

«2021 wird es eine Konjunkturerholung geben, wie wir sie seit 2010 nicht mehr gesehen haben»

Nach dem Coronavirus-Jahr 2020 soll die Wirtschaft im kommenden Jahr deutlich wachsen. Wie stark, darüber sind sich die am NZZ-Roundtable von Anne-Barbara Luft und Michael Ferber befragten Anlageexperten und Vermögensverwalter nicht ganz einig. Was sie von den hoch bewerteten Aktienmärkten, Gold und Immobilien halten

Der Impfstoff gegen Covid-19 ist da, die Konjunkturaussichten hellen sich auf – wird 2021 ein gutes Jahr?

Anja Hochberg: Das neue Jahr wird von einer signifikanten konjunkturellen Erholung geprägt sein, mehrheitlich im zweiten Halbjahr. Der Impfstoff ändert tatsächlich vieles, und die Euphorie ist daher gross. Gleichwohl ist in der ersten Jahreshälfte noch mit Anschubschwierigkeiten zu rechnen, es wird also nicht von jetzt an nur noch nach oben gehen. Doch obwohl die konjunkturelle Erholung derzeit etwas ins Stocken geraten ist, kann man für 2021 mit einem globalen Wachstum von 5,8% rechnen. Die Aktienmärkte haben dies ja zum Teil schon sehr freudig begrüsst.

Das klingt sehr euphorisch. Gibt es nicht noch zahlreiche Risiken, wie etwa eine dritte Pandemiewelle?

Tatjana Puhan: Ich bin nicht sicher, inwieweit die Erholung nächsten Jahr erfolgen wird und ob sie die jüngsten Bewegungen der Vermögenspreise, insbesondere der Aktienpreise, rechtfertigt. Das wird davon abhängen, wie flächendeckend die Impfstoffe tatsächlich zur Verfügung stehen werden und ob die Impfungen dazu führen, dass man sich wieder normal bewegen und die Wirtschaft wieder ohne Restriktionen laufen kann. Das eine sind die entwickelten Ökonomien, das andere die Schwellenländer. Es ist fraglich, ob auch dort die Impfstoffe flächendeckend zur Verfügung stehen werden. Vielleicht sind die Erwartungen, die bereits in den Aktienkursen gespiegelt werden, zu optimistisch. Die langfristigen Konsequenzen der Lockdowns auf die Wirtschaft werden teilweise unterschätzt. Viele Betriebe können jetzt noch auf Rücklagen zurückgreifen, weshalb sich viele Konsequenzen nicht sofort bemerkbar gemacht haben. Das wird aber nach und nach kommen, wenn die Reserven aufgebraucht sind. Daher bin ich ein wenig vorsichtiger.

Die Pandemie hat die Welt verändert. Einige Neuerungen werden bleiben, andere wieder verschwinden.

Philipp Vorndran: Viele der Veränderungen werden bleiben, und zwar unabhängig davon, wie gross die Erfolge mit dem Impfstoff sein werden. Die Staatsschuldenquoten wurden in den vergangenen Monaten erneut massiv nach oben gefahren. Das Zinsniveau wird niedrig bleiben. Auch die Euphorie um den Impfstoff hat sich deshalb bisher kaum an den Obligationenmärkten wiederspiegelt. Egal, wie erfolgreich 2021 sein wird, die tiefen Zinsen sind gesetzt. Diese Tatsache hat massive Auswirkungen auf die Bewertungen jeglicher Anlageklasse. Wenn die Zinsen bleiben, wo sie heute sind, dann ist wohl eher die Frage, in welchen Segmenten sich die Bewegung 2021 abspielt – und nicht die Frage nach dem gesamten Kapitalmarkt. Wenn es mit den Impfungen sehr gut läuft, dann wird es besonders positive Auswirkungen auf erstklassige zyklische Titel haben. Wenn es doch etwas zäher wird, und dazu tendiere ich eher, dann werden Wachstumsaktien weiter von der Diskontierungsveränderung profitieren.

