

«Die Inflation könnte sich auf einem höheren Niveau einpendeln»

Die vier Anlageexpertinnen und Vermögensverwalter am NZZ-Roundtable sind sich im Gespräch mit Michael Ferber und Patrick Herger über die weitere Entwicklung der Teuerung nicht ganz einig. Welche Anlagen sie empfehlen – und was sie von Kryptowährungen halten

Das Thema Inflation ist momentan in aller Munde. In den USA ist sie auf 5%, in Deutschland auf 2,4% gestiegen. Müssen wir uns auf dauerhaft höhere Teuerungsraten einstellen, Frau Laud?

Sonja Laud: Diese Zahlen hören sich zunächst einmal erschreckend an. Für Deutschland ist das ja fast ein Rekord. Wir gehen aber davon aus, dass das nicht nachhaltig sein wird. So sind beispielsweise die Preise für Gebrauchtwagen oder Hotelzimmerpreise stark gestiegen – also Preise, die während der Pandemie extrem gelitten haben. Nun normalisieren sie sich, was einen Teil der höheren Inflation erklärt. Wir erwarten, dass sich diese Preissteigerungen bis 2022 wieder normalisieren.

Herr Stöferle, glauben Sie auch, dass das Phänomen Inflation nur ein vorübergehendes ist?

Ronald-Peter Stöferle: Wenn wir das etwas längerfristig betrachten, glaube ich, dass dieses Pendel von überwiegend starken deflationären Kräften langsam in Richtung von inflationären Kräften gewandert ist. Auch wir sehen temporäre Faktoren und dass es jetzt einen initialen Konsumrausch gibt. Die Inflation könnte sich aber auf einem höheren Niveau einpendeln. Die Fünf-Jahres-Inflationserwartungen sind auf einem Höchststand. So spielt nach der Geldpolitik nun die Fiskalpolitik eine immer dominanter Rolle. «Big government is back», der Staat fühlt sich als Manager des Konjunkturzyklus recht wohl. Mit Blick auf die USA, wo ein Stimuluspaket nach dem anderen geschnürt wird, erwarte ich auch nicht, dass er diese Rolle so schnell wieder aufgeben wird. Der zweite Faktor ist, dass die Demografie sich jetzt längerfristig in Richtung Inflation einpendelt. Wir haben strukturell einen schwachen Dollar, und wir sehen eine Art kalten Krieg 2.0, der sich da zwischen den USA und China anbahnt. Das jüngste G-7-Treffen war ein ganz guter Beweis dafür. Zudem dürfte die ansteigende Umlaufgeschwindigkeit des Geldes dazu führen, dass sich die Inflationsraten auf einem höheren Niveau einpendeln werden. Genau das ist es ja auch, was die Notenbanken wollen. Die Federal Reserve ist im August vergangenen Jahres auf ein neues Inflationsziel umgeschwenkt, dies hat die Akzeptanz von Inflation verändert.

Wie sehen Sie das, Frau Hilb und Herr Härter?

Caroline Hilb: Ich glaube, dass die aktuelle inflationäre Entwicklung temporär ist, weil die Angebotsseite momentan noch beeinträchtigt ist. Wenn die Unternehmen wieder auf dem Niveau produzieren wie vor der Krise, wenn der Transport wieder einwandfrei funktioniert, wenn sich die Rohstoffknappheit legt, werden sich die Inflationsraten einpendeln. Das Angebot wird noch einen Nachholeffekt zeigen. Ich erwarte, dass sich die Inflation auf einem höheren

Niveau einpendelt – hoffentlich auch! Wir kommen aus einer Zeit mit extrem tiefen Inflationsraten und deflationären Tendenzen.

