

# Konzept des NZZ-Teils Geldanlage und private Finanzen

Die jeweils montags erscheinenden drei Seiten Geldanlage und private Finanzen richten sich an aufgeklärte und interessierte Privatanleger, wollen aber auch für Profis immer wieder Anreize zum Lesen bieten. Wir geben keine expliziten Empfehlungen ab, wollen aber eine fundierte Basis schaffen, aufgrund derer Leserinnen und Leser in Anbetracht ihrer eigenen Lebensverhältnisse zu einer vernünftigen Entscheidung kommen können.

## Seite 1:

Der **Geldanlage-Aufmacher** ist jeweils eine tiefgehende Analyse. Inhaltlich kann es dabei einerseits um Themen und Trends gehen, welche die Finanzmärkte allgemein beeinflussen, etwa demographische Trends, Konjunkturverlauf, Geldpolitik oder Digital Finance. Andererseits greifen wir aber auch auf die klassischen Anlagethemen wie strategische und taktische Vermögensallokation sowie auf bestimmte einzelne Anlageklassen zurück.

Dazu kommentieren wir unter «**Märkte und Meinungen**» jeweils ein aktuelles Thema aus liberaler Perspektive, das für private und/oder institutionelle Anleger interessant sein soll.

## Seite 2:

Mit dem **Börsen-Radar** wollen wir ganz eng am Marktgeschehen sein, wobei die Konzentration auf dem Aktienmarkt liegt, es jedoch immer wieder auch Berichte über den Devisenmarkt, Rohstoffmarkt oder Anleihenmarkt gibt. Hier betrachten wir die Märkte meistens aus einer technischen Perspektive (Dow-Theorie, saisonale Zyklen, Stimmungsindikatoren, Marktbreite und vieles mehr), da diese kurzfristig mehr Aussagekraft hat. Im Abstand von Monaten werfen wir jedoch auch ein Blick auf die sehr langfristigen fundamentalen Indikatoren wie KGV 10, Hussman KGV, Tobin's Q, Fed-Modell etc.

Im **Portfolio** behandeln wir jeweils Themen einer bestimmten Anlageklasse, wie Anlagefonds, strukturierte Produkte und Derivate bis hin zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen. Hier wollen wir Anlegern Chancen aufzeigen und zugleich auf mögliche Fallstricke der jeweiligen Anlageklassen hinweisen. Dazu kommen unsere klassischen Gefässe wie NZZ-Anlagepanorama, NZZ-Fondsquartal und die NZZ-Finanzmarkt-Roundtable.

## Seite 3:

Der Aufmacher auf dieser Seite beschäftigt sich mit klassischen **Nutzwert-Themen der privaten Finanzen**, dazu gehören u.a. Altersvorsorge und Pensionskassen, Immobilien und Hypotheken, Versicherungen, Steuern sowie soziale Themen aus den Bereichen heiraten, scheiden, erben, verschenken, spenden, stiften etc.

Abgerundet wird das ganze durch das Gefäss **Standpunkt**. Hier sprechen wir mit Marktexperten, Chefstrategen oder Chefökonominnen, die wir besonders sorgfältig auswählen, über das aktuelle Geschehen oder die grossen Trends an den Märkten sowie in Geldpolitik und Wirtschaft. Der Fokus liegt auf internationalen Experten und nicht auf solchen, die man in der Schweiz in fast allen anderen Medien zu lesen bekommt. Durch die starke Marke der NZZ ist es uns möglich, immer wieder Zugang zu Top-Leuten zu bekommen.

# Detektiv im eigenen Portfolio

Wie man seine Investments auf konfliktträchtige und andere riskante Anlagen durchleuchten kann

Anlegern, die gewisse Aktien aus dem Portfeuille verbannen wollen, bieten sich mehrere Wege zu deren Identifikation. Wer dies in Eigenregie umsetzen will, sollte allerdings ein wenig vom «Sherlock-Holmes-Gen» in sich haben.

MICHAEL SCHÄFER

Für zahlreiche Produkte gibt es heutzutage eine App oder eine Website, die dem interessierten Anwender aufzeigt, ob diese in einer bestimmten Weise bedenklich sind. So zeigt etwa die App «Codecheck» an, welche Stoffe ein Lebensmittelprodukt in welcher Menge enthält, was unter anderem für Allergiker oder Linienbewusste nützlich ist. Nicht in allen Bereichen gibt es jedoch solch einfach zu handhabende und auch noch gebührenfreie «Macheten», mit denen man sich einen Weg durch den immer dichter werdenden Produkte-Dschungel bahnen kann.

