

Finanzmarkt-Roundtable der NZZ «Vor dem Crash kommt die Bubble – und die haben wir noch nicht gehabt»

Anne-Barbara Luft und Christof Leisinger

[Neue Zürcher Zeitung](#) | 2016-12-19



(Bild: Stefan Wermuth / Reuters)

Die Anleger mussten im zu Ende gehenden Jahr mit etlichen Überraschungen leben. Beim Finanzmarkt-Roundtable der NZZ diskutieren Jens Ehrhardt (DJE Capital), Christian Gattiker (Julius Bär), Michael Strobaek (Credit Suisse) und Philipp Vorndran (Flossbach von Storch) darüber, was von

2017 zu erwarten ist.

Der Dow-Jones-Index steuert zielstrebig auf die Marke von 20 000 Punkten zu. Wann wird sie geknackt?

Ehrhardt: Diese runden Zahlen sind gefährlich. Immerhin hat der Dow Jones viele Jahre gebraucht, um die 1000-Punkte-Hürde zu nehmen.

Vorndran: Von da an ging es dann aber zügig nach oben.

Ehrhardt: Stimmt, wenn die Dämme einmal brechen, klettert der Index vielleicht schneller nachhaltig über 20 000 Punkte, als wir denken. Wir werden sehen, welche Unwägbarkeiten mit Präsident Trump noch auf uns zukommen. Die Anleger jedenfalls schauen derzeit durch eine rosarote Brille. Niedrigere Steuern, höhere Staatsausgaben sowie Infrastrukturinvestitionen sollen es richten. Fragt sich nur, was Trump in Bezug auf den internationalen Handel plant. Beobachter sagen, Trump wolle mit dem Amt vor allem Geld verdienen. Dann wäre er, wegen seiner Immobilien, stark an niedrigen Zinsen interessiert.



Jens Ehrhardt Nach Abschluss des Studiums der Wirtschaftswissenschaften und der Promotion zum Thema «Kursbestimmungsfaktoren am Aktienmarkt» gründete Jens Ehrhardt 1974 die Vermögensverwaltungsgesellschaft DJE Kapital in München. Bis heute ist er Hauptaktionär und Vorstandsvorsitzender der Gesellschaft. (Bild: Christoph Ruckstuhl / NZZ)

Welche anderen Hindernisse sehen Sie auf dem Weg zur 20 000-Punkte-Marke?

Gattiker: Im Moment steht der Dow Jones knapp darunter. Um von Euphorie zu sprechen, müssten wir Indexstände von 40 000, 60 000 oder 100 000 Punkten im Visier haben. Davon sind die Anleger aber noch weit entfernt. Derzeit werden die Märkte von der Trump-Euphorie getragen. Damit verbunden keimt die Hoffnung auf die Zinswende. Die Renditen für zehnjährige US-Treasuries haben sich seit dem Brexit-Tief fast verdoppelt. Das könnte ironischerweise zu einer Konsolidierung führen, sobald Trump sein Amt antritt. Die Anleger wurden dermassen in ihren «ewigen Deflationsszenarien» erschüttert, dass eine massive Umwälzung stattfindet.

Kommt tatsächlich die Wende vom deflationären zum inflationären Umfeld?

Vorndran: In einem unserer vier Szenarien für 2026 kommen wir auf ein nominales Wachstum von 7%. Das setzt sich zur Hälfte aus Nominalwachstum und im Übrigen aus anziehender Inflation zusammen. Die massiven defizitfinanzierten Staatsausgaben, zusätzlich zu den Aktivitäten der Notenbank, führen zu dieser Entwicklung. Viele Politiker in Europa sehnen das ja herbei. In Madrid, Rom und Paris ist die Austeritätspolitik tot. Dort denkt man, es sei nun Zeit, wieder Geld auszugeben, zusätzliche Schulden zu machen. Donald Trump könnte der «game changer» werden.

