

# «Die Aktienmärkte sind nicht

Beim Finanzmarkt-Roundtable der NZZ diskutieren renommierte Ökonomen über die Geldpolitik der

Sehr geehrte Herren, die Aktienmärkte haben entgegen vielen Prognosen ein gutes erstes Halbjahr hinter sich. Was erwarten Sie für das zweite Semester?

**Zulauf:** Wir sind an einem sehr interessanten Punkt. In England hat die Notenbank angekündigt, die Liquidität früher als erwartet zu verknappen. Das hat dazu geführt, dass der englische Aktienmarkt lahmte. Die Frage ist nun: Passiert in Amerika das Gleiche, wenn die US-Notenbank Fed im Herbst die Liquiditätszufuhr in die Märkte stoppt und sogar ab Mitte 2015 die Zügel anzieht? Dann hat man zwar immer noch einen zu tiefen Zinssatz, aber nicht mehr die Dollar-Liquidität, die für die internationalen Finanzmärkte sehr wichtig ist. Wenn dann die Fed aufgrund der besseren Konjunktur den Tonfall ändert, würden Marktteilnehmer von einer engeren Liquiditätsversorgung ausgehen, was die Performance der Aktienmärkte deckeln würde.

**Wellershoff:** Ich halte das Argument nicht für stichhaltig, es entbehrt jeder Rationalität und hält auch empirisch nicht stand. Die Marktteilnehmer betonen zwar immer die Bedeutung der Liquidität. Wir haben aber gerade in Europa durch die EZB ein schönes Beispiel gesehen, dass trotz Liquiditätsentzug eine sehr gute Entwicklung der Aktienmärkte möglich ist. Die EZB hat dem Markt in den letzten Jahren 25% bis 30% der geschaffenen Liquidität entzogen. Im gleichen Zeitraum waren europäische Aktien gute Performer, und der Euro war eine starke Währung.

**Zulauf:** Das ist natürlich ein Unsinn. In einer Welt mit freien Märkten können Kapitalflüsse ganz entscheidend sein. Die Aktienkäufer in Europa waren ja nicht die Europäer, sondern die Amerikaner. Unter anderem ist deswegen der Euro auch so fest geworden.

**Bernard:** Ich würde einen anderen Ansatz wählen. Die Liquiditätsausweitung durch die Zentralbanken seit dem Jahr 2008 hat dazu geführt, dass die Märkte gemessen am Kurs-Buchwert-Verhältnis oder Kurs-Gewinn-Verhältnis nicht mehr attraktiv bewertet sind. Die Risikoprämien am Aktien- und Anleihemarkt sind unattraktiver geworden. Das Gleiche gilt jedoch für Geldmarktpapiere. Künftig wird es noch schwieriger, Gewinne zu erzielen, wenn die Liquiditätsversorgung nachlässt.

**Wellershoff:** Für Finanzmarktpreise sind eben in erster Linie die Zinsen und die Ertragsersparungen von Bedeutung. Wenn es einen Einfluss der Liqui-

«Wenn Sie eine Fehlkonstruktion wie beispielsweise den Euro haben, ist der Stress im System langfristig programmiert.»

**Felix Zulauf**  
Zulauf-Asset-Management

dität gibt, dann auf die Zinsen. Und die können auch bei veränderter Liquiditätszufuhr tief bleiben.

Wenn man die Entwicklung der Fed-Bilanz mit der Kurve des Dow Jones vergleicht, fällt schon eine hohe Synchronität auf. Ist das nicht ein Zeichen dafür, dass die Liquidität doch eine grosse Bedeutung für den Aktienmarkt hat?

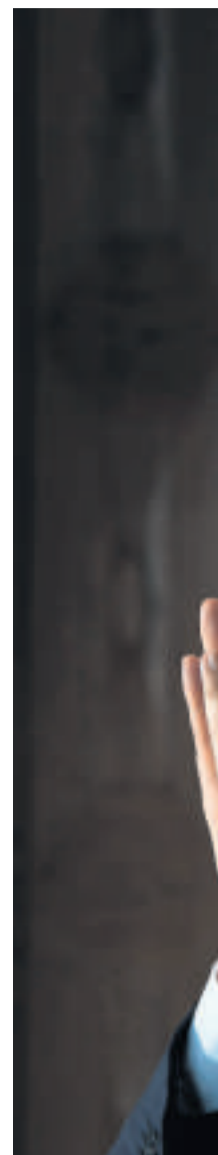
**Jetzer:** Wenn man davon ausgeht, dass die Liquidität absolut dominiert, dann gibt es zwei Dinge, die inkonsistent sind. Erstens hat die EZB ja ihre Bilanz um etwa 25% reduziert, und der Stoxx 50 ist dennoch rund 25% gestiegen – das passt