Zu diesen weniger transparenten Bereichen zählen auch Geldanlagen. Wer sein Portfolio daraufhin durchleuchten will, ob es Titel von Unternehmen enthält, die ihr Geld auf eine Art und Weise verdienen, die den eigenen Überzeugungen aus ethischen oder risikospezifischen Überlegungen widerspricht, tut sich deutlich schwerer als mit der Bestimmung des Zuckeranteils einer Fertiggpizza. Und die Liste solcher potenziell abzulehnender Aktivitäten ist lang (vgl. Tabelle). Gewisse Anleger wollen ihr Vermögen nicht in Firmen stecken,

## «Auf Finanzportalen finden sich keine Informationen zu ethischen Fragen oder materiellen Risiken.»

die Atomstrom erzeugen, Zigaretten herstellen oder Glücksspiele anbieten. Andere achten darauf, dass die Unternehmen auf Tierversuche verzichten, keine Gentechnik einsetzen oder für akzeptable Arbeitsbedingungen an all ihren Standorten sorgen.

Im Gegensatz zu Finanzkennzahlen wie der Dividendenrendite oder dem erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnis einer Aktie finden sich solche Hinweise nicht in klassischen Finanzportalen wie «finanzen.ch» oder «onvista.de». Anleger stehen jedoch mehrere Wege offen, um an die gewünschten Informationen zu gelangen. Eine Möglichkeit besteht darin, sich das Portfolio von einem Vermögensverwalter im Hinblick auf die individuellen Präferenzen bzw. Aversionen «durchleuchten» zu lassen.

Prädestiniert für ein solches Unterfangen sind auf nachhaltige Anlagen spezialisierte Anbieter wie Alternative Bank Schweiz, Forma Futura und Globalance, aber auch Banken wie J. Safra Sarasin, Notenstein und Vontobel dürfen einen solchen Service für Kunden bzw. potenzielle Neukunden offerieren. Für institutionelle Anleger bietet beispielsweise Ethos ein solches «Portfolio-Screening» an, bei dem bestehende Anlagen sowohl auf Ausschlusskriterien als auch auf Umwelt-, Sozial- und Gover-

nance-Aspekte (ESG-Kriterien) hin untersucht werden.

Wichtig aus Anlegersicht ist, dass diese Anbieter teilweise selbst Informationen generieren (etwa durch Interviews mit Firmenvertretern oder die Analyse von Geschäftsberichten), in substantiellem Mass aber auf die Daten bzw. Ratings von spezialisierten Dienstleistern wie Inrate, Reprisk oder South Pole Group zurückgreifen. Je nachdem, welche Daten berücksichtigt werden und welche Methodik der Anbieter selbst anwendet, kommen die Analysen zu abweichenden Ergebnissen.

Wird z. B. eine Industriefirma als «Atomkonzern» angesehen, wenn sie überhaupt solche Aktivitäten verfolgt, oder erst, wenn diese Sparte einen Umsatzanteil von 10%, 20% oder 30% übersteigt? Entsprechend ist es für Anleger sinnvoll, die jeweilige Methodik gut zu kennen, um die Ergebnisse, auch vor dem Hintergrund der eigenen Präferenzen, einordnen zu können. Dies gilt besonders dort, wo die eigenen Kriterien strenger sind als die bei der Analyse verwendeten.

Wer sich nicht einem Vermögensverwalter anvertrauen will oder wessen Portfolio unterhalb der geforderten Mindestgrössen liegt, der kann dieses auch durch einen unabhängigen Dienstleister überprüfen lassen. Dies bietet die in Liechtenstein ansässige CSSP an. Auf der Website yoursri.com lassen sich Investments daraufhin untersuchen, inwiefern sie die ESG-Kriterien erfüllen. Untersuchungsgegenstand können einzelne Aktien (bzw. die dahinter stehenden Firmen), Fonds oder ein ganzes Portfolio sein. Lässt man Letzteres durchleuchten, erhält man für rund 350 Fr. einen kurzen standardisierten Bericht, der die Güte des Portfolios in Bezug auf die drei ESG-Bereiche einzeln und in der Summe ausweist.

Darüber hinaus werden auch die hinsichtlich der ESG-Aspekte kritischsten Titel aufgelistet. Im Preis inbegriffen sind auch ausführliche Reports zu den drei Unternehmen, die diesbezüglich

am schlechtesten abschneiden. Yoursri greift dabei auf die Daten und die Methodologie von MSCI zurück, einem der grössten Anbieter in dem Bereich. Zwar erhalten Anleger so rasch eine Einordnung des Gesamtportfolios, die Perspektive der einzelnen Titel sowie die der individuellen Ausschlusskriterien des Kunden werden bei dieser Analyse jedoch nicht berücksichtigt.

Bleibt noch der dritte Weg: die Recherche in Eigenregie betreiben. Diese Alternative ist zwar die aufwendigste – ein gewisses Quantum des «Sherlock-Holmes-Gens» schadet dabei nicht –, aber zugleich auch die erkenntnisreichste. Durch das Internet bietet sich Investoren eine Fülle von Möglichkeiten, an entsprechende Informationen zu gelangen. Diese gilt es anschliessend zu bewerten und entsprechende Anlageentscheide daraus zu generieren.