Ehrhardt: Es könnte tatsächlich zu einer Wende kommen. Bisher hat man sich auf der monetären Seite bemüht. Das hat eigentlich zu nichts geführt; auch nicht mit Austerität. Jetzt werden mit fiskalpolitischen Mitteln und Steuersenkungen neue Wege gegangen. Die Folgen werden eine bessere Konjunktur und mehr Inflation sein. Aber die Inflation wird nicht sprunghaft, sondern kontinuierlich, relativ langsam anziehen.

Strobaek: Es ist erstaunlich, wie schnell Marktbeobachter ihre Meinung ändern. Nach Trumps Wahl versteht man plötzlich, was man vorher nicht verstanden hat. Das zeigt, wie kurzfristig wir vermutlich denken. Viele Investoren sehen nicht, dass es einen Unterschied gibt zwischen dem, was Trump gesagt und signalisiert hat, und dem, was er tatsächlich machen wird. Wir stehen in einem fortgeschrittenen Stadium des Zyklus. Fiskalpolitische Massnahmen und hohe Staatsausgaben können da inflationär wirken – aber nicht übermässig. **Ehrhardt:** Die Austeritätspolitik und die monetäre Stimulation waren für die Aktienmärkte sehr günstig. Aber das ist jetzt zu Ende. Die Inflation wird steigen, und die Konjunktur wird sich verbessern. Vor dem Ende des Präsidentschaftszyklus könnten wir, ausgelöst von höheren Zinsen, wohl noch eine Rezession sehen. Rezessionen und Baissen an den Aktienmärkten wurden in der Vergangenheit meist von höheren Zinsen ausgelöst. Nachdem in den vergangenen Jahren regelmässig neues Geld in die Märkte gepumpt worden ist, sobald die Konjunktur schwächelte, ist vom eigentlichen Zyklus fast nichts mehr zu sehen.



Christian Gattiker Christian Gattiker ist Chefstrategie und Leiter des Research bei Julius Bär sowie ständiges Mitglied des Anlageausschusses der Bank. Zuvor hatte er verschiedene Positionen als globaler Aktienstrategie, Aktien-Analytiker und Berater für Investor Relations. Gattiker hat an der Universität Bern Volkswirtschaftslehre und Politologie studiert. (Bild: Christoph Ruckstuhl / NZZ)

Ist das jetzt die neue Normalität?

Gattiker: Es hat sich sehr wohl etwas verändert. Weder der Brexit-Entscheidung noch der Ausgang der Präsidentschaftswahlen war von den Demoskopern richtig vorhergesagt worden. Die Wahlausgänge haben gezeigt, dass die Politik an ein Limit gekommen ist. Die Staaten werden auf die harte Tour zu Veränderungen gezwungen.

Strobaek: Die Leute haben genug von den immergleichen Lösungen: Geldpolitik, Rettungsaktionen von Zentralbanken, Sparprogramme und immer mehr Regulierung. Es wäre gesund, etwas umzudenken.

Die US-Notenbank macht es vor. Mit wie vielen weiteren Zinsschritten rechnen Sie im kommenden Jahr?

Strobaek: Noch zwei. Frau Yellen ist als vorsichtig bekannt. Ob sie das nächste Jahr überstehen wird, ist noch nicht klar.

Weil sie mit dem neuen Präsidenten Konflikte bekommen könnte?

Strobaek: Das Fed ist offiziell unabhängig. Präsident Trump wird sich aber nicht mit Kritik zurückhalten, wenn es seiner Ansicht nach in die falsche Richtung geht. Er wird vermutlich auch Berater wählen, die es Frau Yellen etwas schwieriger machen werden, an ihrem bisherigen Kurs festzuhalten.

Wäre die Sitzung vergangene Woche nicht ein guter Zeitpunkt gewesen, die Marktteilnehmer zu überraschen?