Thomas Härter: Als Folge der zerstörten Produktionsketten und der Lieferprobleme kommt es derzeit in manchen Bereichen zu Preisanstiegen. Diese Flaschenhalsinflation wird aber kein Problem sein. Was hingegen dafür spricht, dass die höheren Inflationsraten kein vorübergehendes Phänomen sind, ist die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Diese ist seit der Finanzkrise rückläufig und ist jüngst wegen der Lockdowns kollabiert. Ich glaube nicht, dass die Umlaufgeschwindigkeit von dem Punkt aus noch wesentlich weiter sinken kann, wenn jetzt die Wirtschaft geöffnet wird. Wir brauchen also nur eine konstante Umlaufgeschwindigkeit, damit die immer noch konstant hohe Geldschöpfung sich inflationär auswirkt. Das Zweite, was noch fehlt, ist eine Lohn-Preis-Spirale, die in Gang gesetzt wird. Es braucht dazu eine gewisse Lohnverhandlungsmacht von Arbeitnehmern und Gewerkschaften. Dazu sind eine halbwegs tiefe Arbeitslosenquote und eine positive Sicht nötig, damit die Leute nicht Angst haben, bei zu aggressiven Lohnerhöhungen ihre Stellen zu verlieren. Da kommen wir auch hin. Dazu spricht ein weiterer Punkt für höhere Inflationsraten, und das ist der «Verteilungskampf» zwischen Schuldnern und Gläubigern. Dabei ist der Hauptschuldner der Staat, und er hat mehr Durchsetzungskraft und ist besser organisiert als die Gläubiger.

Laud: Die Frage, die wir noch nicht richtig beantwortet haben, ist: Wird die Inflation kontrollierbar sein, oder kommt es zu einem unkontrollierten Preisanstieg? Das ist für mich die Kernfrage. Von Politikern und Zentralbanken ist ein höheres Inflationsniveau erwünscht, das mit einer deutlich grösseren Wirtschaftsdynamik einhergeht. Dies wiederum erlaubt, in der Folge das Zinsniveau zu normalisieren. Doch was bedeutet eine Normalisierung? Und was ist ein Inflationsniveau, das damit einhergeht? Es wird spannend zu sehen sein, wie die Federal Reserve ihr neues Inflationsziel in der Praxis umsetzen wird – insbesondere die Kommunikation. Wo ist dann der Punkt, ab dem sich Investoren anders positionieren? Das wird das Thema für die nächsten zehn Jahre sein. Der Pfad der Normalisierung ist zunächst einmal mit extremer Unsicherheit belastet.

Können die Zinsen angesichts der rekordhohen weltweiten Verschuldung überhaupt steigen? Viele Schuldner würden kollabieren...

Hilb: Ich bin überzeugt, dass die Notenbanken in einem Umfeld mit steigender Inflation die Zinsen erhöhen werden. Sie haben hierfür den Spielraum. Bei der Zurücknahme der quantitativen Massnahmen ist dieser hingegen um einiges kleiner. Dies zeigt sich an



Die Inflation der Vermögenspreise zeigt sich auch bei Luxusartikeln. Shopper vor dem Laden des Modeunternehmens Dolce & Gabbana in...

«Ich glaube, dass das «Spiel» der ultraexpansiven Geldpolitik noch weitergehen wird. Das kann weitere zehn, zwanzig Jahre der Fall sein.»

Thomas Härter

Thomas Härter



Thomas Härter ist seit 2016 Anlagechef bei der Vermögensverwaltung Aquila. Zuvor war er Chief Investment Officer bei Wellershoff & Partner sowie Chef-Anlagestrategie bei Swisscanto Asset Management. Härter hat in Freiburg im Breisgau Volkswirtschaftslehre studiert.

den Diskussionen über das mögliche Tapering der Federal Reserve, also die Rückführung von Anleihekäufen. Der Finanzmarkt muss ein neues Gleichgewicht finden.

Stöferle: Allein die Tatsache, dass der ganze Eiertanz um das Tapering bereits jetzt begonnen hat, zeigt doch, wie abhängig man von diesen geldpolitischen Massnahmen ist. In einem gesunden System würde es solche Diskussionen gar nicht geben. Und jetzt muss man noch viel, viel vorsichtiger vorgehen als zuletzt. Ein zweiter Punkt: Wir stellen uns immer die Frage, ob die Inflation kommen und wie hoch sie sein wird. Die Finanzmärkte preisen aber bereits Inflation ein. Wenn ich mir die Preissteigerungen im Rohstoffbereich, bei Immobilien oder am Kunstmarkt anschau, dann sehe ich schon einen gewissen Vertrauensverlust der Marktteilnehmer. In viele Bereiche fliesst einfach Kapital hinein, weil keine wirklichen Alternativen vorhanden sind. Als die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihen im Februar stieg, wurde die Nervosität schnell gross und der Ruf nach einer Zinskurvenkontrolle laut. Ich könnte mir gut vorstellen, dass eine solche implementiert wird, wenn die Rendite die Schwelle von 2% erreicht. Wir müssen uns darauf einstellen – und das tun die Märkte bereits –, dass es in den kommenden Jahren keine positiven Realzinsen – also positive Renditen nach Abzug der Inflation – geben wird. Aufgrund der erreichten Schulden-niveaus wird das einfach nicht zugelassen. Die Wahrscheinlichkeit einer Zinswende ist geringer denn je.