Beispielsweise kann man sich als Anleger an den Entscheiden von grossen institutionellen Investoren orientieren. Zu denen, die veröffentlichen, welche Firmen sie aus ihrem Portfolio ausschliessen, zählt der norwegische Staatsfonds, mit einem verwalteten Vermögen von umgerechnet rund 900 Mrd. Fr. der grösste seiner Art weltweit. Dazu zählen unter anderem Hersteller von Nuklearwaffen wie Lockheed Martin, Northrop Grumman, Airbus oder Boeing, Tabakfirmen wie Philip Morris und Imperial Tobacco, aber auch Unternehmen, die aus Sicht des von einer Ethikkommission beratenen Staatsfonds in schwerer oder systematischer Weise gegen die Menschenrechte verstossen haben (z. B. Wal-Mart) oder für gravierende Umweltschäden verantwortlich sind (z. B. Daewoo und deren Mutter Posco).

Die Gründe für den Ausschluss finden sich in der Regel auf der Seite des norwegischen Staatsfonds – die beiden letztgenannten Gesellschaften etwa wurden ausgeschlossen, weil sie in grossem Stil Regenwald in Palmölplantagen umwandeln –, in anderen Fällen gibt eine Internet-Suche darüber Aufschluss. Zudem finden sich auf Seiten wie «ethicalconsumer.org» oder «business-humanrights.org» Informationen zu Konflikten, mit denen Firmen konfrontiert sind oder waren.

Eine steigende Zahl von Analytikern (zu denen unter anderem die der Bank of England zählen) und Anlegern schätzt die Kursrisiken als signifikant ein, die sich aus der Klimadebatte für Aktien von Firmen ergeben, die fossile Energieträger fördern oder Energie daraus gewinnen. Allein in der Bewegung «DivestInvest» haben sich über 400 Institutionen und 2000 Privatanleger mit einem Vermögen von 2,6 Bio. \$ zu-

sammengeschlossen, die sich öffentlich verpflichtet haben, solche Papiere aus ihren Depots zu verbannen.

Eine Liste der 200 Unternehmen mit den grössten Reserven an Kohle, Erdöl und -gas zeigt «DivestInvest» auf ihrer Website. Tieferegehende Analysen zu Energiefirmen und den unter bestimmten Annahmen abzuschreibenden Vermögenswerten finden sich auf der Website der Nichtregierungsorganisation Carbon Tracker. Dabei handelt es sich um bilanzierte Vorkommen, die nicht gefördert werden dürfen, wenn das Klimaziel einer maximalen Erderwärmung um zwei Grad gegenüber der vorindustriellen Zeit mit einer hohen Wahrscheinlichkeit erreicht werden soll.

Relativ einfach ist es für Anleger, Fonds in Erfahrung zu bringen, die gewisse Ausschlusskriterien berücksichtigen. Die Website yoursri.com bietet auch hierzu eine Suchfunktion («advanced search») an. Will ein Schweizer Anleger nicht in die Bereiche Glücksspiel, Atomenergie und Tabak investie-

## «Konfliktträchtige Firmen in Eigenregie zu identifizieren, ist auf Dauer sehr aufwendig.»

ren, liefert die Suche 29 Fonds, die diesen Anforderungen entsprechen. Zudem lässt sich dort in Erfahrung bringen, ob ein Fonds ein Gütesiegel für seine Qualität erhalten hat.

Nach all den «Fundstellen» für Firmen, die man potenziell aus seinem Portfolio ausschliessen will, sei noch auf eine Quelle verwiesen, die aufzeigt, welche Titel in nachhaltigen Indizes oder Anlagefonds enthalten sind. Diesen Service bietet die Seite «nachhaltiges-investment.org» für 4300 Titel in ihrer Aktiendatenbank. Ein Valor, der in zehn Fonds vertreten ist, dürfte in der Regel als nachhaltiger gelten als einer, der es in keinen geschafft hat. Wer aber Wert auf die Einhaltung von Ausschlusskriterien legt, kommt nicht umhin, die oben beschriebenen Wege zu beschreiben, denn viele nachhaltige Indizes oder Fonds wenden solche gar nicht an.

Soviel man bei der eigenen Recherche über die jeweiligen Unternehmen lernen kann – diese Methode hat zumindest einen gewichtigen Nachteil: Will man die Firmen wie ein spezialisierter Vermögensverwalter laufend überwachen, muss das «Sherlock-Holmes-Gen» schon sehr ausgeprägt sein.

MÄRKTE UND MEINUNGEN

## Zinsen werfen Fragen auf

Michael Ferber Soll ich meine Hypotheken abzahlen oder das Vermögen anderweitig anlegen? Soll ich die berufliche Vorsorge als Kapital oder als Rente beziehen? Welchen Ertrag muss das Vermögen abwerfen, damit die Vermögenssteuer ohne Vermögensverzehr geleistet werden kann? Solche Fragen tauchen bei Schweizer Bürgern häufig auf, wie sich an einem Anlass des World Demographic & Ageing Forum in St. Gallen zeigte. Die extrem niedrigen Zinsen an den Kapitalmärkten haben dabei deutliche Folgen.