Strobaek: Das Fed ist ja nicht bekannt für Überraschungspartys. **Ehrhardt:** Die Zeiten von Überraschungen sind in der Tat vorbei. Ich beobachte die Märkte seit fast 50 Jahren und habe mir die Notenbankpolitik genau angesehen. Früher war es das «Spiel» der Notenbanker zu überraschen. Es war ein Steuerungsinstrument, um die Märkte zu disziplinieren. In den vergangenen Jahren hat sich die Politik dahingehend verändert, dass Zinsschritte erst dann vorgenommen werden, wenn die Investoren diese zu 90% erwarten. Die Währungshüter haben heute zu viel Angst, die Märkte zu erschüttern.

Wird Janet Yellen vor Trump die Segel streichen?

Ehrhardt: Ich glaube nicht, dass Frau Yellen ihr Amt freiwillig aufgibt. Möglicherweise schreibt Trump ihr die Rolle des Sündenbocks zu, wenn es zu einer durch hohe Zinsen ausgelösten Wirtschaftsschwächung käme. Sie wird die Killerin des Wirtschaftszyklus sein. Im Jahr 2018 könnte sie dann ersetzt werden durch jemanden, der Haruhiko Kuroda ähnelt. Japans Notenbankchef ist für seine expansive Geldpolitik bekannt und dafür, die japanischen Staatsschulden seit Jahren zu finanzieren.

Gattiker: Ich teile diese Ansicht. Wir haben direkt nach der Wahl «Reaganomics 2.0» als Politikprogramm ausgerufen. Für uns ist es eine Wiederholung der achtziger Jahre – mit dem Unterschied, dass die Zinsen damals bei 18% lagen und die Inflation zweistellig war. Die Realzinsen müssen sich wie damals auch heute wieder normalisieren.

Wird die Normalisierung von den Notenbanken oder den Märkten ausgehen?

Vorndran: Diese Bewegung wird von den Märkten kommen. Die Anleger wünschen sich Renditen für zehnjährige US-Obligationen von 4% und am kurzen Ende Zinsen von 1,25%. Wenn sich aber in Japan nichts bewegt und in der Euro-Zone die Zinsen nicht steigen, würde das zu einem Euro bei \$ 0.85 führen – mit all den verheerenden Wirkungen, beispielsweise in den Schwellenländern. Ronald Reagan hat sich am Anfang überhaupt nicht für den Dollar interessiert. Damals ist dieser bis auf DM 3.47 marschiert, bevor er ein Thema wurde. Es wird ein Zinsanstieg kommen, aber die Reflexivität, also die Auswirkungen auf Währung und Wirtschaft, sollte man nicht unterschätzen.



Philipp Vorndran Seit 2009 ist Philipp Vorndran als Kapitalmarktstratege bei der Kölner Vermögensverwaltung Flossbach von Storch. Zuvor war Vorndran in verschiedenen Funktionen für die Credit Suisse tätig – unter anderem war er globaler Chefstratege für das Asset-Management sowie CEO der Credit Suisse Asset-Management Deutschland. (Bild: Christoph Ruckstuhl / NZZ)

Welche Rendite erwarten Sie für 2017?

Vorndran: Wir sehen die zehnjährigen Treasuries in der Spitze bei 3% bis 3,25%. Es wäre naiv zu glauben, dass der Dollar dann nicht auch stärker wäre. Ein «eins zu eins» gegenüber dem Euro und gegenüber dem Schweizerfranken wäre dann nur folgerichtig.

Strobaek: Sicher wird das Fed die Inflation etwas überschossen lassen, bis sie sehen, dass die Politik wirklich gereift ist und die Wirtschaft Fuss gefasst hat. Wir leben nach wie vor in einer Welt, in der die Inflation von verschiedenen Quellen gedrückt wird. Wir sehen die Rendite Ende 2017 bei 2,4%. Der Dollar steuert hin zur Parität, sowohl zum Euro als auch zum Franken. Das wird zwar wohl nicht schnell passieren. Längerfristig würde es mich aber nicht überraschen, wenn wir in ein paar Jahren

darunter liegen würden. Alleine nur, weil uns Amerika im Zyklus voraus ist.