Härter: In den Zentralbankenausschüssen sitzen ja Vertreter, die sich stark für hohe Kurse am Aktienmarkt einsetzen. Würde der S&P 500 um 20% fallen, würden sie ihren Einfluss geltend machen. Zudem ist davon auszugehen, dass die anderen Zentralbanken nachziehen müssen, wenn eine von ihnen geldpolitisch Vollgas gibt. Von daher glaube ich, dass das derzeitige «Spiel» der ultraexpansiven Geldpolitik noch

«Mir kommt es vor, als wären die Zentralbanken mittlerweile eher Greenpeace-Aktivisten oder Sozialarbeiter. Und das ist nicht ihr Mandat.»

Ronald-Peter Stöferle

Ronald-Peter Stöferle



Ronald-Peter Stöferle ist Managing Partner und Fondsmanager beim Vermögensverwalter Incrementum. Zuvor war er bei der Erste Group tätig, wo er 2007 zum ersten Mal den bekannten «In Gold We Trust»-Report publizierte. Er hat Betriebswirtschaft und Finance in den USA und in Wien studiert.

Neue Zürcher Zeitung



New York.

BRENDAN MCDERMID / REUTERS

weitergehen wird. Das kann weitere zehn, zwanzig Jahre der Fall sein. Irgendwann wird es ein Ende haben – aber wann, das lässt sich nicht prognostizieren. Es ist aber davon auszugehen, dass die Aktienmärkte in absehbarer Zukunft real betrachtet nicht mehr allzu viel hinzugewinnen werden. Nominal schon, aber nach Abzug der Inflation eben nicht mehr.

Mit welcher Entwicklung der Aktienmärkte rechnen Sie, Frau Laud?

Laud: Die Aktienmärkte haben jüngst auf die fiskalpolitischen Massnahmen der Regierung reagiert und korrekt vorhergesagt, dass dies zu einer zyklischen Erholung führen wird. Nun ist die Frage, wie es weitergeht. Wir fokussieren uns dabei stark auf die Gewinnsituation der Unternehmen, und auch diese ist eigentlich wie erwartet. In einer zyklischen Erholung sind Aktien die beste Anlageklasse, weil sie das reflektieren, was wirtschaftlich gerade passiert. Ich glaube aber nicht, dass wir noch ein sehr starkes Erholungspotenzial haben. Der S&P 500 hat von hier aus nicht mehr allzu viel Aufholpotenzial, europäische Aktienindizes auch nicht. Dies liegt einfach daran, dass die Märkte schon sehr viel vorweggenommen haben. Trotzdem gibt es durchaus noch Opportunitäten. So wird sich das Thema Nachhaltigkeit und Klimawandel auch an den Finanzmärkten widerspiegeln. Es geht darum, Nischen zu finden, die besonders stark von dieser Thematik profitieren.

Früher ging man davon aus, dass ein Privatanleger mit einem Portfolio mit 60% Aktien und 40% Obligationen gut aufgestellt ist. Mit Letzteren ist es aber im derzeitigen Umfeld schwierig, überhaupt eine Rendite zu erzielen. Haben Bonds noch einen Platz im Portfolio?

Hilb: Obligationen haben nicht ausgedient. Sie sind nicht der Performance-Treiber im Portfolio, aber der stabilisierende Teil. In den vergangenen 12 bis 24 Monaten haben Obligationen das ge-

«Die Preise für Gebrauchtwagen oder Hotelzimmer sind stark gestiegen – also Preise, die während der Pandemie extrem gelitten haben.»