Dies zeigt sich beispielsweise bei der Vermögenssteuer. Die Sätze sind kantonal unterschiedlich. Im Kanton Zürich liegen sie gemäss dem Unternehmen St. Galler Steuerexperten zwischen 0% und 0,71%, im Thurgau zwischen 0,26% und 0,35% und in St. Gallen zwischen 0,38% und 0,52%. Vorbei kommt an der Steuer in der Schweiz aber kaum jemand. Um sie aus dem laufenden Vermögensertrag wie Zinsen oder Dividenden zu finanzieren, ist gemäss den Steuerberatern die jeweilige Einkommenssteuer zu berücksichtigen. Ziehe man hier einen Grenzsteuersatz von 25% bis 35% ins Kalkül, sei bei einer Vermögenssteuer von 0,3% eine Mindestrendite von 0,42% nötig, bei einem Steuersatz von 0,6% braucht es sogar 0,85% – in Zeiten, in denen zehnjährige Schweizer Staatsobligationen wie am Freitag mit –0,34% rentieren, ist dies gar nicht so einfach.

Auch auf die Frage, ob Rentner sich ihre Pensionskasse als Kapital oder als Rente auszahlen lassen sollten, ist die Entwicklung der Zinsen in der Zukunft relevant. Beim Kapitalbezug ist man schliesslich selbst für die Anlage des Vermögens zuständig, während bei der Renten-Variante deren Höhe beim Zeitpunkt der Pensionierung festgelegt wird und dann feststeht. Gerade bei einer sehr hohen Lebenserwartung erscheint dies vorteilhaft. Allerdings ist bei dieser Rente kein Inflationsausgleich garantiert. Eine Patentantwort auf die Frage «Rente oder Kapital?» gibt es ohnehin nicht, bei der Beantwortung müssen andere Vermögenswerte und Einkünfte sowie die Familiensituation berücksichtigt werden. Fiskalisch gesehen wird laut den St. Galler Steuerexperten beim Kapitalbezug eine einmalige Sondersteuer von zwischen 4% und 12% fällig, dann kommt die Vermögens- und Einkommensteuer auf den laufenden Erträgen zum Tragen. Bei der Rente fällt die jährliche Einkommensteuer an.

Auch bei der Frage, ob Hypotheken abbezahlt werden sollen oder nicht, lautet die Antwort laut den Beratern: «Es kommt darauf an.» Der Hypothekarzins kann bei der Einkommensteuer in Abzug gebracht werden. Letztlich stellt sich die Frage, ob der Hypothekarzins nach dem Steuereffekt höher ist als die mögliche Rendite, die sich bei der Anlage des Vermögens nach Steuern erzielen lässt. Ist dies der Fall, sollte man die Hypothek eher abzahlen. Weitere Faktoren sind der Bedarf für den Lebensunterhalt im Alter sowie der Effekt der Pensionierung – diese kann negative Folgen für Hypothekargläubiger haben.

### Ausgewählte Ausschlusskriterien

Kontroverse Geschäftsfelder	Kontroverse Geschäftspraktiken
Abtreibung	Arbeitsrechtsverletzungen
Atomenergie	Kinderarbeit
Biozide	Umweltschädigende Produktionsverfahren
Embryonenforschung	Menschenrechtsverletzungen
Glücksspiel	Tierversuche
Grüne Gentechnik	Korruption
Pornografie	Bilanzfälschung
Waffen/Rüstung	Kartellverstösse
Suchtmittelproduktion (z. B. Alkohol, Tabak)	

## BÖRSEN-RADAR

## US-Frühindikatoren drehen ins «Minus»

Schwächezeichen beim verarbeitenden Gewerbe in den USA und China – deutliche Divergenz in der Dow-Theorie

Frühindikatoren für das verarbeitende Gewerbe in den USA sind jüngst unter die kritische Schwelle von 50 Punkten gefallen. Dort liegen auch die entsprechenden Indizes für China. Warnsignale gibt zudem die Dow-Theorie.

MICHAEL RASCH

An den Finanzmärkten wird inzwischen fest mit der ersten Zinserhöhung in den USA seit dem Jahr 2006 gerechnet. Marktteilnehmer erwarten mehrheitlich von der US-Notenbank (Fed) einen Zinsschritt um 25 Basispunkte am Ende der kommenden, zweitägigen Sitzung am 16. Dezember. Ein neuerliches Zuwarten bei der Normalisierung des Zinsniveaus wäre eine grosse Überraschung. Dass es zu einer solchen kommen kann, zeigte jedoch in der vergangenen Woche die Europäische Zentralbank (EZB). Präsident Mario Draghi hatte mit verbalen Ankündigungen sehr hohe Erwartungen hinsichtlich einer weiteren Lockerung der Geldpolitik geweckt, die dann an der Sitzung am letzten Donnerstag nicht oder nicht vollständig erfüllt wurden. Daraufhin waren die Aktienmärkte in Europa eingebrochen, und der Euro war nach oben geschossen. Mit Blick auf die US-Notenbank sind einige Beobachter der Meinung, dass das Fed den Zeitpunkt für die erste Zinserhöhung ohnehin verpasst habe. Dieser Eindruck wird inzwischen insofern verstärkt, als sich konjunkturelle Frühindikatoren jüngst deutlich eingetrübt haben.