Tatjana Puhan, Anlagechefin



Tatjana Puhan ist stellvertretende Anlagechefin beim französischen Vermögensverwalter Tobam. Zudem ist sie als Adjunct Faculty Member am Chair of International Finance an der deutschen Universität Mannheim sowie als Research Fellow am Hamburg Financial Research Center tätig. Tatjana Puhan hat am Swiss Finance Institute an der Universität Zürich in Finance promoviert.

«Die langfristigen Konsequenzen der Lockdowns auf die Wirtschaft werden teilweise unterschätzt.»

Tatjana Puhan

Maurice Pedergnana: Ich bin da deutlich optimistischer, vor allem was die Schwellenländer betrifft. Die grössten Impfstoffhersteller sind gar nicht in den westlichen Ländern, sondern in Indien und China. Indien hat bereits 40 Mio. Impfdosen produziert. Im Januar wird das indische Seruminstitut, das grösste Impfstoffunternehmen der Welt, den monatlichen Produktionsoutput auf 100 Mio. Dosen erhöhen. Und das ist nur eine Produktionsstätte in den Schwellenländern. Indien und China werden ihre Bevölkerung bis Mitte des Jahres durchgeimpft haben. Das ist ein unheimlicher Vorteil gegenüber den westlichen Ländern, die etwas langsamer sind, als hätte man sich in den vergangenen Monaten nicht auf eine Impfwelle vorbereitet können. Wir müssen jetzt mit Hochdruck daran arbeiten, denn die neuen Impfstoffe sind gigantische Errungenschaften der Forschung.

Wenn diese Impfungen durchgeführt werden, wird das also eine positive Entwicklung auf die Weltwirtschaft haben?

Pedergnana: Es wird eine Konjunkturerholung sein, wie wir sie in den letzten zehn Jahren nicht gesehen haben. Man kann es sich heute noch schwer vorstellen. Aber wenn man im nächsten Jahr geimpft ist, kann man einfach wieder etwas gemeinsam unternehmen, gemeinsam reisen, gemeinsame Feste feiern, singen und sich umarmen. Alles, was sich in den vergangenen neun Monaten aufgestaut hat, wird in den Jahren 2021 und 2022 mit einer höheren Intensität freigelassen. Der Optimismus der Menschen wird die Konjunktur in den nächsten 12 bis 18 Monaten tragen.

Wie können Anleger von diesem Optimismus profitieren?

Hochberg: Wenn man davon ausgeht, dass Unternehmen im kommenden Jahr wieder in der Lage sein werden, ordentliche Dividenden auszuschütten, dann ist jetzt ein guter Zeitpunkt, Dividendenaktien ins Portfolio zu legen. Interessant sind zudem Small-Caps, die ich aufgrund der zyklischen Bewegungen präferiere. Zudem dürften unterbewertete Value-Titel wieder zulegen können. Ich teile auch die positive Meinung hinsichtlich der Schwellenländer. Nicht nur wegen der Impfung, sondern auch wegen des Wahlausgangs in den USA. Mit Joe Biden als Präsident kommt wieder mehr Berechenbarkeit in die Politik und die Rückkehr zum Multilateralismus.

Wird die Kauflaune optimistischer Konsumenten im kommenden Jahr zu einem Anziehen der Inflation führen?

Puhan: Die Frage ist berechtigt. Was passiert, wenn der Konsummotor wieder anläuft, nachdem die Zentralbanken so viel Geld in das System gesteckt haben? Doch eine deutlich höhere Inflation befürchte ich nicht. Dafür brauchte es einen positiven Wachstumsmotor als Initiator. In den vergangenen Jahren hat man gesehen, dass die Löhne, trotz einer sehr guten konjunkturellen Entwicklung, nicht gestiegen sind und wegen des globalen Wettbewerbs keine wirkliche Preisinflation erfolgt ist. Wenn die

Menschen in den kommenden Jahren einen Nachholbedarf haben und extrem viel konsumieren, werden deswegen die Kräfte des globalen Wettbewerbs nicht weniger stark wirken. Der höhere Konsum allein wird nicht dafür reichen, signifikant Inflation herbeizuführen.

