

«SNB kann importierte Inflation abfangen»

Anlageexperten sehen wieder Renditechancen bei Anleihen

feb./EM. · Die Inflation bleibt an den Börsen weiterhin das Topthema. Dies hat sich am halbjährlichen NZZ-Roundtable mit vier Anlageexpertinnen und -experten gezeigt. Dabei herrscht Uneinigkeit, ob die Teuerung bald zurückgehen wird oder ob gar eine Ära der Inflation wie in den 1970er Jahren droht.

Die Finanzspezialisten zeigen sich entspannt gegenüber der Situation in der Schweiz. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) habe es in der Hand, die importierte Inflation über die Aufwertung des Frankens grösstenteils abzufangen, sagt etwa Alexandra Janssen, Leiterin der Vermögensverwaltung bei der Ecofin-Gruppe. Daniel Kalt, Chefökonom Schweiz der Grossbank UBS,

erwartet, dass die SNB erst wieder dagegenhalten dürfte, wenn der Franken zum Euro bei rund 90 Rappen stehen sollte. Derzeit liegt der Euro-Franken-Wechselkurs bei 98 Rappen.

Nach dem schwierigen Jahr 2022 gehen die Meinungen zu Aktien auseinander. Skepsis herrscht gegenüber Anlagen in Schwellenländern, insbesondere China. Dasselbe gilt nach dem Kollaps der Krypto-Börse FTX auch für Kryptowährungen wie Bitcoin oder Ethereum. Die Experten sehen nach den Zinserhöhungen der Zentralbanken wieder bessere Renditechancen am Obligationenmarkt. Darunter könnte die Begeisterung der Investoren für Immobilien leiden.

Wirtschaft, Seite 26, 27

In den USA ist die Inflation jüngst etwas zurückgegangen. War das die Kehrtwende, oder bleiben die Teuerungsraten anhaltend hoch?

Alexandra Janssen: Wenn eine Inflationsrate einmal zweistellig war wie in den USA oder in Teilen der Euro-Zone, dann ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Teuerung innerhalb eines Jahres oder noch schneller zurückgeht, sehr gering. Was etwas Hoffnung macht, sind die Geldmengen; diese wachsen weniger stark. Das ist ein positives Signal, aber das «Geldkleid» ist für die Wirtschaft immer noch zu gross. Wenn die Zentralbanken ihren Kurs der Straffung nicht konsequent weitergehen, sehe ich nicht, dass die Inflation sinken wird.

Maurice Pedergnana: Was die Kerninflation in den USA betrifft, dürfte sich diese im kommenden Jahr auch im Dienstleistungssektor stark abschwächen. Folglich bin ich optimistisch, dass wir im kommenden Jahr einen überraschend starken Rückgang der Inflationsraten in den USA sehen werden. In Europa ist die Zentralbank nicht gezwungen, einen ähnlich steilen Pfad zu verfolgen wie die US-Notenbank. Schon bei einem nächsten Schritt beginnt die Geldpolitik restriktiv zu werden. In Europa ist die Inflation nicht so stark von der Nachfrage getrieben wie in den USA. In Kontinentaleuropa gibt es indessen zum ersten Mal seit längerem die Situation, dass Südeuropa stärker wächst als Nordeuropa. Es ist sehr wichtig für Kontinentaleuropa, unabhängiger von Deutschland zu werden. Deutschland befindet sich auf einem schwierigen Weg.

Caroline Hilb: Es ist wichtig, dass sich die Euro-Zone von Deutschland ein Stück weit emanzipiert, weil die Konjunkturaussichten dort wirklich schlechter sind als für den Rest Europas. Trotzdem sollte die EZB unbedingt eine restriktive Geldpolitik verfolgen. Mein Eindruck ist, dass die europäische Gemeinschaftswährung Euro immer wieder ein bisschen angeschlagen ist. Das hat viel mit Vertrauen zu tun, da Europa viele strukturelle Schwächen hat. Die EZB kann sich folglich nicht von den Inflationsbekämpfung abwenden.

Kann die EZB überhaupt eine restriktive Geldpolitik verfolgen, oder fällt dann die Euro-Zone auseinander?