## Geringe Bestellungen

Das gilt vor allem für den Industrie-sektor. Der Index für das verarbeitende Gewerbe des Institute for Supply Management (ISM) sank im November mit 48,6 Punkten erstmals seit Ende 2012 wieder unter die kritische Schwelle von 50 Zählern. Werte über 50 deuten auf eine Expansion des Wirtschaftsgesche-

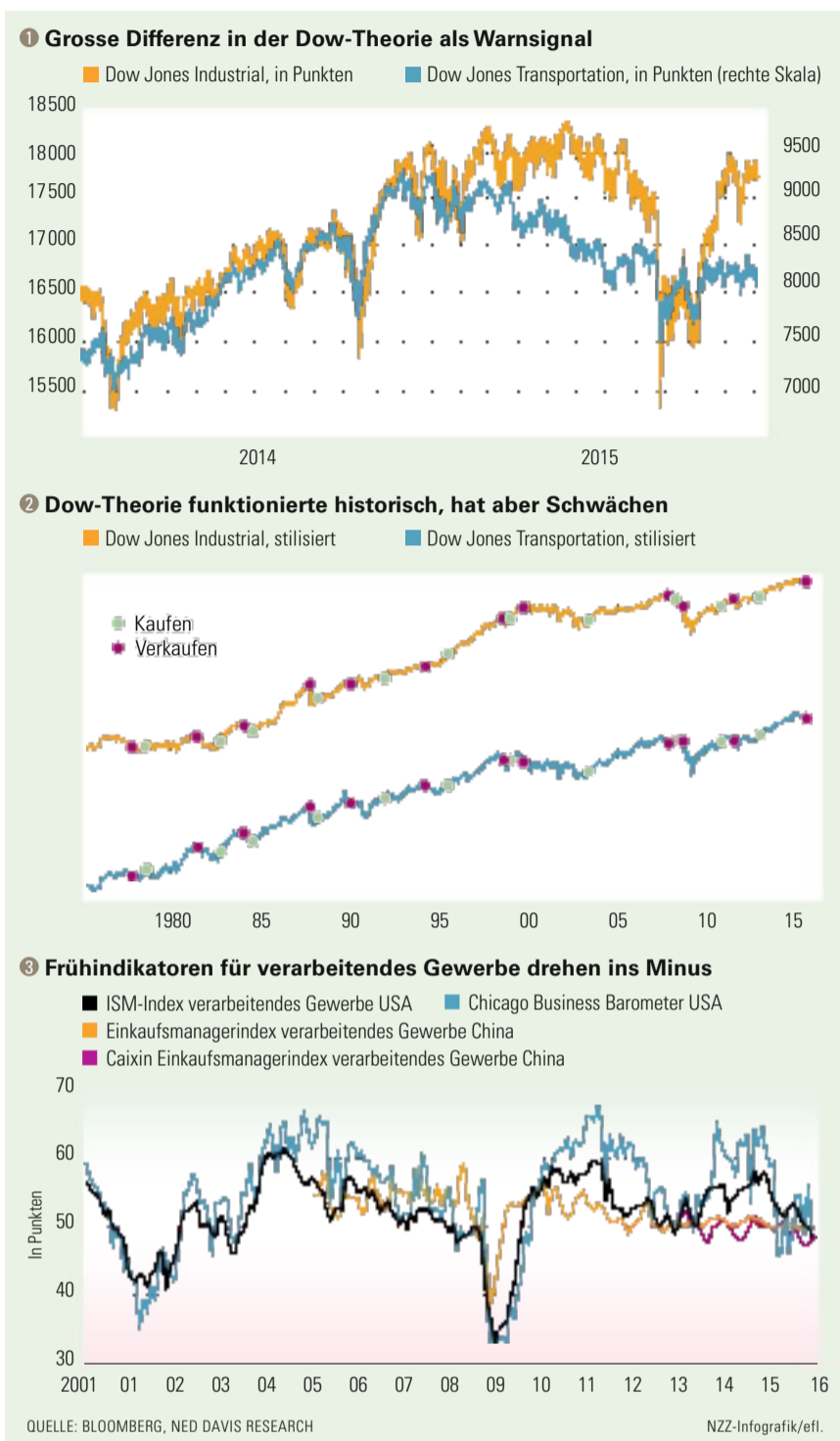
hens hin, während Werte unter 50 für eine Kontraktion sprechen. Seit Ende der Finanzkrise ist es erst das zweite Mal, dass der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe wieder unter 50 gefallen ist; er sank inzwischen den fünften Monat in Folge. Im Jahr 2012 hatte das Barometer dann jedoch sofort wieder zu steigen begonnen. Ursächlich waren unter den fünf Komponenten des Index die Schwächen bei den Bestellungen und der Produktion.