Vorndran: Diese Meinung teile ich, zumindest für die nächsten Jahre. Ab und zu wird es einen zyklischen Anstieg der Inflation geben. Klar ist, dass sich die Wertschöpfungsketten verändern. Bei vielen Unternehmen wird heute stärker auf die Stabilität der Wertschöpfungskette als auf die Preiskomponente geachtet. Das wird wirken, strukturell wird sich das Inflationsniveau im kommenden Jahr den Inflationszielen der Notenbanken von 2% annähern – vielleicht 2022 sogar ein wenig darüber. Doch dann holt uns der von Frau Puhan beschriebene Effekt wieder ein.

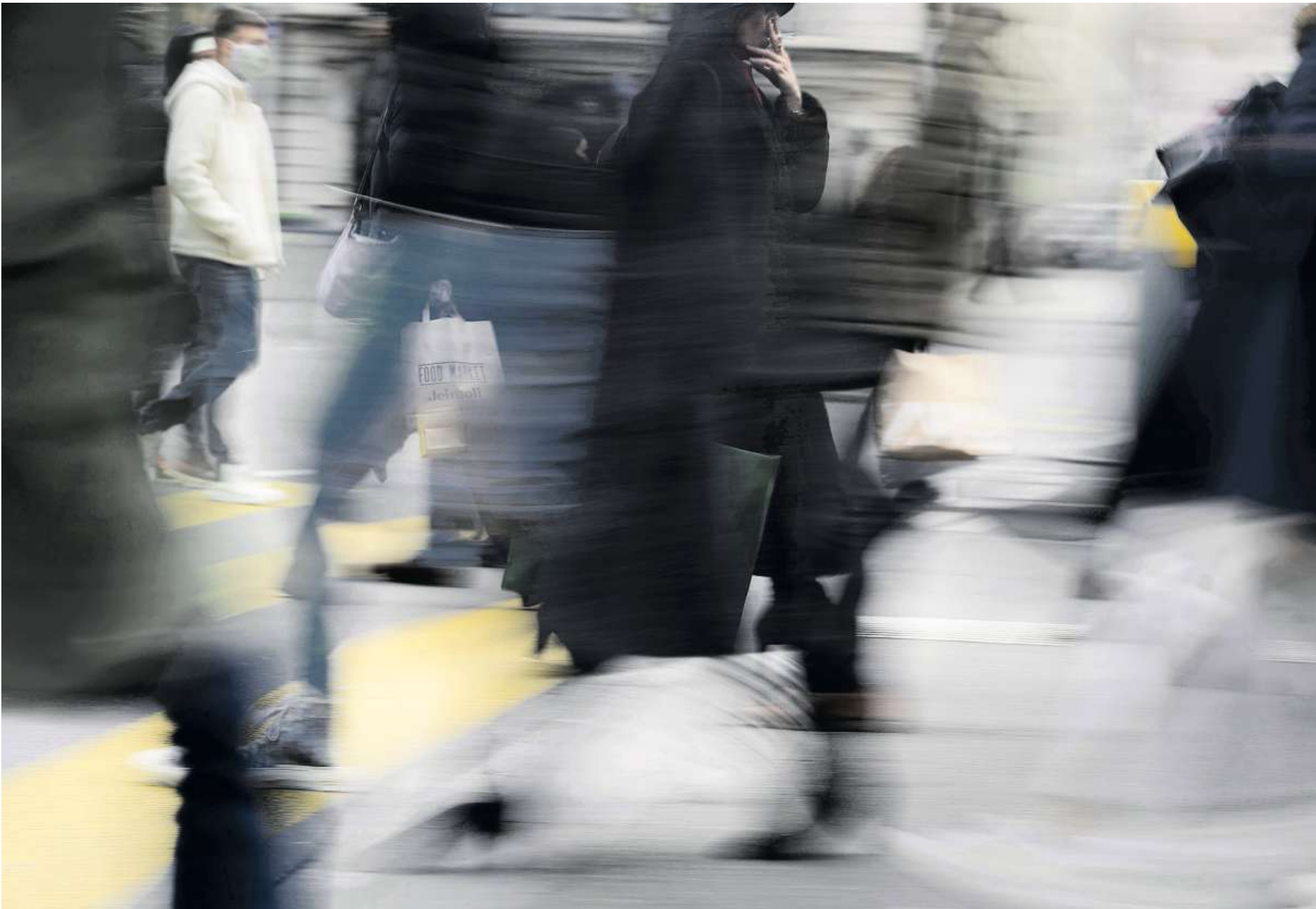
Hochberg: Grundsätzlich sollte zwischen der Reflation, die man vor dem zyklischen Hintergrund jetzt bekommt, und den mittelfristigen Inflationsgefahren unterschieden werden. Der Unterschied zu den vergangenen Jahren, in denen die Geldpolitik so ultralocker war, ist, dass die Liquidität diesmal tatsächlich beim Konsumenten ankommt und nicht in den Bilanzen der Banken steckenbleibt. Die Notenbanken haben auch einen Anreiz, ein Überschiessen der Teuerung zu tolerieren. So kann sich das Inflationsniveau auf einem höheren Level etablieren. Anleger sollten sich wenigstens auf die Gefahren einer solchen Entwicklung vorbereiten oder diese im Hinterkopf behalten.