Janssen: Von der US-Notenbank kam klar die Aussage, es bestehe die Pflicht, die Inflation mit allen Mitteln zu bekämpfen. Das haben wir von der EZB noch nicht gehört, und das ist sehr gefährlich. In der Euro-Zone ist die Geldpolitik noch expansiv, die Bilanz der EZB wächst weiterhin – und das in einer Zeit mit zweistelligen Inflationsraten, unter denen die Menschen leiden. Die EZB könnte restriktiver sein, trotz den Problemen der Euro-Zone.

Daniel Kalt: Es wäre gut, wenn die EZB kurz und kräftig mit den Zinsen hochgehen würde. Dies würde die Inflation brechen und die Glaubwürdigkeit der Zentralbank wahren und wieder aufbauen. Dann könnte sie mit den Zinsen wieder runtergehen. Eigentlich hat der ehemalige EZB-Präsident Mario Draghi den südeuropäischen Ländern auf sieben oder acht Jahre hinaus sehr tiefe Zinsen «hinmanipuliert» – und zwar mit seiner Aussage, er werde alles tun, um den Euro zu retten, sowie mit dem Anleihekaufprogramm der Zentralbank. Diese Länder konnten ihre Schuldenbücher mit langen Laufzeiten gegen einen Zinsanstieg immunisieren.

Was ist mit den Zinsaufschlägen der südlichen EU-Staaten?

Pedergnana: Die südeuropäischen Länder sind zu einem wesentlichen Teil Profiteure der hohen Inflation. Real werden diese Länder entschuldet in einem Umfang, wie man es über die Haushaltspolitik nicht hätte erreichen können. Etwas anderes ist wichtig: Innerhalb der Euro-Zone gibt es einen Wettbewerb unter verschiedenen Ländern, wie sie Inflation bekämpfen. Frankreich macht das einfach besser als Deutschland. Nehmen wir die Strompolitik: Frankreich hat EDF verstaatlicht und einen Preisdeckel eingeführt. Frankreich hat deshalb eine deutlich tiefere Inflation als Deutschland. Wenn die Deutschen hier nicht dazulernen, sinkt die deutsche Wettbewerbsfähigkeit noch weiter.

Ist Frankreich hier wirklich ein gutes Vorbild?



Daniel Kalt

EM. · Daniel Kalt ist Chefökonom und Anlagechef bei der UBS Schweiz. In dieser Funktion ist er für sämtliche Research-Produkte der UBS in der Schweiz verantwortlich und berät die Geschäftsleitung in wirtschaftspolitischen Fragen. Kalt studierte Volkswirt-

schaftslehre an der Universität Zürich und promovierte danach an der Universität Bern in Volkswirtschaft und Ökonometrie. Er trat 1997 als Ökonom für die Schweizer Wirtschaft in den Forschungsbereich der UBS ein.

«Wir sind in der Phase der kreativen Zerstörung»

Hartnäckige Inflation, Unruhen in China und ein aus den Fugen geratener Krypto-Markt sorgen für schlechte Stimmung an den Börsen. Vier Anlageexperten verraten im Gespräch mit Michael Ferber und Eflamm Mordrelle, wo das Vermögen hinmuss, damit es nicht noch mehr an Wert verliert



Caroline Hilb

EM. · Caroline Hilb Paraskevopoulos ist seit 2008 Leiterin Anlagestrategie und Analyse sowie stellvertretende Anlagechefin bei der St. Galler Kantonalbank. Sie ist für Konjunktur- und Finanzmarktpagnosen verantwortlich und leitet den Anlageprozess für die Vermögensver-

waltung. Sie hat an der Universität Bern Volkswirtschaft studiert und Weiterbildungen in Geschichte an der Universität Zürich und Wirtschaftsrecht an der Universität St. Gallen absolviert.

Kalt: In einer Schocksituation kann es kurzfristig für stark betroffene Bereiche eine Linderung geben, wenn der Staat gewisse Preise kontrolliert oder einfriert. Auf lange Frist ist es aber nicht gut, wenn Staaten in Märkte und Preismechanismen eingreifen. Langfristig gesehen ist Deutschland das wohlhabendere Land als Frankreich, es ist die Wirtschaftskraft Nummer eins in Europa.

Janssen: Man darf nicht vergessen, dass manche Leute unter der Inflation extrem leiden – ihnen muss man helfen. Eingriffe in den Markt sind aus meiner Sicht aber der falsche Weg. Sie helfen langfristig weder der Wirtschaft noch den betroffenen Personen. Kurzfristig gesehen haben sie auch gewaltige Risiken. Das ist das Problem an der Inflation. Normalerweise signalisieren steigende Preise, dass ein Gut knapper wird. Dann muss ich sparen. Die Inflation verfälscht solche Preissignale. Aber dort, wo man diese Signale noch hat, muss man sie wirken lassen. Die Bekämpfung der Inflation ist Sache der Zentralbanken, nicht der Regierungen.