Klaus Wellershoff



Martin Jetzer



Christophe Bernard

nicht. Zweitens heisst es zu Recht: Die Flut hebt alle Boote. In den letzten zwei Jahren sind jedoch zwei grosse Boote nicht gestiegen, die Schwellenmärkte und die Rohstoffe. Das ist ganz untypisch. Wenn massiv stimuliert wird, steigen normalerweise alle Anlageklassen. Meine These ist deshalb: Im Sommer 2013 hat an den Märkten ein grosser Wandel stattgefunden. Sie haben nicht mehr so stark auf Liquidität reagiert, sondern viel mehr auf die Konjunkturperspektiven, auf die Inflations- und Deflations-Szenarien und vor allem auf den Gewinnzyklus. Ein weiterer wichtiger Parameter war die laufende Staatsdefizite. So etwas dauert sehr lange, vielleicht 15 bis 20 Jahre, und hat zwei Effekte: Zum einen verlängert sie den Konjunktur- und Börsenzyklus, zum anderen führt sie zu einem sehr vorsichtigen Verhalten der Finanzmarktteilnehmer.

Man fragt sich angesichts der enorm hohen Unternehmensgewinne jedoch schon, woher das weitere Gewinnwachstum noch kommen soll.

**Wellershoff:** Die europäische Wachstumsrate ist im ersten Quartal auf 0,9% gestiegen. Das zweite Quartal wird auch sehr stark sein.

**Zulauf:** Aber nur wegen der steigenden Staatsdefizite. Einige Peripherieländer machen wieder höhere Defizite, das unterstützt das Wachstum, weil Fiskalpolitik wirkt. Die Frage, die Herr Jetzer aufgeworfen hat, ist aber noch wichtig. Wir erleben einen Zyklus, der bis jetzt völlig atypisch ist – von der Länge, dem Ausmass und der Amplitude her. Die strukturellen Probleme verhindern hohes Wachstum und eine Konjunkturüberhitzung, die normalerweise eine Aktienhausse stoppt und in eine Baisse mündet. Ist diesmal alles anders?

## MARTIN JETZER

Dr. Martin Jetzer ist seit 2010 Chief Investment Officer (CIO) beim Vermögenverwalter Bellecapital. Zuvor war er 25 Jahre lang Chefökonom der HSBC Guyerzeller Bank und als deren CIO zugleich verantwortlich für die Anlagestrategie sowie nach der Integration viele Jahre Mitglied der Geschäftsleitung der HSBC Private Bank.

**Jetzer:** Die Korrelation zwischen Konjunktur und Börsenentwicklung ist ausgesprochen schwach. Anleger haben am allerliebsten Stabilität und Transparenz. Sie haben lieber ein gut prognostizierbares geringes, aber stabiles Wachstum als starkes Wachstum verbunden mit Unsicherheit durch starke Schwankungen. Ersteres gab es in den letzten zwei Jahren – und das bleibt so. Viele Risiken wurden nach und nach stark reduziert oder gebannt – die Staatsschuldenkrise, die fiskalische Klippe in den USA und die maroden Banken. Deswegen sind die Aktienbewertungen gestiegen. Sie sind aber noch nicht übersteuert.

Es gibt normalerweise einen starken Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Börsen und der Unternehmensgewinne – und Letztere sind in den USA auf einem sehr hohen Niveau.

**Zulauf:** Die Gewinne in den USA sind im letzten Quartal um 10% und über zwölf Monate um 3% gefallen. Ich bin mit Herrn Jetzer in seiner Analyse einig. Die Bewertungen werden zudem weiter steigen, weil Anleger anhaltend Mittel in Aktien umschichten. Wenn die Unternehmensgewinne jedoch deutlich kippen, wird es gefährlich.