Pedergnana: In den vergangenen Jahren wurde man etwas verwöhnt, was das Arbeitskräftereservoir betrifft. Ich finde es erstaunlich, wenn man sagt, die Löhne seien nicht gestiegen. Aus der Weltfabrik China und der IT-Fabrik Indien kommen Inflationsströme, weil seit einiger Zeit die Lohnsteigerungen mit steigenden Energiepreisen koppeln, wird die Teuerung rasch über 2% steigen – und zwar schneller, als es sich viele heute vorstellen können. Die Inflationsgefahren würde ich jedenfalls nicht unterschätzen.

Im März und April hat sich die Kreditwürdigkeit vieler Bond-Emittenten deutlich verschlechtert. Die Zahl der Rating-Herabstufungen war besonders hoch. Wie sieht es heute aus?

Pedergnana: Die Situation hat sich extrem beruhigt. Unternehmen haben inzwischen die höchsten Liquiditätsreserven seit zehn Jahren. Die Unternehmen wussten nicht, wie lang die Rezession anhalten wird, und haben sich am Kapitalmarkt mit Liquidität versorgt. Der Emissionsmarkt war sehr liquide und funktionsfähig. So konnten sich selbst Kreuzfahrtgesellschaften, bei denen alle Schiffe im Hafen lagen, mit Anleihen refinanzieren. Es waren teure Bonds mit Zinsen von bis zu 13% für Laufzeiten zwischen vier und fünf Jahren, aber die kapitalmarktfähigen Firmen sitzen heute auf rekordhohen Liquiditätspositionen und werden in dieser Krise nicht untergehen. Das bestärkt mich darin, dass es im nächsten Jahr noch besser wird. Denn um der rasch wachsenden Nachfrage Herr zu werden, müssen jetzt auch Investitionen getätigt werden. Hier hat sich ein enormer Rückstau aufgebaut.

Puhan: Es gab tatsächlich sehr viele Emissionen in diesem Jahr, daher werden wir aber im kommenden Jahr auch ein sehr grosses Delta haben zwischen der bestehenden Kreditnachfrage und dem, was auf Angebotsseite von den Investoren noch da sein wird. Da werden die Zentralbanken wieder massiv in die Bresche springen müssen. Aber ist es überhaupt gut, bestimmte Branchen am Leben zu erhalten? Ohne einen gesunden Adresslast während einer Krise entstehen zu viele sogenannte Zombie-Firmen.



Die Konsumenten haben laut den Experten im Fall einer erfolgreichen Impfung einen grossen Nachholbedarf, was die Konjunktur beflügeln wird.

GABRIAN BALLY / KEYSTONE

Befinden wir uns auf dem Weg in eine Zombie-Wirtschaft?