Sonja Laud

Sonja Laud



Sonja Laud ist Anlagechefin bei Legal & General Investment Management (LGIM). Zuvor arbeitete sie als Aktienchefin bei Fidelity International, weitere berufliche Stationen absolvierte sie bei Barings, Schroders und DWS. Sie hält einen Global Executive MBA bei TRIUM (LSE, NYU Stern, HEC) und hat an der ESCP Europe studiert.

liefert, was man von ihnen erwartet – wenn man einmal vom Höhepunkt der Corona-Krise absieht. Sonst haben sie die Portfolios gut stabilisiert. Ob 40% die richtige Grösse sind, hängt auch von der Risikoneigung jedes einzelnen Investors ab.

Sehen Sie das ähnlich, Herr Stöferle?

Stöferle: Ich denke schon, dass die negative Korrelation zwischen Bonds und Aktien in einem Umfeld, in dem sich höhere Inflationsraten verankern, infrage gestellt wird. Historisch gesehen entwickeln sich die beiden Anlageklassen ohnehin ähnlicher, als vielfach gedacht wird. Wir sind bei Obligationen sehr zurückhaltend, das Chance-Risiko-Profil ist unattraktiv. Der Bullenmarkt bei Obligationen, der 1980 begonnen hat, dürfte sich seinem Ende nähern, und einläuten dürfte dieses die Inflation. Wenn sich der private Sektor zunehmend bei Bondkäufen zurückhält, stellt sich schnell die Frage, wer die vielen Obligationen erwerben soll. Dann bleiben nur noch institutionelle Anleger übrig, die dies aufgrund von Regulierungen tun müssen – und vor allem die Notenbanken.

Der Bitcoin ist zurzeit in aller Munde. Sind Kryptowährungen wirklich eine Möglichkeit für Privatanleger, zu diversifizieren?

Laud: Bei der Suche nach Alternativen zu Bonds kommt auch die Frage nach Kryptowährungen. Unsere Kunden sind vor allem institutionelle Investoren, da ist dies weniger der Fall, weil der Bereich nicht als grosse investierbare Anlageklasse wahrgenommen wird.

Stöferle: Ich halte es beispielsweise für durchaus möglich, dass der Bitcoin in fünf Jahren deutlich im sechsstelligen Bereich notiert. Allerdings kann es auch sein, dass der Bitcoin dann de facto wertlos ist. Diese Volatilität muss man sich nicht als Feind vorstellen, sie kann auch ein Freund sein. Allerdings muss man seine Allokation auf diese Volatilität abstimmen. Die hinter dem Bitcoin steckende Technologie jedenfalls wird die Finanzwelt revolutionieren. Deswegen werden zwar einzelne Kryptowährungen verschwinden, nicht aber das Phänomen. Grundsätzlich glaube ich, dass die Anlageklasse Kryptos erwachsen geworden ist. Als wir beispielsweise im Jahr 2017 bei den liechtensteinischen Regulierungsbehörden vorgesprochen haben, um einen Krypto-Fonds zu lancieren, wurden wir nicht ernst genommen. Mittlerweile gibt es die regulatorischen Rahmenbedingungen, es gibt Futures-Märkte, und es gibt liquide Optionsmärkte.

Mittlerweile raten sogar namhafte Vermögensverwalter dazu, etwa 1% des Portfolios für Kryptowährungen zu reservieren. Ist das eine sinnvolle Empfehlung?

Härter: Die Erträge mit Kryptowährungen waren in den letzten Jahren phänomenal, die Risiken allerdings ebenfalls. Werden diese beiden Fakten in Allokationsmodelle eingespeist, kommt in der Tat heraus, dass Anleger einen kleinen Teil ihres Portfolios, maximal ein paar Prozent, für Kryptowährungen reservieren sollten. Allerdings gibt es momentan ein Überangebot an Kryptowährungen. Was man aber bei diesem Thema auf keinen Fall vernachlässigen darf, sind die Zentralbanken. Eine Inflationsbesteuerung, das Weginflationieren von Staatsschulden, wäre nicht mehr möglich, wenn Kryptos als Transaktionsmittel sehr erfolgreich würden. Insofern sind Kryptowährungen ein Angriff auf die Allmachtsphantasien der Zentralbanken. Ich glaube daher, dass irgendwann eine Schlacht stattfinden wird, in der die Zentralbanken gegen die Kryptowährungen um die Vormachtstellung bei Zahlungsmitteln kämpfen, und dass die Zentralbanken diesen Kampf gewinnen werden. Leider.