**Jetzer:** In dem Zusammenhang gibt es eine Art Naturgesetz: Es gab noch nie eine Rezession in den USA, der nicht ein starker Kurseinbruch vorausging. Seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs zählen wir 11 Rezessionen in den USA, die alle durch einen Börsensturz eingeleitet worden sind. Da ich vor einer Rezession in den USA in den nächsten sechs bis zwölf Monaten keine allzu grosse Angst habe, glaube ich nicht an einen grösseren Börseneinbruch.

**Wellershoff:** Herr Bernard hat richtigerweise gesagt, dass die Aktienmärkte nicht absolut, aber relativ attraktiv sind. Vor diesem Hintergrund gibt es natürlich noch andere Szenarien, in denen es dem Aktienmarkt nicht ganz so gut gehen könnte. Bei einem anhaltenden Wachstum in den USA und Europa könnten wir in eine Phase kommen, in der das Wachstum über dem Trend liegt und die derzeit mangelnde Kapazitätsauslastung der Wirtschaft nachlässt. Wenn dann die Inflationsraten ganz langsam anziehen und allmählich die Kapitalmarktzinsen wieder steigen, gibt

es plötzlich eine interessante Alternative zu Aktien. Ich möchte keinen Crash voraussagen, aber was den Märkten in Form fallender Zinsen Rückenwind gegeben hat, könnte im nächsten halben Jahr als Gegenwind bremsen.

**Bernard:** Wir sind uns alle einig, dass die globale Wirtschaft harzt. Sie benötigt seit 2008 eine massive Stimulierung der Zentralbanken. Diese schauen auf die 1930er Jahre zurück und wollen auf keinen Fall eine Wiederholung. Die Gefahr könnte aber auch aus einer anderen Ecke kommen. Nämlich von der Finanzstabilität; das heisst Übertreibungen an den Märkten. Man beobachtet, dass Gläubiger bei Neuemissionen immer mehr Zugeständnisse gewähren müssen. Es gibt eine Phase, in der die Investoren sich keine Gedanken mehr über Risiken machen und erwarten, dass es immer so weitergeht. Manche Immobilienmärkte sind bereits überbewertet – sie können aber sehr lange überbewertet bleiben. In der Vergangenheit hat

«Deutschland hat in den vergangenen 18 Monaten gesündigt. Auf das Land wurde Druck ausgeübt, weniger gut zu sein.»

**Christophe Bernard**  
Bank Vontobel

aber keine Zentralbank die geldpolitischen Zügel gestrafft, weil es die Gefahr einer Blase am Aktienmarkt gab.

**Zulauf:** Das machen die Notenbanker auch diesmal nicht.

**Bernard:** Sicher nicht. Das zeigt auch die Kommunikation von Fed-Präsidentin Janet Yellen. Sie hat in ihrer ersten Rede gesagt, vom Zeitpunkt des Beginns des Tapering bis zur Erhöhung der Zinsen könnten sechs Monate vergehen. Im Mai und Juni letzten Jahres konnte man sehen, dass die Fed von der Reaktion der Märkte geschockt wurde, nachdem Bernanke das Tapering angekündigt hatte. Und das hatte auch einen Einfluss auf den Häusermarkt, der in den USA das Momentum verloren hat.

**Zulauf:** Es waren der temporäre Zinsanstieg und der Anstieg der Hypothekenzinssätze. Dieser Anstieg hat das ganze Momentum rausgenommen und

die strukturellen Probleme einmal mehr wieder offengelegt.

Sehen Sie einen selbsttragenden Konjunkturaufschwung in nächster Zeit?

**Wellershoff:** Wir sind mitten drin. Wir haben seit einem Jahr steigende Wachstumsraten. Es gibt Risiken, die sicherlich in China sowie auch in Japan liegen. Dort könnte noch einiges im Finanzsektor schiefgehen. Es ist beispielsweise kaum vorstellbar, dass die Japaner höhere Zinsen in ihrem Finanzsystem vertragen können.

Könnte denn das bedeuten, dass man wieder eine Phase von überproportionalem Wachstum erreichen?