In die gleiche Richtung deutet der Einkaufsmanagerindex für die Region Chicago, der inzwischen Chicago Business Barometer heisst. Mit 48,7 Punkten notiert er ebenfalls unter der Marke von 50 Zählern. Der Index ist jedoch recht volatil und schwankt bereits seit Anfang Jahr um die Schwelle von 50 Punkten herum. Besser sieht es in den USA noch für den Dienstleistungssektor aus. Der ISM-Index für das nicht verarbeitende Gewerbe sank zwar im November ebenfalls deutlich von 58,0 Zählern auf 55,9 Punkte, liegt damit aber noch deutlich über der 50-Punkte-Marke.

## Robuste Euro-Zone

Wenngleich man aufgrund der erwähnten Daten noch nicht die nächste Rezession in den USA aufziehen sehen muss, so deuten die Indikatoren doch an, dass die amerikanische Wirtschaft nicht gerade auf vollen Touren läuft und derzeit sogar schlechter dasteht als beispielsweise im Jahr 2014. Beobachter verweisen zudem darauf, dass auch beim verarbeitenden Gewerbe in China Sand im Getriebe ist. So liegen sowohl der staatliche Einkaufsmanagerindex mit 49,6 Punkten (Tendenz fallend) als auch der von der chinesischen Mediengruppe Caixin berechnete Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe mit 48,6 Zählern (Tendenz steigend, Tief lag bei gut 47 Punkten) unter der 50-Punkte-Schwelle.

In den letzten Jahren ist es laut Ökonomen selten vorgekommen, dass dieser Sektor zeitgleich sowohl in den USA als auch in China, also den beiden grössten



Volkswirtschaften der Welt, geschrumpft ist. In der Euro-Zone steht der entsprechende, von Markit berechnete Index mit 52,8 Punkten auf dem höchsten Niveau seit Frühjahr 2014, Tendenz steigend, was wohl auch an der Schwäche des Euro liegt.

## Schwache Transportwerte

Möglicherweise vollzieht also die US-Notenbank ihre erste Zinserhöhung genau zu einem Zeitpunkt, an dem die amerikanische Wirtschaft anfängt zu schwächeln, was dem Aktienmarkt sicherlich nicht helfen würde. Ohnehin scheint die US-Börse unter der Motorhaube nicht rund zu laufen. Darauf deutet etwa die grosse Divergenz in der Dow-Theorie hin. Sie ist eine der ältesten Analysemethoden für die Aktienbörse. Sie besagt, dass der Gesamtmarkt gesund ist, wenn sowohl der Dow Jones für Industriewerte als auch der Dow Jones für Transportwerte in einem stabilen Aufwärtstrend sind. Die fundamentale Überlegung hinter dieser technischen Methode ist, dass Industrieunternehmen Güter herstellen, die dann von Transportfirmen auf den Markt gebracht werden. Wenn die Wirtschaft gesund ist, sollten sich beide Indizes in einem Aufwärtstrend befinden – und vice versa.

Derzeit gibt es eine grosse Divergenz zwischen Transport- und Industrieindex. Während letzterer nahe am Rekordhoch steht, liegen die Transportwerte gut 15% unter ihrem zyklischen Hoch. Laut dem US-Analysehaus Ned Davis Research liegt seit 20. August ein Verkaufssignal basierend auf der Dow-Theorie vor. Dies ist deshalb relevant, weil die Theorie in der Rückschau gute Resultate generiert. Das Problem ist jedoch, dass die Interpretation der Ergebnisse recht subjektiv ist, weshalb potenzielle Kauf- bzw. Verkaufssignale mit Vorsicht zu geniessen sind. Zudem lieferten historisch gesehen die Kaufsignale deutlich bessere Ergebnisse als die Verkaufssignale. Dies mag damit zusammenhängen, dass sich Aktienmärkte langfristig meist im Aufwärtstrend befinden.

## PORTFOLIO

## Die Schwämme der Schweizer Anlagewelt

Immobilienfonds ziehen rekordhohe Summen neuer Gelder an – an der Wertentwicklung geht dies jedoch nicht spurlos vorbei

Eher bescheidene Renditen weisen Immobilienfonds dieses Jahr auf. Künftig dürfte ein bremsender Faktor eine kleinere Rolle spielen, und auch sonst spricht einiges für diese Anlagen.

MICHAEL SCHÄFER

Noch ist das Jahr 2015 nicht vorbei, aber schon jetzt lässt sich sagen, dass es seine Vorgänger in einer Hinsicht übertreffen wird. Noch nie sind so viele Gelder in Schweizer Immobilienfonds geflossen wie in diesem. Vermutlich nicht ganz den Rekord von 2007 erreichen werden dabei die (kотиerten und nichtkотиerten) Immobilienfonds, sie nahmen damals innerhalb von zwölf Monaten 2,9 Mrd. Fr. auf. Allein 1,75 Mrd. Fr. entfielen jedoch auf den neu lancierten «Living Plus» der Credit Suisse.