Hilb: Der Staat kann es nicht richten. Aber wenn wir ehrlich sind, kann es der Markt in einer solchen Schocksituation wie mit den Energiepreisen eben auch nicht richten. Wir haben vorher über die südlichen Euro-Länder gesprochen. In Griechenland gibt es viele Menschen, die 600 Euro pro Monat verdienen und nun mit massiv gestiegenen Lebenshaltungskosten konfrontiert sind. Die Politik kann das nicht einfach laufen lassen. Es geht darum, mit kurzfristigen Massnahmen eine gewisse Stabilität zu erzeugen.

Pedergnana: Dabei sollte man sich bewusst sein, dass das vielleicht freitlichste Land der Welt, die USA, mit der Inflation Reduction Act den grössten staatlichen Eingriff der letzten 20 Jahre vorgenommen hat. Die Vereinigten Staaten haben hier eine Messlatte gesetzt, die weit über demjenigen liegt, was wir uns in Europa vorstellen.

Janssen: Ob das dann erfolgreich sein wird, werden wir sehen ...

In der Schweiz ist die Inflation niedriger als in den USA oder der Euro-Zone. Werden wir weiterhin von einer tiefen Teuerung profitieren, oder werden interventionistische Massnahmen nötig?

Janssen: Das Gute in der Schweiz ist, dass es die Schweizerische Nationalbank (SNB) tatsächlich in der Hand hat, die Inflation zu kontrollieren. Das sieht man auch daran, woher die Inflation kommt. Auf den Inlandgütern haben wir eine Inflation von knapp unter 2 Prozent. Bei den importierten Gütern liegt sie hingegen momentan bei gut 6 Prozent. Im Prinzip kann man diese importierte Inflation über Aufwertungen des Frankens grösstenteils abfangen. Aus der Schweiz heraus sehe ich wenig Gefahr für eine grosse Inflation.

Schafft ein immer stärkerer Franken nicht auch Probleme?

Kalt: Die Kaufkraftparität, also der faire Wert zwischen Euro und Franken, lag zu Anfang der Pandemie bei 1.20 Franken. Heute sind es 97 Rappen. Deshalb hat die SNB nicht mehr interveniert. Sie hat erkannt, dass eine Aufwertung des Frankens das wohl effektivste Instrument ist, um die importierte Inflation zu bremsen. Deshalb wird sie vermutlich nicht mehr direkt dagegenhalten, wenn der Franken zum Euro auf 0.95 Franken runtergehen sollte. Eine nächste Linie würde sie vielleicht bei 0.90 Franken ziehen, wenn es eine schnelle Aufwertung geben sollte. Die Schweizer Exportwirtschaft kann das tragen, weil die Löhne in Deutschland und anderen europäischen Ländern viel stärker steigen und die Schweiz damit laufend relativ an Wettbewerbsfähigkeit gewinnt.