**Wellershoff:** Wir sind drauf und dran.

**Zulauf:** Also ein Wachstum über dem Potenzial sehe ich nicht, und global ist auch kein selbsttragender Aufschwung feststellbar. Wir haben in diesem Zyklus die grösste je verabreichte Stimulanz der Notenbanken und Fiskalbehörden gesehen und den schwächsten Aufschwung. Die Konsensmeinung zum Wachstum in den USA war zu Jahresbeginn 3%. Im ersten Quartal ist das Bruttoinlandsprodukt dann um 2,9% geschrumpft. Wenn die USA Glück haben, erreichen sie noch 2%. Ich sehe keinen kräftigen Aufschwung, der zu normalen Wachstumsraten führt. Entsprechend sehe ich kaum Risiken für Aktien von monetärer Seite. Eine Gefahr ist jedoch, dass die Märkte spekulativ etwas überreizt sind. Es kann temporäre Einbrüche von bis zu 10% geben.

**Jetzer:** Ich teile die Ansicht, dass sich die Konjunktur enttäuschend langsam entwickelt. Dennoch bin ich der Meinung, dass wir vor allem in den USA an einem Wendepunkt sind. Die konjunkturelle Arbeitslosigkeit liegt dort bei 4,3%. Das ist genau die Schwelle, an der typischerweise die Löhne zu steigen beginnen. Der Arbeitsmarkt ist viel besser, als man meint. Kein Wunder, sind die Lohnstückkosten im ersten Quartal um über 5% gestiegen, während sich die Inflationsrate auf 2,1% erhöht hat und jetzt genau dort liegt, wo die Fed die Teuerungsrate haben will.

**Zulauf:** Das ist allerdings schlecht für die Börse.

**Jetzer:** Ja, aber ich frage mich, wo wir im Konjunkturzyklus sind. In den USA

# absolut, aber relativ attraktiv»

Notenbanken, die Entwicklung der Konjunktur sowie die Chancen und Risiken der verschiedenen Anlageklassen



Felix Zulauf

BILDER KARIN HOFER / NZZ

sicher weiter, als man meint, Europa hinkt deutlich hinterher, und China ist sowieso schwer zu beurteilen. Die freien Reserven der Fed betragen 2,6 Bio. \$. Eigentlich würden 80 Mrd. \$ genügen. Der Albtraum für Börsianer ist, dass sich die Konjunktur plötzlich beschleunigt. Ich sage nicht, dass dies passiert, aber als alter Knabe bin ich immer noch monetaristisch geprägt und befürchte, dass die expansive Geldpolitik plötzlich auf die Realwirtschaft überspringt und wir dann in einen Kredit-, Konjunktur- und Teuerungs-Boom gelangen.

*Bei unserer vergangenen Runde haben wir viel über die Staatsschuldenkrise in Europa gesprochen. Heute verlieren Sie kein Wort darüber.*

**Wellershoff:** Das müssen wir auch nicht. Die Lage hat sich erwartungsgemäss beruhigt. Die ganze Panikmache der letzten Jahre ist in Luft aufgegangen. Die Strukturdefizite der Länder der Euro-Zone haben sich im Durchschnitt deutlich verbessert. Wir sind jetzt fast bei der Zielerreichung des Fiskalpakts. Die absoluten Defizite haben sich mehr als halbiert und die Verschuldungsquoten stabilisiert. Die ganze Schuldendynamik sehen wir nicht mehr, und die Finanzmärkte honorieren das. Hätten Sie nach unserem letzten Gespräch italienische Staatsanleihen gekauft, hätten sie 15% Rendite erzielt.

*Stört es Sie nicht, dass die Beruhigung eher durch Mario Draghi und die Massnahmen der EZB kam als durch die Reformen der einzelnen Länder?*

**Wellershoff:** Das ist die Geschichte, die sich Marktteilnehmer einreden, weil sie nicht wahrhaben wollen, dass sie mit ihrer Einschätzung falsch lagen. Es gibt zwar viel berechtigte Kritik, und der Euro ist eine Fehlkonstruktion, nur das ist alles für die Anleger irreführend, die heute bedauern, dass sie nicht in Anleihen der Peripherieländer investiert haben. Die Regierungen haben viel gemacht und können noch viel machen. **Bernard:** In Sachen selbsttragenden Aufschwung muss man zwischen den USA und Europa differenzieren. Wenn alles gutgeht, gibt es maximal 1,5% Wachstum in der Euro-Zone. Hier hat sich die Lage deutlich verbessert, die EZB hat sehr gute Arbeit geleistet. Der

politische Wille, die Euro-Zone zusammenzuhalten, hat über die Märkte gesiegt. In den USA wird hingegen stimuliert und stimuliert, obwohl wir ein Wirtschaftswachstum von 3% erwarten. Irgendwann werden die Leute gierig. **Zulauf:** Dabei vergessen Sie aber das erste Quartal mit -2,9%.