Hochberg: Mit dem Begriff tue ich mich ein wenig schwer, aber dahinter steckt ein reales Phänomen. Die Rezessionen hatten in der Geschichte auch eine gewisse Logik und Notwendigkeit, da sie eine gesunde Konsolidierung bewirkten. Das übermässig zur Verfügung stehende Geld hat eigentlich auch dazu geführt, dass die interne Rendite von Projekten nicht mehr der Massstab dafür ist, was geht und was nicht. Das heisst aber nicht, dass es derzeit keine guten Kaufgelegenheiten am Hochzinsmarkt gibt. Eine Differenzierung ist aber notwendig.

Vorndran: Es hat natürlich eine Wirkung für die Leistungsfähigkeit unserer Volkswirtschaft, wenn Unternehmen, die längst in den Orkus gehören, weiter aufrechterhalten werden, wie wir es in Deutschland über Jahrzehnte mit der Steinkohlebranche gemacht haben. Der Erhalt einer Status-quo-Gesellschaft wird Europa und den USA im Wettbewerb mit den aufstrebenden Volkswirtschaften ausreichen. Das macht mir Sorgen. Wenn ich mir Unternehmensanleihen anschau, dann sind ihre Bewertungen durch die Bank auf einem Niveau, das ein sehr schönes Szenario spiegelt. Die Frage ist, ob es wirklich dazu kommt.



Philipp Vorndran

Philipp Vorndran, Kapitalmarktstrategie

Seit 2009 ist Philipp Vorndran als Kapitalmarktstrategie bei der Kölner Vermögensverwaltung Flossbach von Storch tätig. Zuvor arbeitete Philipp Vorndran in verschiedenen Funktionen für die Schweizer Grossbank Credit Suisse – unter anderem war er globaler Chefstrategie für das Asset-Management der Bank sowie CEO der Credit Suisse Asset Management Deutschland.

Trifft das auch auf Schweizer Unternehmen zu?

Pedergnana: In den letzten zehn Monaten hat sich die Digitalisierung deutlich beschleunigt. Dieser Trend hat auch Schwellenländer erfasst, die uns schon extrem nahe auf den Fersen sind. Ich würde mir schon für die Schweiz und Europa mehr digitale Kompetenz wünschen. Wir sind zwar Weltmeister im Datenschutz, aber nicht in der Digitalisierung. Das tut mir weh, denn das stärkt unsere Wettbewerbsfähigkeit nicht.

Wie wird dieser Trend die Finanzbranche verändern?

Puhan: Man muss zwischen privaten und institutionellen Anlegern unterscheiden. Was im Bereich der Privatanleger passiert, finde ich teilweise ein wenig gefährlich. Da geht es oft nur darum, einen Trend aufzugreifen. Auf der anderen Seite ist es auch so, dass immer mehr institutionelle Investoren sich für Nachhaltigkeitsinteressen und sich damit auseinandersetzen. Beispielsweise wollen Pensionskassen mehr in das Thema einsteigen. Das ist ein positives Signal. So hat sich etwa der schwedische Staatsfonds AP1 dafür entschieden, fossile Energien komplett aus seinem Portfolio zu entfernen. Eine solche Entscheidung hat eine grosse Wirkung.

Pedergnana: Bei den Aktien lassen sich die grössten Renditen beim Verbesserungsprozess von Unternehmen verdienen. Man muss den lernfähigen Schüler, der jetzt noch schlechte Noten im Bereich Nachhaltigkeit hat und Bestnoten erreichen will, begleiten. Wenn man nur auf den bereits besten Schüler setzt, erzielt man nicht die beste Rendite.

Vorndran: Da stimme ich zu 100% zu. Allerdings ist meine Erfahrung, dass die mittelpfächtigen «Schüler» nicht immer auf unsere Verbesserungsvorschläge eingehen wollen. Grund dafür sind sowohl «Apparatschiks» im Management als auch Status-quo-Denken bei Gewerkschaften und Arbeitnehmern.