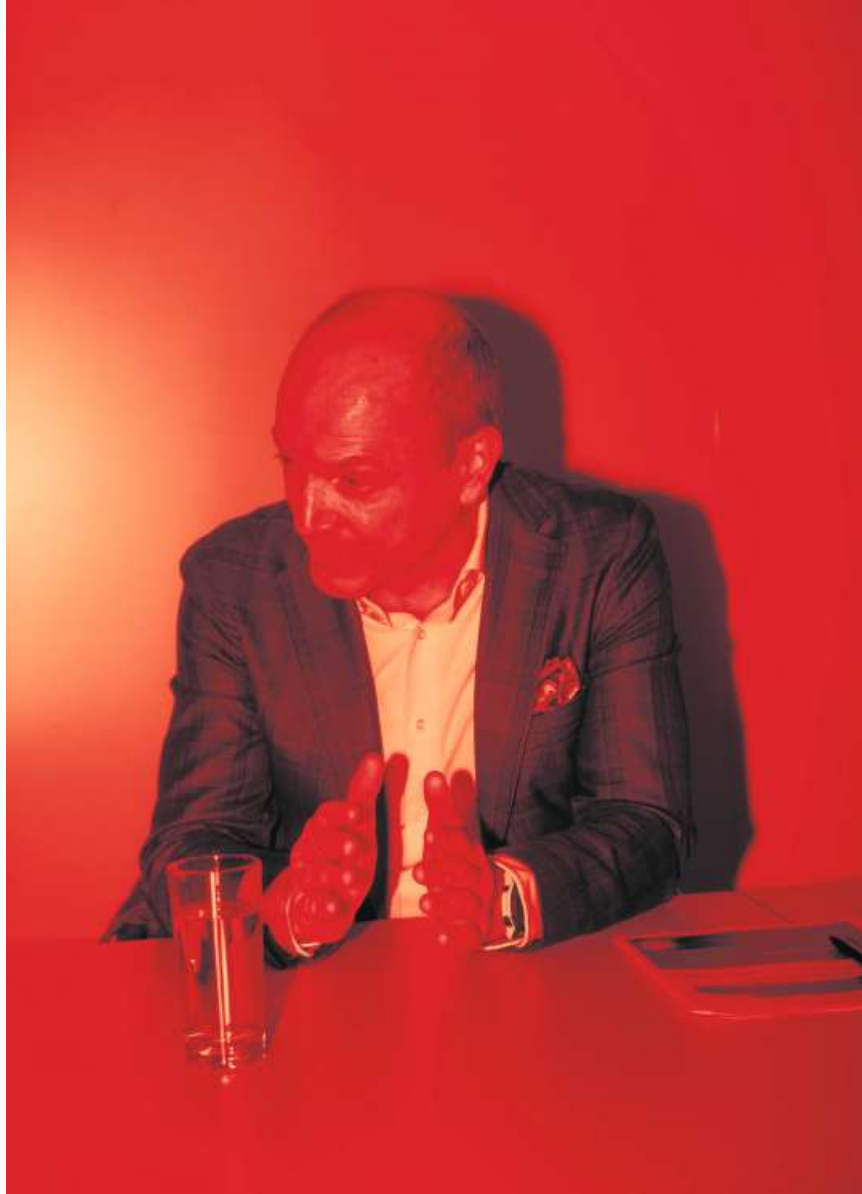
Pedergnana: Das Abwertungspotenzial sehe ich nicht mehr beim Euro, sondern beim Dollar. Deswegen sind Anlagen in Dollar in den nächsten drei bis vier Jahren besonders riskant, wenn man das Währungsrisiko nicht absichert. Momentan hört man oft, US-Anleihen seien jetzt besonders attraktiv. Die Renditen von US-Staatsanleihen sind gestiegen, für zehnjährige Titel gibt es momentan 3,5 Prozent. Aber wenn ich



Alexandra Janssen

EM. · Alexandra Janssen leitet die Vermögensverwaltung bei der Ecofin-Gruppe. Ecofin bietet Finanz- und wissenschaftliche Beratungsdienstleistungen an. Janssen ist Dozentin an der Universität Zürich und Mitglied des wissenschaftlichen Beirats des Instituts für

Schweizer Wirtschaftspolitik in Luzern. Sie hat an den Universitäten Zürich und Lausanne Volkswirtschaft sowie Banking and Finance studiert. Ihre Dissertation ist dem Thema «Behavioral Finance in Währungsmärkten» gewidmet.



Maurice Pedergrana

EM. · Maurice Pedergrana ist Chefökonom und Geschäftsführender Partner bei Zugerberg Finanz, einem der grössten unabhängigen Vermögensverwalter der Schweiz. Pedergrana hat an der Universität St. Gallen in Wirtschaftswissenschaften promoviert und

einige Jahre in der Management-Beratung gearbeitet. Er unterrichtet seit über 20 Jahren an der Hochschule Luzern – Wirtschaft, mit Schwerpunkt «Financial Services Management» sowie am Institut für Finanzdienstleistungen Zug.

die Kosten der Währungsabsicherung von rekordhohen 4,3 Prozent berücksichtigt, dann habe ich in Franken gerechnet Negativzinsen. Deswegen ist das für mich keine attraktive Anlage.

In China steht die Zero-Covid-Politik der Regierung im Fokus, es ist zu Unruhen in der Bevölkerung gekommen. Ist China noch attraktiv für Vermögensanlagen, oder sind die geopolitischen Risiken zu hoch?