**Bernard:** Davon würde ich einmal absehen. Bis 2016 können die USA um 3% wachsen. Das Lohnwachstum beträgt 2,4%, man sieht tatsächlich gewisse angespannte Bereiche am Arbeitsmarkt. Die Fed wird frühestens ab 3% bis 3,5% Inflation reagieren, also viel zu spät. Dann droht erneute Instabilität.

**Jetzer:** Notenbanken reagieren meist viel zu spät; sie halten zu lange an einer

«Wir investieren im Wesentlichen noch in zwei Anlageklassen: Aktien und Cash. Die Welt ist so schön einfach geworden.»

Martin Jetzer  
Bellevue Capital

zu expansiven Geldpolitik fest. Die Federal Reserve stimuliert die Wirtschaft viel zu stark. Ich fürchte, das endet nicht gut. Die EZB hat hingegen zu lange gewartet, um die Wirtschaft weiter anzukurbeln; das war aber vermutlich dem schwierigen politischen Umfeld in Europa geschuldet.

*Welche Länder in der Euro-Zone haben sich verbessert und welche nicht?*

**Jetzer:** Irland und Spanien haben viele Sanierungsmassnahmen und Strukturveränderungen angepackt und stehen inzwischen recht gut da. Italien hat dagegen fast nichts gemacht.

**Zulauf:** Ausser in den beiden genannten Ländern hat sich wenig verbessert. Der Maastricht-Vertrag hat als Grenze für die Staatsverschuldung 60% des BIP gesetzt, jetzt sind wir in der Euro-Zone im Durchschnitt schon bei 95% – Tendenz steigend. Bei Spanien betrug die Verschuldung vor einigen Jahren 40%, jetzt sind es auch 95%. Italien ist bei 140%. Man hat mit Geld die Probleme zugeschüttet. Aber dadurch sind die Probleme nicht gelöst, sondern sie kommen wieder. Wenn Sie eine Fehlkonstruktion

wie den Euro haben, ist der Stress in diesem System langfristig programmiert. Derzeit ist die Entwicklung zudem anders als erwartet. Man dachte, es komme zur Angleichung, indem Deutschland inflationiert und die anderen deflationieren. Es kam aber anders, Deutschland hat ein Zahlungsbilanzdefizit. Die deutschen Anleger schicken ihr Geld nämlich ins Ausland, weil es dort im Moment höhere Renditen gibt. Deutschland wird durch die Zahlungsbilanz monetär deflationiert.

**Wellershoff:** Aber es ist doch genau anders herum. Deutschland hat eine höhere Inflationsrate als Spanien.

**Zulauf:** Richtig, aber monetär wird Deutschland derzeit deflationiert, und die Peripherieländer werden inflationiert, deshalb geht es ja der Peripherie marginal wieder besser. Sobald die Kapitalflüsse in die Peripherieländer nachlassen, sind die alten Probleme wieder da, nur viel grösser als vorher. Wir halten das System einigermaßen über Wasser mit dauerhaft grossen Staatsdefiziten, wodurch die Verschuldung weiter wächst. Dieser Trend ist ungebrochen.

**Wellershoff:** Sie ignorieren sämtliche politischen Entwicklungen der letzten Quartale. Ich habe wahrgenommen, dass die Deflation in der Peripherie stattgefunden hat. Die Lohnstückkosten sind deutlich gefallen, in Deutschland steigen sie dagegen. Die Angleichung ging mit einer Geschwindigkeit, wie man sie kaum je gesehen hat.

**Bernard:** Deutschland hat in den letzten 18 Monaten gesündigt. Auf das Land wurde Druck ausgeübt, weniger gut zu sein. Dadurch haben sich die Ungleichgewichte reduziert. Deutschland musste den chronischen Leistungsbilanzüberschuss ein wenig abbauen.

**Wellershoff:** Sie haben recht mit Deutschland, ignorieren aber, dass in den Peripherieländern auch viel passiert ist. Vieles in der Euro-Zone läuft nicht gut, aber für Anleger war es in den letzten zwölf Monaten ein Fehler, einen Bogen um Europa zu machen. Und das wird vermutlich auch in den kommenden zwölf Monaten ein Fehler sein.