Pedergnana: Es gibt auch Unternehmen, die mehr tun, als nur Absichtserklärungen zu äussern. Der deutsche Energiekonzern RWE beispielsweise hat den Anteil an erneuerbaren Energien massiv erhöht. Trotzdem ist RWE immer noch auf der Sanktionsliste des norwegischen Staatsfonds. Wie lange dauert es, bis man einem Unternehmen glaubt, dass es sich ändert. Dies zeigt, wie träge die Prozesse sind.

Vorndran: RWE gehörte und gehört ja zu einem nicht unerheblichen Teil deutschen Kommunen. Wenn sich ein solches Unternehmen beim Thema Nachhaltigkeit nicht bewegt, dann weiss ich auch nicht. Vielmehr stellt sich die Frage, wieso selbst ein so staatsnahes Unternehmen wie RWE so lange gebraucht hat, bis es sich ändert.

Dies zeigt, wie träge die Prozesse sind.

Schauen wir auf die verschiedenen Anlageklassen: In jüngster Zeit gab es ja einige Mahnungen von US-Banken, dass die Aktienmärkte sehr hoch, ja zu hoch bewertet seien. Teilen Sie diese Meinung?

Vorndran: Nein, das tun wir nicht. Wir sind hundertprozentig davon überzeugt, dass gute Aktien mit Abstand die attraktivste Anlageklasse sind und das attraktivste Rendite-Risiko-Verhältnis aufweisen, zumindest unter den liquiden Anlagen. Die relative Bewertung global führender Unternehmen im Vergleich mit Staatsanleihen hat sich in den vergangenen zehn Jahren überhaupt nicht verändert. Die Schere ist nicht zugegangen.

Hat jemand in der Runde Angst vor den Bewertungsniveaus am Aktienmarkt?

Hochberg: Vielleicht nicht gerade Angst. Ich stimme Herrn Vorndran auf jeden Fall zu, was den Vergleich mit den Anleihen anbelangt. Die Risikoprämie von Aktien gegenüber Obligationen am Schweizer Finanzmarkt liegt mit 5,7 Prozentpunkten deutlich über dem langfristigem Durchschnitt von 4,5 Prozentpunkten. Trotzdem ist zu beachten, dass das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis beim Schweizer Aktienbarometer Swiss-Performance-Index über 19 liegt. Das ist mehr als eine Standardabweichung. Im nächsten Jahr dürfte sich das KGV mit den erwarteten Gewinnen der Unternehmen wieder etwas normalisieren. Es sollte aber hin und wieder überprüft werden, ob der Konjunkturoptimismus gerechtfertigt ist, der in den Aktienkursen eingepreist ist.

«In ein ausgewogenes Portfolio gehören nach wie vor Obligationen. Wir haben auch in diesem Jahr gesehen, welche Rolle sie übernehmen können.»

Anja Hochberg

Anja Hochberg, Asset-Managerin



Seit Anfang dieses Jahres ist Anja Hochberg Leiterin Multi Asset Solutions bei Swisscanto Invest. Zuvor war sie während fast 20 Jahren für die Credit Suisse in verschiedenen Fach- und Führungsfunktionen tätig. Anja Hochberg promovierte an der Universität Wales und studierte Wirtschaftsgeschichte, Volkswirtschaftslehre und Rechtswissenschaften in Berlin.

Puhan: Manchmal geht vergessen, dass beispielsweise Schweizer Pensionskassen weltweit anlegen. Viele Aktienindizes in Industrie-, aber auch in Schwellenländern werden derzeit von sehr wenigen Technologiewerten angetrieben. Man sollte sich dieser Konzentration bewusst sein, diese Titel haben sich quasi abgekoppelt. Aktien sind aber definitiv eine attraktive Anlageklasse, auch weil sie sich im Gegensatz zu Unternehmens- oder Hochzinsanleihen gut absichern lassen.

Seit Jahren beobachten wir stark steigende Aktienkurse und Immobilienpreise. Werden Aktien und Liegenschaften wegen der Nullzinsen ganz neu bewertet?