Kalt: Bei China muss man zwischen der langfristig-strategischen und der taktischen Frage unterscheiden. Wir haben in unseren Portfolios eine substanzielle Exponierung gegenüber China, weil chinesische Aktien in wichtigen Börsenindizes gut vertreten sind. Kurzfristig gesehen sollte die chinesische Regierung die Wirtschaft wieder stärker öffnen, auch auf Druck der Strasse. Das gibt Nachholpotenzial, und so spricht einiges dafür, dass es in China im Verlauf des nächsten Jahres eine Dynamisierung beim Wachstum geben wird. Im Immobilienmarkt gibt es Probleme, aber die Regierung wird alles tun, um einen Dominoeffekt zu vermeiden. Langfristig gesehen stellt sich die Frage, ob die geopolitischen Risiken in den Schwellenländern unterschätzt wurden. China hat in einzelnen Sektoren die Anleger mit regulatorischen Eingriffen faktisch enteignet. Russland hat einen Krieg vom Zaun gebrochen. Als Anleger muss man sich fragen, wie gut die Eigentumsrechte in autokratischen Schwellenländern geschützt sind.

Pedergrana: In autokratischen Ländern spielt «Shareholder Value» keine Rolle. Was die Unternehmen an Dividenden ausschütten oder wie sich der Aktienkurs entwickelt, ist unwichtig. Deshalb schätzt mein Unternehmen China als nicht investierbar ein. Wir investieren nur indirekt über grosse internationale Konzerne wie Nestlé. Aktien von Unternehmen, die ertragsmässig stark von China abhängig sind – wie Schindler oder ABB – kaufen wir nicht. Das Risiko, den regulatorischen und politischen Risiken ausgesetzt zu

sein, ist zu gross. Dafür werden Anleger momentan bei diesen Aktien nicht entschädigt.

Hilb: Auch wir sind schon lange zurückhaltend bei Schwellenländern. Der Hauptgrund dafür ist China. China konnte die in Schieflage geratenen grossen Immobilienfirmen relativ gut abwickeln. Aber wenn wir bedenken, dass der Immobilienmarkt einen Drittel des chinesischen Bruttoinlandprodukts ausmacht, wird sehr schnell klar, dass China konjunkturell an einem Wendepunkt steht. Mittelfristig geht es darum, wie sich das Land neu erfindet. Dabei kommen wir zur Frage des Umgangs mit Taiwan. Nicht zuletzt aufgrund der enormen Bedeutung der dortigen Chip-Produktion bereitet mir das Sorgen. Heute ist nicht nur in jedem Handy, sondern auch in jeder Kaffeemaschine ein Chip enthalten. Hier haben wir sofort eine Lieferketten-Problematik. Deshalb sehe ich China als Risiko für die Weltwirtschaft.

Die zu beobachtende Deglobalisierung bedeutet auch höhere Kosten für die Unternehmen, ihr Gewinnwachstum könnte gedämpft werden. Was heisst das für Aktien?

Kalt: Nächstes Jahr dürfte es eine kurze Gewinnrezession geben. Wenn der konjunkturelle Wendepunkt Mitte Jahr erreicht wird und man dann sieht, dass es wieder aufwärtsgeht, wird das nicht so dramatisch für die Aktienmärkte. An einigen Börsen sind die Bewertungen schon deutlich gesunken. Das gilt beispielsweise für Grossbritannien oder die Euro-Zone, da liegen die Bewertungen leicht unter dem langfristigen Trend. Eine leichte Rezession ist gerade in Europa in den Kursen eingepreist – eine tiefe Rezession allerdings noch nicht.

Hilb: Ich bin positiv gestimmt für die Aktienmärkte im nächsten Jahr. Das hat verschiedene Gründe. Einerseits ist aus meiner Sicht bereits viel Negatives in den Kursen enthalten. Zudem habe ich den Eindruck, dass die Zinsen ein unglaublicher Treiber waren hinter den schlechten Aktienmärkten in die-

sem Jahr. Wenn die Erwartung stimmt, dass wir im kommenden Jahr ein Zins-Plateau erreichen, dann hören die Bewertungskorrekturen auf. Ausserdem gehe auch ich davon aus, dass wir nur eine kurze, scharfe Rezession sehen werden, ohne Kollateralschäden wie in der Finanzkrise.