*Gibt es eine Amerikanisierung Europas hinsichtlich der Politik der Notenbanken und dem Hang zu mehr Verschuldung?*

**Wellershoff:** Derzeit wird oft beklagt, dass in Europa zu wenig Kredite vergeben werden. Der europäische Bankensektor ist noch nicht so gesund, wie er sein sollte. Unter den Banken gibt es echte Problemkinder. Die Amerikaner haben die Banken viel schneller saniert. In Europa gibt es bei den Krediten ein Angebotsproblem, aber auch ein Nachfrageproblem. Bei 1% Wachstum müssen Firmen und Private nicht enorm viel Kredite nachfragen. Die Unternehmensgewinne sind zudem sehr hoch, das spricht ebenfalls nicht dafür, dass man sehr viel Geld nachfragen muss.

**Zulauf:** Die Amerikaner haben die Banken in der Krise sehr schnell saniert und mussten dafür 800 Mrd. \$ aufwenden. Die Europäer haben das auf die lange Bank geschoben, haben nur die Hälfte des Eigenkapitals der Amerikaner und glauben, sie könnten dies mit 60 Mrd. € lösen. Das ist natürlich ein Bremsfaktor für die gesamte Kreditvergabe. Banken müssen sich jetzt das Kapital mühsam beschaffen, siehe Deutsche Bank. Wir werden noch viel mehr Kapitalerhöhungen erleben in den kommenden Quartalen.

*Herr Wellershoff hat bei unserem letzten Treffen italienische Staatsanleihen empfohlen, das war ein guter Tipp.*

**Wellershoff:** Wir glauben, dass das jetzt kein guter Tipp mehr ist. Die damalige Irrationalität der Märkte hat sich inzwischen verflüchtigt, und entsprechend sind die hohen Risikoaufschläge gesunken. Zinsprodukte sind auf breiter Front unattraktiv. Das Unangenehme für die anderen Anlageklassen ist, dass diese bei niedrigen Zinsen auch keinen guten Ertrag bringen. Angesichts der derzeit hohen Kurs-Gewinn-Verhältnisse in den USA und der Schweiz sind für die nächsten Jahre keine grossen Renditen zu erwarten – und ab und zu wird es einen ordentlichen Dämpfer geben.

**Zulauf:** Wenn sich die Welt tatsächlich erholt, werden sich auch die Zinsen normalisieren. Geschieht das nicht – und ich neige dazu –, bleiben die Zinsen sehr tief. Bei Bonds kann eine Tagesschwankung einen Jahrescoupon ausmachen. Sie haben inzwischen ein zinsloses Risiko, was sie dort einkaufen, im Gegensatz zum früheren risikolosen Zins. Trotzdem haben Anleihen seit Jahresanfang besser rentiert als Aktien.

**Bernard:** Wir sind nicht weit von dem Punkt entfernt, an dem Vertrauen in die Wirtschaft zurückkehrt. Die Entwicklung in den USA ist schon erstaunlich autonom, die innere Kraft ist beeindruckend. Was noch fehlt, sind die Investitionen. Die Entschuldung ist vorangekommen, und es gibt Fusionen und Übernahmen. Dennoch würden die amerikanischen Aktienbarometer bei einer Liquiditätsverknappung wahrscheinlich keine Kursgewinne erzielen, sondern wie die Aktienindizes in England erst einmal stagnieren. Der Dollar müsste allerdings deutlich steigen. Diese Währung ist schon ein Kernpunkt in der Konstruktion eines Portfolios.

*Analytiker erwarten schon seit einem Jahr, dass der Dollar an Stärke gewinnt. Das ist aber bisher nicht passiert.*

**Wellershoff:** Empirisch gesehen hat die Dollarstärke mit Wachstumsraten absolut nichts zu tun.

**Jetzer:** Die Währungen werden weiter von den Notenbanken stark politisch getrieben. Die Fed weitet die Bilanz aus, während die EZB die Bilanz in den letzten Jahren geschrumpft hat.

**Bernard:** Die Fed hat ihre Bilanz seit Ausbruch der Krise verfünffacht, die

EZB ihre nur verdoppelt. Das hat den Dollar geschwächt und der US-Wirtschaft geholfen. Die Zinsspanne zwischen Dollar und Euro bzw. den USA und Deutschland wird sich in den kommenden sechs bis neun Monaten deutlich erhöhen.