Erwarten Sie auch so einen starken Renditeanstieg?


Ehrhardt: Ja. Wenn sich die Konjunktur in Amerika weiter verbessert, werden die Zinsen und der Dollar weiter ansteigen. Das wird den stärksten Impuls überhaupt weltweit geben. In Japan wird man die Zinsen noch erfolgreich niedrig halten können. In Europa ist das auch ein Muss. Als Italiener wird Mario Draghi versuchen, im Interesse Italiens monetär sehr expansiv zu bleiben. Ein Ende des Anleihekaufprogramms ist ja immer noch nicht in Sicht. In Amerika dagegen dürfte jetzt ein relativ normaler Zyklus in Gang kommen. Bei den 30-Jährigen könnte die Rendite im kommenden Jahr folglich auf 4% steigen. Dies hätte dann auch negative Auswirkungen auf die Aktienmärkte und die Konjunktur. Als Reaktion darauf könnte Trump versuchen, die amerikanische Konjunktur abermals mit ganz gezielten Massnahmen zu stützen.

Welche Auswirkungen hätte ein Renditeanstieg in den USA auf Europas Staatsanleihen?

Gattiker: Zyklisch machen sie die Bewegung mit, einfach auf deutlich tieferem Niveau. Die Spreads werden sich jedoch weiter ausweiten. Die US-Renditen bewegen sich mit zwei bis drei Jahren Vorsprung, auch die monetäre Antwort in Europa wird mit zwei bis drei Jahren Verzögerung kommen.

Die EZB wird also in zwei bis drei Jahren die Zinsen wieder anheben?

Gattiker: Vorher ist nicht daran zu denken. Ich hoffe, dass die Europäer die Kurve kriegen und erst einmal einen Weg aus den Negativzinsen finden. Es ist für Banken, Lebensversicherer oder Pensionskassen kein Umfeld, in dem man längerfristig existieren kann. Da würde 2017 immerhin die Chance bieten, den Hebel anzusetzen. Wie man das aber angesichts der Mehrheiten in der Zentralbank und in der Politik Europas durchsetzt, ist eine Herausforderung. **Strobaek:** Was den Zentralbanken fehlt, das ist ein Gefühl für das Sentiment. Sie wollen mit niedrigen Zinsen am kurzen Ende die Realzinsen nach unten drücken, und sie denken, das hätte eine grosse Wirkung auf die Wirtschaft. Obwohl das einfach nicht mehr stimmt, will man diese Gleichung nicht aus dem System nehmen. Faktisch muss man in Europa umdenken und erkennen, dass sich die Realität verschoben hat.





Michael Strobaek Im Mai 2013 hat Michael Strobaek die Position des Chief Investment Officer bei der Credit Suisse übernommen. Zusätzlich leitet er die Investment Strategy and Research Group der Credit Suisse. Der gebürtige Däne war zuvor in einem Schweizer Family Office und während 13 Jahren bei der UBS tätig. (Bild: Christoph Ruckstuhl / NZZ)

Ist die Zinspolitik der EZB noch glaubwürdig?

Strobaek: Nein. Schliesslich können die Zinsen nicht weiter gesenkt werden, und da eine Seite der Zinspolitik fehlt, ist sie asymmetrisch. Zudem hat die Zinspolitik eine extrem negative Wirkung auf das Sparverhalten. Möglicherweise verlangen die Kapitalmärkte höhere Zinsen am langen Ende, wodurch die Zinskurve sehr steil würde. Man muss auch weg von der quantitativen Lockerung. Das, was die EZB macht, nennt man: extend and pretend. Damit lässt sich die Wirtschaft nicht beeinflussen. Vielleicht brauchen wir in Europa einen Schock, um Frankreich oder Deutschland zum Umdenken zu bringen.

