christel Rendu de Lint

Dann sind wir bereits in der Allokation des Anlagevermögens. Sind Obligationen für Privatinvestoren wirklich zum No-Go geworden?

Seiler: Wir halten trotz der Tiefzinspolitik grundsätzlich an der Diversifikation fest – auch wenn das schon fast langweilig tönt. Im festverzinslichen Bereich muss man, wenn man noch etwas verdienen will, ins Hochzins-Segment und in Schwellenländer ausweichen. Deshalb bleiben für uns Aktien die wichtigste Anlageklasse. Viel hängt davon ab, wie hoch die Teuerung in den kommenden Jahren ausfällt. In den Jahren

Katharina Seiler



Sie ist Senior-Fondsmanagerin bei der Investmentgesellschaft DWS und Analytikerin für US-Konsum. Darüber hinaus verantwortet Katharina Seiler institutionelle Mandate und ist für den Investment-Prozess zuständig. Sie studierte Betriebswirtschaftslehre an der Universität Bremen und der University of Victoria (Kanada). 2007 schloss sie ihre Promotion an der Universität Bremen ab.

Der Gründer und Verwaltungsratsdelegierter des Vermögensverwalters Swiss Rock war ehemals Konzernleitungsmitglied der Bank Julius Bär. Roman von Ah ist Verwaltungs-

1965 bis 1982 belief sich die US-Inflation im Schnitt auf 6%, über diesen Zeitraum reduzierten sich die Bewertungen markant. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis im S&P 500 fiel von 20 auf 10. Mit einer solchen Inflation rechnen wir nicht, gehen aber davon aus, dass sich die Bewertungen nicht mehr ausweiten werden. In einem solchen Umfeld können sich Value-Werte besser schlagen als Wachstumswerte.

Rendu de Lint: Auch für uns sind Aktien die bevorzugte Anlageklasse. Man kann im festverzinslichen Bereich in gewissen Nischen noch Rendite finden. Doch das Problem ist, dass das klassische Privatanleger-Portfolio nicht mehr funktioniert. Früher investierte etwa ein Amerikaner in US-Aktien und US-Staatsobligationen. Das bot Diversifikation, denn in der Regel, wenn eine Asset-Kategorie Verluste einfuhr, entwickelte sich die andere gut. Heute müssen die Investoren für die Versicherung durch Anleihen etwas bezahlen. Die Absicherung funktioniert aber noch. Als vorletzten Freitag die Aktienmärkte nach der Omikron-Ankündigung einbrachen, legten die Staatsanleihen zu. Man muss sich auch vor Augen halten, dass ein reines Aktienportfolio zwar verschiedene Renditequellen bietet – aber keine Diversifikation.

Von Ah: Qualitativ hochwertige Obligationen sind der einzige sichere Hafen. Die Abwägung dazu: «Wie viel Sicherheit will ich haben zum Preis einer realen Kapitalvernichtung?» Man sollte – neben selber genutzten Immobilien – wenn immer möglich diversifiziert in einfache Anlageinstrumente wie Aktien, Bargeld und sichere Bonds investieren. Anlagealternativen dazu sind Nebenschauplätze, die den Braten nicht fett machen.

Eine wichtige Entwicklung in den Wertchriftenportfolios sind nachhaltige Anlagen, bekannt auch unter dem Schlagwort ESG, geworden. Werden diese von den Kunden vermehrt nachgefragt?

Rendu de Lint: Ja, wobei es regionale Trends gibt. In Europa fragt das eine Mehrheit der Kunden aktiv nach – stärker als in den USA. Die Flut hebt alle Boote, und der Trend wird bestehen bleiben. Dabei sind klassische Vermögensverwalter-Fähigkeiten gefragt. Es kommt nicht nur darauf an, nachhaltig zu sein, man muss auch eine gute Performance erzielen. Man wird sich schon bald nicht mehr allein mit ESG differenzieren können, sondern es wird eine allgemeine Anforderung sein.

Die Konklusion des Gesprächs ist, dass es ausser Aktien wenige attraktive Anlagealternativen gibt. Könnten Sie noch darlegen, wie viel Sie in Aktien investieren und in welche?

Rendu de Lint: Der Aktienanteil hängt von der Risikofähigkeit des Kunden ab. Eine Zahl zu geben, ist schwierig, aber Aktien sollten übergewichtet werden. Wir bevorzugen nach wie vor US-Aktien wegen des Gewinnpotenzials und höherer Stabilität nach dem Spitzenwachstum.

Seiler: Aktien bleiben langfristig alternativlos. Ich bin Aktienfondsmanagerin und voll investiert. 2022 wird ein Jahr des Stock-Pickings sein. Eine Ausdehnung der Bewertung kann man nicht mehr erwarten, also setzen wir auf Firmen, die ihr Gewinnwachstum noch beschleunigen können. Auch ESG ist ein wichtiger Aspekt und bringt jenen Unternehmen einen Vorteil, die sich vorzeitig auf Kurs bringen.

Daniel Hartmann



Seit 2017 ist Daniel Hartmann Chefökonom der Bantleon Bank AG. Er verantwortet die Finanzmarkt-Prognosen sowie die Analyse der globalen Konjunktur und Geldpolitik. 2005 begann Daniel Hartmann bei Bantleon in Zug, 2008 wurde er zum Senior Analyst Economic Research ernannt. Studium und Promotion in Wirtschaftswissenschaften an der Universität Hohenheim.