**Wellershoff:** Im Hinblick auf Währungsentwicklungen beziehen sich Theorie und Empirie nicht auf Wachstumsraten der Geldmengen, sondern auf die absoluten Zahlen, weil diese das Preisniveau bestimmen. Das spricht für eine Abschwächung des Dollars in den kommenden Jahren. Eine kurzfristige Prognose der Währungsentwicklung ist allerdings sowieso Kaffeesatzleserei.

*Was heisst das für den Anleger?*

**Jetzer:** Wir investieren im Wesentlichen nur noch in zwei Anlageklassen, Aktien und Cash. Das ist ja das Schöne an dieser Welt, sie ist so einfach geworden. Diese beiden Klassen kombinieren wir je nach Risikoprofil – keine Schwellenländer, keine Rohstoffe, keine Anleihen. Die Festverzinslichen sind allesamt zu teuer geworden.

**Wellershoff:** Wir sind dezidiert nicht der Auffassung, dass man nur Aktien und Cash im Portfolio haben sollte. Wir wissen ziemlich sicher, dass ein diversifiziertes Portfolio bessere Risiko-Ertrags-Eigenschaften hat als ein nicht diversifi-

«Die Lage in der Euro-Zone hat sich erwartungsgemäss beruhigt, und die frühere Panikmache hat sich in Luft aufgelöst.»

Klaus Wellershoff  
Wellershoff & Partner

ziertes. Es gibt durchaus interessante Anlageobjekte, vielleicht nicht unbedingt für jeden Privatanleger. Ein Beispiel sind inflationsgeschützte Anleihen, weil die Inflationserwartungen derzeit möglicherweise zu tief sind. In einer Welt, in der die Zinsen nicht mehr fallen und somit die Kurse nicht mehr steigen, sind auch Anlageklassen ohne laufenden Ertrag wieder interessant, also beispielsweise Rohstoffe. Das gilt zumindest dann, wenn man von einer Konjunkturerholung ausgeht.

**Bernard:** Wir bauen bei Festverzinslichen graduell ab. Hochzinsanleihen werfen auch kaum noch attraktive Renditen ab. Viele Währungen von Schwellenländern haben korrigiert und bieten nun eine attraktive Rendite, zumindest im Vergleich zu festverzinslichen Alternativen.

**Jetzer:** Ich muss noch einmal ein Plädoyer für Cash abgeben. Barmittel haben einen ungerechtfertigt schlechten Ruf. Cash hat bei Zinsen nahe null und zeitweiser Deflation nicht an Kaufkraft verloren. Einen solchen Werterhalt von Geld gab es in den letzten 50 Jahren nie.

*Eine leichte Frage zum Abschluss. Wo stehen die Aktienmärkte am Jahresende – höher oder tiefer?*

**Jetzer:** Sie werden höher liegen.

**Zulauf:** Ich weiss das nicht. Im Herbst vermutlich tiefer, da es Korrekturen geben wird, danach sehe ich die Kurse ins nächste Jahr nochmals höher.

**Bernard:** Ich erwarte ebenfalls höhere Notierungen bis zum Herbst. Auf 18-Monate-Sicht ist es allerdings es schwer, sich grosse Zugewinne vorzustellen.

**Wellershoff:** Mögliches ist vieles, aber eine Punktprognose ist unmöglich.

*Diskussionsleitung: Anne-Barbara Luft und Michael Rasch*

## CHRISTOPHE BERNARD

ra. · Seit Februar 2012 arbeitet Christophe Bernard als Chefstrategie und Vorsitzender des Anlageausschusses für die Bank Vontobel. Zuvor war er von 2005 bis 2012 der CIO von Union Bancaire Privée und von 1991 bis 2005 in verschiedenen Funktionen bei Deutsche Asset Management, u. a. als CIO für Deutschland und Europa.

## FELIX ZULAUF

ra. · Felix Zulauf ist Besitzer der 1990 von ihm gegründeten Zulauf Asset Management. Er lancierte in den 1990er Jahren mehrere Hedge-Funds und ist inzwischen als globaler Finanzberater tätig. Jüngst gründete er u. a. mit seinem Sohn mit Vicenda Asset Management erneut einen Hedge-Fund. Zulauf startete die Karriere 1971 beim Bankverein