Bei divergierenden Renditen wird der Dollar durch die Decke gehen?

Strobaek: Deswegen müssen Sie ihn heute kaufen.

Ehrhardt: Sobald die Zinsen in den USA deutlich steigen und den Dollar stärken, hat das Rückkoppelungseffekte auf die Rohstoffmärkte, die Schwellenländer und auf uns. Draghi wird aber dafür sorgen, dass der europäische Zins nicht zu stark steigt. Folglich könnte das europäische Wachstum bei mehr als 1% liegen und in Amerika unter den erwarteten 3%. Es sei denn, Trump täte etwas, um Europas Exporte abzuklemmen bzw. der Euro würde das Wachstum in Italien bzw. in Südeuropa ausbremsen.

Gattiker: Europa drückt sich um die Frage herum, ob und wie das Bankensystem reformiert und rekapitalisiert werden soll, um den verstopften Kreditkanal zu öffnen. Letztlich müsste die EZB direkt Kapital in die schwachen Banken einschiessen. Bisher hat sie sich aber gescheut, Bankenbonds zu kaufen. Zudem ist offen, wie man im Finanzbereich strukturell von den vertikal integrierten, nationalen Champions wegkommen will. Folglich sind strukturell höhere Zinsen in Europa vorerst unwahrscheinlich.

Ist das europäische Bankensystem das grösste Risiko?

Ehrhardt: Indirekt ja. Die europäischen Banken sollten gut verdienen. Zu viel Regulierung, Negativzinsen usw. schränken die Kreditvergabe ein und bremsen schliesslich die Konjunktur. Die Probleme der italienischen Banken resultieren von Unternehmen, die wegen des Euro nicht mehr wettbewerbsfähig sind. Daher nützt die Sanierung der Banken wenig und höchstens kurzfristig.

Gattiker: Da würde ich dagegenhalten, denn man kann in Italien und Spanien tatsächlich eine innere Abwertung und sinkende Lohnstückkosten sehen.

Vorndran: Abgesehen von den politischen Risiken aufgrund der Wahlen in den Niederlanden, Frankreich und Deutschland sind die Problemkredite in Italien im Nominalwert von 350 Mrd. € ein Problem. Mögliche Verluste muss man erst einmal nachschliessen können. Leider unterscheiden die europäischen Institutionen nicht neutral zwischen guten und schlechten Risiken, sondern orientieren sich zu oft an nationalen Interessen.

Was ist der konstruktivste Lösungsweg – und welche Rolle spielt die Schweiz?

Gattiker: Die Schweizer Nationalbank finanziert die monetäre Expansion in Europa, das sehen wir an ihrer Bilanz. Insofern ist die Schweiz direkt verbunden mit der Währungsgeschichte. Das grösste Risiko in Europa liegt nicht im Bankensektor. Die Institute haben gezwungenermassen ihre Bilanzen verkleinert, die «Hebelung» nach unten gefahren und sind inzwischen vergleichsweise sicher. Allerdings kommen sie ihrer volkswirtschaftlichen Aufgabe, der Kreditvergabe, nur ungenügend nach.

Vorndran: Die Lebensversicherungen sind in vielen Ländern die nächsten Kandidaten – und die Altersversicherungssysteme auch. Die Tiefzinspolitik, der Vertrauensverlust und die Negativzinsen kippen viele Geschäftsmodelle.

Strobaek: Man muss bei der Lösung der europäischen Probleme auf die Achse zwischen Deutschland und Frankreich hoffen. Leider ist diese wegen eines schwachen Präsidenten in Frankreich gebrochen. Man braucht eine neue Vision. Die Briten glauben nicht mehr an die bisherige und haben sich deswegen abgemeldet. Es ist paradox, dass eine Gewinnernation des Zweiten Weltkriegs die Union verlässt, obwohl sie das grösste Interesse hätte, dabei zu sein. Dasselbe könnte

anderswo passieren, wenn nicht möglichst schnell klar wird, wie der Wohlstand besser verteilt wird, wie die Banken stabiler werden und wie die Flüchtlingsfrage geklärt wird. «Politische Faktoren» dieser Art sind wichtiger als die Frage, ob der Zins nun bei 0 oder 1% liegt.