Dieser Kampf wird den Staat Geld kosten. Dazu kommen die Corona-Krise und die fortdauernden Hilfsmassnahmen der Zentralbanken für die Finanzmärkte. Die Modern Monetary Theory sagt allerdings, die Staatsschulden seien kein Problem. Gibt es bei der Staatsverschuldung keine Obergrenze?

Hilb: Es gibt sicher eine Obergrenze. Diese ist aber je nach Land auf einem anderen Niveau. Bei einer Finanzierung

spielt es eine Rolle, welche Finanzkraft ich habe, das ist bei Ländern ähnlich. Es kommt etwa darauf an, ob ein Land eine stabile Gläubigerstruktur hat, ob die Gläubiger im Inland leben und ob es sich in Fremdwährungen verschuldet. Ausserdem spielt die Wirtschaftskraft eine Rolle. Ab einem bestimmten Punkt der Verschuldung geht das Vertrauen verloren. Und dann wird es wirklich kritisch für einen Staat.

Härter: In Japan liegt die Schuldenquote bei über 200% des BIP, und die Frage ist, ob dort wirklich nichts Schlimmes passiert ist durch diese Schulden. Zunächst einmal: Das wissen wir nicht, denn wir können nicht sagen, wie sich Japan entwickelt hätte ohne diesen hohen Schuldenstand und mit einem vernünftigeren Zinsniveau. Das Problem für Staaten, welche hohe Schulden haben, besteht darin, dass sie den Realzins bei null halten müssen. Damit aber werden diese Staaten und weite Teile der Unternehmen zombifiziert. Die Produktivität geht gegen null, und damit geht auch das Wirtschaftswachstum stark zurück. Dies führt dazu, dass die wirtschaftliche Effizienz verloren geht. Das hat auch Auswirkungen auf die Vorsorgesysteme. Wenn Fremdkapitalgeber keine vernünftige Verzinsung mehr erwarten können, liegt es nahe, auf riskantere Anlagen als Bonds auszuweichen, und kurzfristig heizt das dann die Aktienkurse an.

Gerade in hohen Aktienbewertungen sehen manche Experten im Moment ein Problem für die Investoren. Was können denn Privatanleger in diesem Umfeld tun, wie sollten sie sich verhalten?

Härter: Das ist die schwierigste Frage von allen. Kurzfristig ist der Markt sehr weit gelaufen, wir haben schon lange keine Korrektur mehr gesehen. Und alle Stimmungsindikatoren zeigen, dass die Marktakteure mit weiteren Kurssteigerungen rechnen. Anleger können also ruhig auf eine Marktkorrektur warten. Man sollte nicht jeden Zug bestreiten, dann gibt es weniger Unfälle. Im Moment sehen wir Vorteile bei Wandelanleihen, und auch Edelmetalle finden wir gut. Letztere sind anfällig für die Kritik von Warren Buffett, das heisst: In hundert Jahren ist ein Goldbarren immer noch ein Goldbarren, hat aber

«Ich bin überzeugt, dass die Notenbanken in einem Umfeld mit steigender Inflation die Zinsen erhöhen werden. Sie haben hierfür den Spielraum.»

Caroline Hilb

Caroline Hilb



Caroline Hilb Paraskevopoulos ist Leiterin Anlagestrategie und Analyse bei der St. Galler Kantonalbank. Sie hat an der Universität Bern Volkswirtschaft studiert und eine Weiterbildung in Geschichte an der Universität Zürich (Applied History) und in Wirtschaftsrecht an der Universität St. Gallen absolviert.

nichts erwirtschaftet. Wer aufgrund dieses Arguments lieber in Unternehmen investiert, landet bei Goldminenaktien, die auch preislich günstig aussehen. Wir würden dafür allerdings nicht extrem grosse Teile des Portfolios einsetzen, ich denke da an eine Quote von 5 bis 10%. Dasselbe gilt für Silberminenaktien. Hinter dieser Assetwahl steht das nicht ganz so rosige Bild hinsichtlich der Stabilität unseres Wirtschaftssystems. Das ist so lange superstabil, wie die Zentralbanken Vollgas geben und Geld produzieren. Aber damit steigt die Inflationsgefahr. Das System würde aber instabil, wenn es zu einer Normalisierung der Geldpolitik käme. Der Faktor, welcher die Scheinstabilität beenden könnte, ist die Inflation. Deswegen sollten Anleger auch Inflationsschutz einbauen.