Pedergrana: Wir wissen nicht, wo die Margen im vierten Quartal oder im ersten Quartal 2023 stehen werden. Nach dem Blitz des Fed kommt das Donnern. Die Umsetzung der Geldpolitik braucht realwirtschaftlich nicht sechs bis neun, sondern bis zu 24 Monate. Wir haben keine historische Erfahrung mit derart starken Zinserhöhungen. Es besteht das Risiko, dass das Fed übertreibt. Nach jedem Gewitter kommt aber wieder Sonnenschein. Bei den Anleihen ist die historische Null- und Negativzins-Phase vorbei. Man kann mit Anleihen wieder mehr Rendite erzielen. Das ist eine grosse Anlagechance: 10 bis 20 Prozent kumulierte Rendite über die nächsten fünf Jahre.

Es ist umstritten, ob Aktien eine gute Anlageklasse in einem inflationären Umfeld sind. Wie sehen Sie das? Gibt es Alternativen?

Janssen: Aktien und reale Werte schützen allgemein gut gegen Inflation. Aber Inflation kommt selten allein. Häufig gibt es weitere, reale Schwierigkeiten. Die Frage ist: Was ist mein Zeithorizont? Muss ich mich gegen diese realen Schwierigkeiten schützen, oder geht es um den langfristigen Erhalt des Vermögens? Dann sind reale Güter eine gute Investition.

Was soll man dann machen? Einfach Aktien kaufen und in seinem Depot liegen lassen?

Pedergrana: Es liegen Hunderte Milliarden auf Sparkonti, die praktisch unverzinst sind. Eine interessante Idee sind Aktien von soliden europäischen Grossbanken, die im nächsten Jahr stark von der Zinsdifferenz profitieren werden. Da braucht man kein Timing, man muss nur eine Bankbilanz lesen. Wer nicht so

risikofreudig ist, muss wenigstens den Schritt in Anleihen machen.

Janssen: Ich finde es heikel, Anleihen generell als sichere Anlage zu porträtieren. Kann man Obligationen bis zum Verfall halten, erhält man das Kapital im Normalfall zurück. Ob es gleich viel wert ist wie am Anfang, hängt von der Höhe der Inflation während der Laufzeit ab. Im Übrigen zeigt eine Analyse mit Daten seit 1926, dass das Jahr 2022 ein extremes Jahr war, weil sowohl Aktien als auch Obligationen verloren haben.

Hilb: Anleihen haben etwas für sich. Aber man muss sehr selektiv vorgehen und nur tiefe Kreditrisiken berücksichtigen. Timen können wir den Markt nicht, das ist auch nicht unser Anspruch. Darum sind wir bereits jetzt wieder in Aktien eingestiegen. Im Wissen, dass es vielleicht noch zu früh ist. Es ist wichtig, schon jetzt dabei zu sein, um diese berüchtigte Gegenbewegung mitzumachen. Wenn ich mein Portfolio aufgrund der Nachrichten positionieren möchte, bin ich immer zu spät. Anleger haben die Tendenz, Nachrichten zu stark zu gewichten und die eigenen finanziellen Bedürfnisse aus den Augen zu verlieren. Eine gute strategische Allokation ist deshalb wichtig, ich muss gut mit 50 Prozent Aktien leben können. Es ist wie in einer guten Ehe: Man muss auch die schwierigen Zeiten überstehen.

In Immobilien sind viele Schweizer investiert. Die Objekt-Preise haben sich bisher gut gehalten. Steht hier eine Korrektur bevor?

Pedergrana: Das stimmt nicht generell. Schweizer Immobilienfonds haben rund 20 Prozent eingebüsst, das ist weniger als die 35 Prozent, die europäische Immobilien-Aktien verloren haben. Wegen der neuen Attraktivität von Anleihen machen institutionelle Anleger eine Neubewertung. 2 bis 3 Prozent Rendite lassen sich mit Anleihen locker verdienen. Auf Immobilien das Gleiche zu erzielen, wird schwierig. In der Schweiz gibt es einen enormen Altbestand, der energiepolitisch nicht tragbar ist. Der Reno-

vations- und Abschreibungsbedarf ist hoch. Die hohen Zinssätze sind noch nicht in die Modelle der Schätzer eingeflossen. Sie haben eine unbequeme Aufgabe: Sie müssen den Wohneigentümern sagen, dass ihre Immobilie weniger wert ist.