## Zweischneidiges Schwert

In diesem Jahr dürften es die Liegenschaftsfonds auf mindestens 2,5 Mrd. Fr. bringen. Berücksichtigt man jedoch auch die Zuflüsse in die weitgehend institutionellen Anlegern vorbehaltenen Anlagestiftungen sowie das von den Immobiliengesellschaften angezogene Kapital, werden bis zum Jahresende vermutlich gut 4 Mrd. Fr. zu Buche stehen.

Die Zahlen reflektieren die hohe Attraktivität, die Schweizer Immobilienanlagen in den Augen der hiesigen Investoren besitzen. Vor allem institutionelle Anleger sehen in ihnen einen Ersatz für Obligationen, die im derzeitigen Zinsumfeld vielfach negative oder im günstigen Fall mickrige positive Verfallrenditen aufweisen.

Und so verwundert es kaum, dass die Immobiliengefässe neue Gelder wie Schwämme aufgesogen haben. Besonders grosser Nachfrage erfreuen sich dabei jene Fonds, die mehrheitlich oder ausschliesslich Wohnliegenschaften in ihrem Portfolio verwalten. Im Vergleich zu Gewerbeliegenschaften gelten diese als risikoärmer, etwa weil die Leerstände bei Büroflächen in der Regel höher als im Wohnbereich sind.

Grosse Emissionsvolumen sind für Anleger aber ein zweischneidiges Schwert. Sosehr das zusätzliche Angebot von den Investoren begrüsst werde und so gut es absorbiert worden sei, habe es das Segment der kотиerten Fonds auch belastet, sagt Markus Waerber von der ZKB. Vor allem passive Anleger schichten bei Indexanpassungen, wie sie Kapitalerhöhungen auslösen, Gelder aus anderen Fonds in die neu höher gewichteten um.

Gemessen am SXI-Real-Estate-Funds-Index (Swiit-Index) haben die Schweizer Immobilienfonds seit Jahresbeginn eine Rendite von 3,4% erzielt.

Als gering stuft dies Johannes Schwab von Swiss Finance & Property ein angesichts einer Ausschüttungsrendite von knapp 3% und im Jahresverlauf gesunkener Zinsen. Besser abgeschnitten haben Aktien der Immobiliengesellschaften, die knapp 7% zugelegt haben. Sogar die zehnjährigen Obligationen des Bundes haben sich mit einer Rendite von fast 6% (Kursentwicklung und Zinsen) deutlich besser entwickelt, womit zu Jahresbeginn nur wenige Investoren gerechnet hatten.

Das geringe Kursplus der Immobilienfonds kann aber auch positiv gesehen werden. Die derzeit an der Börse gegenüber den von Schätzern berechneten Werten der Liegenschaftsportfolio-

lios gezahlten Aufpreise von im Durchschnitt 24% befinden sich dadurch in einem von Experten als nicht übertrieben bezeichneten Bereich. Im April war das noch anders, denn nach Einführung der Negativzinsen durch die Schweizerische Nationalbank im Januar hatte der Swiit-Index um 11% zugelegt. Dadurch war das Aufgeld der Immobilienfonds auf über 35% und damit in bis dato unbekannte Sphären gestiegen.

Obwohl die Kapitalmarktzinsen heute spürbar tiefer sind als Anfang Januar, befinden sich die Aufpreise wieder auf den Niveaus vom Jahresbeginn. Neben der mässigen Bewertung sehen Experten eine Reihe von Punkten, die den Kursen der Immobilienfonds weiteren

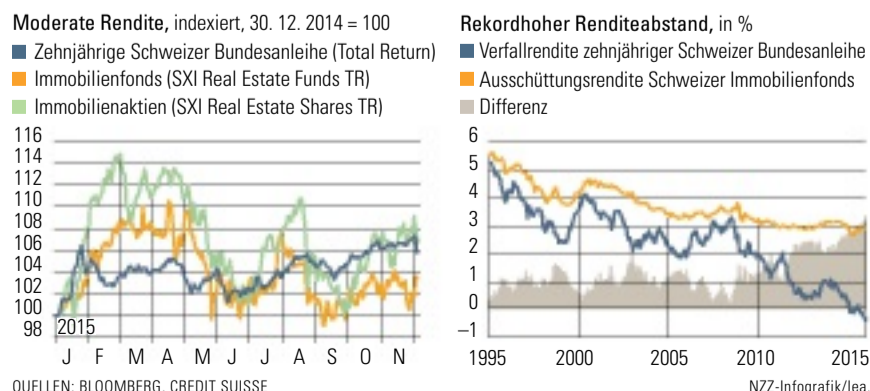
Rückenwind verleihen dürften. So erachtet Markus Waerber die diesjährigen Kapitalerhöhungen weitgehend als vom Markt verdaut, womit ein in jüngster Zeit belastender Faktor erst einmal weniger ins Gewicht fallen dürfte.