Vorndran: Eine radikale Bankenreform hätte auch einen Einfluss auf den Arbeitsmarkt, da in einer neuen Bankenstruktur wohl nur die Hälfte der heutigen Mitarbeiter benötigt würden.

In den USA hat sich seit der Wahl Trumps die Stimmung stark verbessert. Ist so etwas auch in Europa denkbar?

Ehrhardt: In Amerika herrscht erstaunliche Aufbruchstimmung. Die «animal spirits» scheinen wiederbelebt worden zu sein, zumindest unter Leuten, die wirtschaftlich etwas zu sagen haben. Aber auch bei Konsumentenumfragen und am Immobilienmarkt steigt die Stimmung. Selbst die Presse scheint sich darauf einzulassen. In Europa dagegen geht es medial weiterhin eher um Banken-Bashing als darum, wie gute, gesunde Finanzinstitute den Aufschwung finanzieren könnten.

Was macht man derzeit als Anleger?

Strobaek: Wir befinden uns in einem widersprüchlichen Markt, in dem die Anleger den «pain trade» nicht gerne nehmen wollen. Aber grundsätzlich muss man Kursrückschläge nutzen, um Aktien zu kaufen. Am besten kauft man kontraintuitiv, was zuvor stark gefallen ist – wie zum Beispiel Healthcare-Werte. Die besten Tipps finden sich auf der letzten Seite des «Economist» – in den dort aufgeführten Tabellen ist sicherlich etwas mit einem Minuszeichen enthalten, was längerfristig interessant ist. Wir sind moderat positiv für Aktien.

An welche Märkte und welche Branchen denken Sie dabei?

Strobaek: Wir mögen in der Schweiz Aktien von Firmen mit guter Qualität, solider Dividende und vernünftigen Aussichten für das Gewinnwachstum. Zudem setzen wir auf Australien wegen der Rohstoffe und China; ausserdem mögen wir die Schwellenländer – die lateinamerikanischen in lokaler und die asiatischen in harter Währung. Wir mögen ausserdem Wandel- und Emerging-Market-Dollaranleihen. **Vorndran:** Grundsätzlich hat sich die Situation im Vergleich

mit den vergangenen Monaten kaum verändert. Die Bondmärkte in Japan, Europa und den USA sind nicht gerade attraktiv, die Aktienmärkte dagegen schon. Dort ist es sinnvoll, sich antizyklisch zu verhalten. Die Pharmabranche ist möglicherweise ein guter «Trade» für das Jahr 2017 – und damit sind wir bei den Schweizer Werten. Der Schweizer Aktienmarkt lässt sich aufgrund seiner Zusammensetzung positiv betrachten, der Immobilienmarkt dagegen macht mir heute mehr Sorgen als vor 12 oder 24 Monaten, weil die Zeit fallender Zinsen endet. **Ehrhardt:** Der japanische Markt ist nicht nur wegen der Exportunternehmen interessant. Schliesslich hat Japan eine Exportquote von nur 14%, und die Gewinne bei inlandsorientierten Firmen steigen an. Neben den heissgelaufenen Bankwerten gibt es andere, günstige Branchen – die Eisenbahnen zum Beispiel oder die Infrastrukturwerte. Ferner scheinen unter anderem Aktien von global aufgestellten Pharmaunternehmen preiswert zu sein, nachdem sie vor der Wahl Trumps abgestraft worden sind – auch die in der Schweiz. An den amerikanischen Märkten kann es viele positive Tendenzen geben, sobald Trump das macht, was wir uns erhoffen. Die Papiere amerikanischer Exportunternehmen sollte man vorsichtig betrachten, wenn der Dollar stärker werden sollte. Insgesamt ist der amerikanische Wertpapiermarkt so gross, dass sich immer etwas Interessantes finden lässt. In Europa können die anstehenden Wahlen für Gegenwind sorgen, Italien kann auf Dauer zu einem Problem werden. Versicherer müssten hohe Abschreibungen tätigen, wenn das Land aufgrund des Euro nicht mehr auf die Beine käme, ausstiege und das abfärben würde. Ein unerwarteter Schock wäre vielleicht ganz gut. Aus marktwirtschaftlicher Sicht muss es irgendwann zu einer Bereinigung kommen – selbst wenn die Politik versucht, wie immer alles auf die lange Bank zu schieben.