Laud: Ja, Aktien sind weit gelaufen, aber wenn man sich das Gesamtbild anschaut, glauben wir, dass sie immer noch die präferierte Anlageklasse sind – einfach aufgrund der Tatsache, dass wir uns in der Mitte eines zyklischen Aufschwungs befinden. Wir sehen, dass sich die Gewinnsituation der Unternehmen deutlich verbessert hat und auf einem steigenden Trend ist. Sollte sich herausstellen, dass die Inflation höher ausfällt als erwartet, würde das Value-Titel begünstigen. Zum Thema Aktienalternativen: Wir sind uns bewusst, dass die Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen sehr eng sind. Bei einer aktiven Auswahl sehen wir aber durchaus noch Opportunitäten, ähnlich wie bei Aktien. Wobei wir den High-Yield-Bereich bevorzugen, weil der im Gegensatz zum Investment-Grade-Bereich noch nicht ganz so teuer scheint. Um von aktuellen Opportunitäten zu profitieren, sehe ich auch bei einzelnen Themeninvestments Vorteile. In der Corona-Krise liegen Chancen, die wir nicht ungenutzt lassen sollten. Das gilt insbesondere für das Thema ESG. (Umwelt, Soziales und Unternehmensführung, die Red.) Klimaschutz wird auch an den Märkten immer wichtiger. Das zeigt sich etwa auch daran, dass bei vielen Zentralbanken Klimaschutz mittlerweile eine Toppriorität ist.

Stöferle: Diesen Aspekt mit den Zentralbanken möchte ich kurz aufgreifen. Es ist richtig, dass sich viele Zentralbanken neue Ziele gegeben haben. Und ich will das gar nicht wertend sagen, aber mir kommt es vor, als wären die Zentralbanken mittlerweile eher Greenpeace-Aktivisten oder Sozialarbeiter. Und das ist, man muss das ganz klar sagen, nicht das Mandat der Zentralbanken. Das wundert mich also schon sehr. Auch wenn es etwa von der EZB-Chefin Christine Lagarde heisst, dass sie in Deutschland die Kanzlerkandidatin der Grünen unterstütze. Gerade als Konsequenz von ESG und diesem ganzen Umweltaktivismus, den wir sehen, sind wir sehr zuversichtlich für Öl. Auf die grossen Erdölgesellschaften wie Exxon Mobil wird massiver Druck ausgeübt, hinsichtlich ESG aktiv zu werden. Die Internationale Energieagentur empfiehlt, keine neuen Förderprojekte zu lancieren, wenn die Klimaziele erreicht werden sollen. All das wird wahrscheinlich zum gewünschten Ziel führen, allerdings mit der unbeabsichtigten Konsequenz, dass der Ölpreis kurz- und mittelfristig signifikant höher notieren wird. Ebenfalls Chancen sehen wir im Bereich Batteriemetalle, etwa Nickel. Auch Kupfer ist interessant, da es von der Elektrifizierung profitiert.

Hilb: Unsere Empfehlung an die Privatanleger ist ganz klar, einen grossen Teil ihres Portfolios in Aktien zu halten, wobei die Allokation für diese Anlageklasse drei Teile umfassen sollte. Einen Drittel sollten Anleger für Qualitätsaktien reservieren, also Marktführer mit einer guten Bilanz. Einen weiteren Drittel sollte man in Dividendentitel anlegen, wobei die Dividendenqualität im Fokus steht und aus dem operativen Geschäft erwirtschaftet sein muss. Das letzte Drittel schliesslich ist für Opportunitäten reserviert, also für Unternehmen, die unter ihrem fairen Wert handeln, etwa Firmen, die von der gegenwärtigen Hausse nicht wie andere profitiert haben und preislich zurückgeblieben sind. Auf Ebene Regionen bevorzugen wir die Schweiz und die USA gegenüber Europa. Der Schweizer und der amerikanische Markt verfügen über ausserordentlich viele führende und innovationsstarke Unternehmen mit ausgezeichneten Wachstums- und Gewinnperspektiven.