Pedergnana: Wenn die Zinsen tief sind, und sie werden wohl noch lange tief bleiben, dann schlägt der Diskontierungseffekt auf zukünftige Erträge noch stärker durch. Wenn ich dann eine Nestlé-Aktie für den 20-fachen Wert des Jahresgewinns bekomme, dann ist das viel attraktiver als jede Renditeeigenschaft in der Schweiz zu 2,5 oder 3%. Folglich sehe ich weiteres Potenzial, dass solche Top-Werte im Preis weiter steigen werden. Gemessen an der Differenz zu Schweizer Staatsanleihen sehe ich auch noch Spielraum für Schweizer Immobilien. Allerdings bin ich nicht überzeugt, dass man an zweit- oder drittklassigen Standorten genügend erwirtschaften kann, um über 20 oder 30 Jahre hinweg einen substanziellen Beitrag zu einer Pensionskassenrendite zu leisten.

Puhan: Selbstgenutztes Wohneigentum ist sicherlich immer noch eine gute Anlageidee. Man muss aber feststellen, dass beispielsweise Versicherungen und Pensionskassen in den vergangenen Jahren ihre Immobilienanlagen stark hochgetrieben haben. Meiner Meinung nach stösst man da an Grenzen. Ein Problem ist auch die Illiquidität von Immobilien. Wenn die Krise bei den Vermögenswerten nach dem Ausbruch des Coronavirus länger gedauert hätte, wäre das mehr zum Thema geworden. Das ist eine Gefahr, die stark unterschätzt wird. Viele Anleger haben vergessen, dass auch Immobilienmärkte Krisen haben können – wie in der Schweiz in den neunziger Jahren.

Vorndran: RWE gehörte und gehört ja zu einem nicht unerheblichen Teil deutschen Kommunen. Wenn sich ein solches Unternehmen beim Thema Nachhaltigkeit nicht bewegt, dann weiss ich auch nicht. Vielmehr stellt sich die Frage, wieso selbst ein so staatsnahes Unternehmen wie RWE so lange gebraucht hat, bis es sich ändert.

Dies zeigt, wie träge die Prozesse sind.

Vorndran: RWE gehörte und gehört ja zu einem nicht unerheblichen Teil deutschen Kommunen. Wenn sich ein solches Unternehmen beim Thema Nachhaltigkeit nicht bewegt, dann weiss ich auch nicht. Vielmehr stellt sich die Frage, wieso selbst ein so staatsnahes Unternehmen wie RWE so lange gebraucht hat, bis es sich ändert.

Dies zeigt, wie träge die Prozesse sind.

Schauen wir auf die verschiedenen Anlageklassen: In jüngster Zeit gab es ja einige Mahnungen von US-Banken, dass die Aktienmärkte sehr hoch, ja zu hoch bewertet seien. Teilen Sie diese Meinung?

Vorndran: Nein, das tun wir nicht. Wir sind hundertprozentig davon überzeugt, dass gute Aktien mit Abstand die attraktivste Anlageklasse sind und das attraktivste Rendite-Risiko-Verhältnis aufweisen, zumindest unter den liquiden Anlagen. Die relative Bewertung global führender Unternehmen im Vergleich mit Staatsanleihen hat sich in den vergangenen zehn Jahren überhaupt nicht verändert. Die Schere ist nicht zugegangen.

Hat jemand in der Runde Angst vor den Bewertungsniveaus am Aktienmarkt?

Hochberg: Vielleicht nicht gerade Angst. Ich stimme Herrn Vorndran auf jeden Fall zu, was den Vergleich mit den Anleihen anbelangt. Die Risikoprämie von Aktien gegenüber Obligationen am Schweizer Finanzmarkt liegt mit 5,7 Prozentpunkten deutlich über dem langfristigem Durchschnitt von 4,5 Prozentpunkten. Trotzdem ist zu beachten, dass das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis beim Schweizer Aktienbarometer Swiss-Performance-Index über 19 liegt. Das ist mehr als eine Standardabweichung. Im nächsten Jahr dürfte sich das KGV mit den erwarteten Gewinnen der Unternehmen wieder etwas normalisieren. Es sollte aber hin und wieder überprüft werden, ob der Konjunkturoptimismus gerechtfertigt ist, der in den Aktienkursen eingepreist ist.