Gattiker: Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass sich die grossen Trends fortsetzen werden. Schauen wir, was sich in den vergangenen 50 Jahren in Schweizerfranken am besten entwickelt hat, so landen wir bei den Aktien mittelgrosser Schweizer Unternehmen. Der SMI hat sich aufgrund der 30-jährigen Kompression der Zinsen in einen «Bond-Proxy», also in eine Art Obligation, verwandelt. Die Aktien der zweiten Reihe dagegen erreichen laufend neue Höchststände – und dort sollte man dabei sein. Die Währungsdiversifikation sollte man jenen überlassen, die das am besten können, nämlich den Unterneh-

men. Das sind die Lindt & Sprüngli und die Geberits dieser Welt, die das Währungsrisiko über ihre operativen Märkte bewältigen. Dem Schweizer Markt fehlt jedoch der innovative Teil. Deswegen lohnt es sich, auf die amerikanische Nasdaq zu setzen. Der an der Technologiebörse schon lange laufende Trend nach oben wird sich wohl um weitere fünf Jahre fortsetzen. Viele unserer Kunden sind zwar weiterhin traumatisiert vom Platzen der Tech-Blase vor sechzehn Jahren und waren seither nicht mehr bereit zurückzukehren. In ein paar Jahren jedoch werden sie sich die Haare raufen und sich fragen, wie sie das übersehen konnten. Es ist eine dermassen starke Revolution des Unternehmenssektors, die von den dort gelisteten Unternehmen ausgeht, dass selbst der in Franken denkende Schweizer Anleger dort dabei sein sollte.

Skeptiker argumentieren, die Lage an den Börsen sei vergleichbar mit dem Jahr 1999, kurz vor der Wende nach unten.

Vorndran: Sie wissen, wo die Zinsen und die Gewinnrenditen der Unternehmen waren im Jahr 1999? Die Gewinnrendite lag damals bei 4%, und die globalen Zinsen lagen im Durchschnitt bei 6%. Zur damaligen Zeit war das Zinsumfeld also sehr attraktiv, im Vergleich mit dem, was man an Rendite von den Unternehmen erwarten konnte. Heute haben wir 6% bei den Gewinnrenditen und 1,25% bei den Anleihen – das ist der Unterschied zu den Jahren 1999/2000. Das gilt auch punkto Stimmung. Damals waren die Anleger im Gegensatz zu heute gierig.

Ehrhardt: Vor dem Crash kommt die Bubble – und die Bubble haben wir bisher noch nicht gehabt.

Strobaek: Man darf auch die Demografie nicht unterschätzen. Die grosse Rotation wird erst stattfinden, wenn die Vermögen auf die nächste Generation übergehen werden.

Vorndran: Das ist gut für die Märkte. Denn so wird ein Boom vermieden, und gleichzeitig werden wir an den Börsen die fairen Gewinnrenditen als Dividende und marginalen Kursanstieg bekommen. Das ist nichts für den Zocker, aber für den, der mit einem längeren Zeithorizont investieren will, ist das eine erfreuliche Nachricht. Die Kapitalmärkte sind derzeit langweilig, aber ehrlich.