Hilb: Ich glaube nicht, dass der Schweizer Immobilienmarkt eine grosse Korrektur vor sich hat. Die erzielten Preise waren in den letzten drei, vier Jahren systematisch über dem Angebotspreis. Das wird verschwinden. Wir haben heute einen Bietermarkt, auch das wird verschwinden. Die Bautätigkeit geht zurück, die Nachfrage nach Wohneigentum ist aber immer noch sehr hoch. Was sich verändern wird, ist die Bautätigkeit in peripheren Lagen, die Kran-Dichte wird abnehmen. Immobilien bleiben aber ein wichtiger Bestandteil einer Pensionskassenallokation. Viele schreiben Obligationen keinen Realwertcharakter zu, Immobilien schon.

Was halten Sie vom Bankrott der Krypto-Börse FTX? Ist es ein isoliertes Phänomen, oder gibt es Lektionen für den regulären Kapitalmarkt?

Kalt: Letztlich war das eine Folgewirkung der steigenden Zinsen. Um es mit Warren Buffett auszudrücken: Wenn die Flut alle Boote anhebt und sie dann zurückgeht, dann sehen wir, wer nackt gebadet hat. Ich glaube, es werden noch mehr nackt Badende auftauchen in den nächsten Wochen und Monaten.

Hilb: Die Idee der Kryptowährungen hat etwas Faszinierendes. Jetzt erst wird aber vielen bewusst, welche Risiken anfallen können, wenn man in das Thema investiert. Die Anlageklasse steht an einem Wendepunkt. Die Regulatoren werden eingreifen, auch wenn wir die Auswirkungen noch nicht kennen. Ich glaube nicht, dass die Risiken systemisch oder für die Finanzmärkte als Ganzes gefährlich sind, es ist ein isoliertes Ereignis. Was das Bankenwesen seit der Finanzkrise erlebt hat mit der stärkeren Regulierung, kommt jetzt auf die Krypto-Welt zu – wenn man diese Welt am Leben erhalten möchte.

Kalt: Wir sind in der Phase der kreativen Zerstörung. Die Regulierung muss vorsichtig sein. Die Europäische Zentralbank hat das signalisiert: Regulierung bedeutet zu einem gewissen Grad auch Legitimierung. Damit tun sich die Zentralbanken schwer. Es ist ein schmaler Grat. Durch die Legitimierung übernehmen die Zentralbanken ein Stück weit auch Verantwortung. Die zugrunde liegende Basistechnologie ist sehr spannend, aber die Anwendungen in Form von Kryptowährungen war eine Blase. Braucht die Welt wirklich 16 000 Kryptowährungen?

Vor der Krise galt Bitcoin als das neue Gold. Das ist es offensichtlich nicht. Wie steht es um Gold selbst? Welchen Platz hat es im Portfolio?

Janssen: Es ist ein Rohstoff, der keinen Ertrag abwirft wie eine Aktie. Es ist schwierig zu sagen, in welchen Situationen Gold hilft, zu diversifizieren. Dass Gold zur Diversifikation gegen Inflation helfen soll, liegt nur einer Periode in den 1970er und 1980er Jahren begründet. Entfernt man diese aus der Analyse, sieht es anders aus. Die Erwartungshaltung gegenüber diesem Rohstoff muss realistisch sein. Gold kann als Krisenvorrat dienen. Dann muss es irgendwo zugänglich in einem Tresor lagern, in möglichst kleiner Stückelung. Auch hier muss man sich fragen, wofür halte ich das: Für die Stabilisierung des Portfolios oder für die ultimative Krise?

Kalt: Gold ist in Dollar denominated. Wenn wir sehen, wo die Kaufkraftparität des Dollars liegt, muss man sich als Franken-Investor doppelt überlegen, ob Gold einen Sinn ergibt. Oder man nimmt die Kosten für die Währungsabsicherung in Kauf.

Hilb: Wir halten schon seit längerem Gold. Nicht abgesichert, weil der Dollar und die Zinsen einen starken Einfluss auf den Goldpreis haben. Das hat in diesem Jahr Gold stark belastet. Aber auch in Franken gab es positive Phasen. Das Gold stabilisiert in unruhigen Zeiten. Ich würde das aussergewöhnliche Jahr 2022 aber nicht berücksichtigen, um mir ein definitives Urteil zu bilden. In den Vorjahren hat Gold gut funktioniert und kann etwa 5 Prozent eines Portfolios ausmachen.