nicht richtig. Neben Aktien kauften sie aber weniger Anleihen, weil es da nicht mehr viel zu holen gibt. Vielmehr setzten sie auf Gold, und so stieg der Goldpreis parallel zu den Aktienmärkten an, nachdem er zunächst einen Dämpfer erhalten hatte. Wir haben in einer Studie untersucht, ob Gold die Risiken in einem Anlageportfolio streut. Wenn man ein Portfolio hat mit Aktien, Unternehmensanleihen, Hochzinsanleihen und Staatsanleihen, dann bringt ein Goldanteil im Portfolio keine zusätzlichen Vorteile. Das hat uns selbst überrascht.

Vorndran: Das sehe ich ein bisschen anders. Ihre statistischen Daten stimmen sicherlich. Aber fragen Sie mal in der Türkei oder in Argentinien nach – also in Ländern, in denen sich die Währungssysteme verändern oder unter Druck kommen –, was man dort davon hält. Für uns ist das Gold einfach eine Versicherung gegen die bekannten und unbekannten Risiken im Finanzsystem. Am schönsten wäre es, wenn der Goldpreis in den nächsten 10 Jahren auf dem jetzigen Niveau oder darunter liegen würde. Dann wäre dieser Versicherungsfall nicht eingetreten. Für den Fall, dass er doch eintritt, halten wir 10% Gold im Portfolio.

Gehören Obligationen überhaupt noch in das Portfolio von Privatanlegern?

Hochberg: In ein ausgewogenes Portfolio gehören nach wie vor Obligationen. Wir haben auch in diesem Jahr gesehen, welche Rolle sie übernehmen können. Die Frage ist nicht, ob, sondern, wie viele und welche. Müssen es unbedingt Staatsanleihen sein? Eher weniger. Schwellenländer halten wir nach wie vor für attraktiv, wir haben auch Wandelanleihen und chinesische Obligationen im Portfolio. Man muss heutzutage aber deutlich flexibler mit Obligationen umgehen.

Pedergnana: Für zehnjährige griechische Staatsanleihen bekommt man derzeit nur eine Rendite von 0,6%. Ich kann beim besten Willen nicht erkennen, was daran attraktiv sein soll. Privatanleger, die bei ihrer Bank keine Negativzinsen zahlen müssen, tun gut daran, sich nicht in Anleihen zu engagieren, die ihnen keine entsprechende Rendite für ihre Risiken zahlen.

Vorndran: Die Struktur hat sich einfach komplett gewandelt. Vor 20 Jahren waren Obligationen die Basis eines Portfolios. «Kaufen und halten», lautete die Devise. Heute ist die gute Aktie das, was vor 20 Jahren die Schweizer Staatsanleihe war. Für taktische Anlagen kann man auch heute die Anleihe einsetzen. Wir haben uns im März alle gefreut, dass die Unternehmen so aktiv emittiert haben, und man konnte mit den Kursgewinnen mancher Anleihen viel Geld verdienen.

Puhan: Mit Anleihen bekommt man auch Zugang zu Segmenten von Unternehmen, die am Aktienmarkt nicht unbedingt präsent sind. Manche Investoren brauchen Anleihen auch, um ihre Passivseite abzudecken. Die ursprüngliche Rolle, die Obligationen in den Portfolios von Anlegern hatten, ist heute aber nicht mehr zu rechtfertigen.

Maurice Pedergnana, Finanzprofessor



Die Finanzmärkte kennt Maurice Pedergnana in der Theorie ebenso gut wie in der Praxis. Er hat zahlreiche Artikel und Bücher zu volkswirtschaftlichen und unternehmerischen Fragestellungen und deren Konsequenzen für Investments verfasst. Pedergnana ist Chefökonom und Leiter des Anlageauschusses der Zugerberg Finanz, gleichzeitig ist er Professor für Banking and Finance an der Hochschule Luzern.