## Robuste Nachfrage

Die hohe Nachfrage nach Immobilienanlagen dürfte so schnell nicht abklingen, meint Johannes Schwab. Viele institutionelle Investoren hätten ihre Maximalquoten nicht ausgeschöpft, und selbst wenn, würden laufende Beitragszahlungen für neuen Anlagebedarf sorgen. Das gewichtigste Argument, das für Anlagen in «Betongold» spricht, sind aber die Mieteinnahmen, die an die Anleger ausgeschüttet werden können. Die durchschnittliche Ausschüttungsrendite der Fonds liegt mehr als drei Prozentpunkte über der Verfallrendite des zehnjährigen «Eidgenossen».

Nicht überraschend adelte denn auch Felix Brill von Wellershoff & Partners Immobilienanlagen kürzlich am Immoinvest-Forum des Asset Manager Schroders zu den «besseren Obligationen». Eine allfällige Verschärfung der Negativzinsen dürfte deren Attraktivität gemäss den Experten sogar nochmals steigern. Allerdings, meint Brill warnend, seien Immobilienanlagen mindestens so stark wie Anleihen exponiert, sollten die Zinsen irgendwann doch steigen.

## Immobilienfonds in komfortabler Position



INVESTIEREN IM TIEFZINSUMFELD 9/12

# Das Haus im Portfolio ändert alles

Der Erwerb von Wohneigentum erschwert nicht nur die Diversifikation der Anlagen, sondern erhöht auch die finanziellen Risiken

Die Tiefzinsphase animiert zum Erwerb von Wohneigentum. Dieser Schritt verändert die Vermögensallokation fundamental. Immobilienkäufer sollten sich der höheren Risiken bewusst sein – und bei der Geldanlage einige Fallstricke beachten.

MICHAEL SCHÄFER

«Die Wohnung gehört ja sowieso der Bank», ist eine Aussage, die man von Eigenheimbesitzern mit grosser Regelmässigkeit hört. Zwar ist man stolz, in den eigenen vier Wänden zu wohnen und diese nach dem persönlichen Gusto gestalten zu können. Die Konsequenzen und die Bedeutung, die das Wohneigentum mit sich bringt, wird aber vielfach unterschätzt oder verdrängt. Zu diesen Aspekten zählen unter anderem die gegenüber dem Mieten eingeschränkte Flexibilität oder der hohe finanzielle Aufwand für Erneuerungen. Ebenfalls versäumen die Käufer einer selbstgenutzten Immobilie häufig, sich zu vergegenwärtigen, welche Auswirkungen diese auf ihr Vermögen hat.

## Hohe Hebelwirkung

Die wohl einschneidendste Veränderung hängt stark mit der eingangs zitierten Aussage zusammen. Mit dem Immobilienkauf geht in der Regel die Aufnahme eines Kredits einher, wodurch sich aber auch die finanziellen Risiken erhöhen. Zwar sind die Preise von Immobilien weniger schwankungsanfällig als jene von Aktien, und viele Menschen in der Schweiz haben noch nie markant rückläufige Immobilienpreise erlebt. Dies heisst aber nicht, dass ein solches Szenario, wie es in den 1990er Jahren herrschte, nicht eines Tages wieder eintreten kann.

## Trend zum Kaufen

msf. · Zwar gilt die Schweiz als ein Land der Mieter, und die Wohneigentumsquote lag 2013 mit 37,5% auf einem im internationalen Vergleich niedrigen Niveau, sie befindet sich allerdings seit vielen Jahren im Steigen. Nicht zuletzt haben die in den vergangenen Jahren auf bis dato nicht gekannte Niveaus gesunkenen Hypothekenzinsen den Trend unterstützt. Im Zuge dieser Entwicklung ist auch der Anteil der Immobilien am Gesamtvermögen der privaten Haushalte in der Schweiz gestiegen und macht inzwischen rund 44% aus.

Wo es am schönsten ist: Tiefe Hypothekenzinsen animieren zahlreiche Mieter, zu Eigentümern zu werden. ILLUSTRATION ALEXANDER GLANDIEN

Durch die hohe Hebelwirkung des Kredits schlagen die Veränderungen des Werts einer Immobilie direkt auf das Eigenkapital durch. Sinkt beispielsweise der Wert einer für 1 Mio. Fr. erworbenen Wohnung um 20%, schmilzt bei einer Belehnungsquote von 80% (also einem Kredit von 800 000 Fr.) das gesamte in die Finanzierung gesteckte Eigenkapital dahin (vgl. Grafik). Wer beim Kauf seine finanziellen Möglichkeiten ausgereizt hat (etwa durch den Vorbezug von Mitteln der Pensionskasse und den Einsatz von Geldern aus der Säule 3a), riskiert unter Umständen den Verlust des Eigenheims.

Dies vor allem dann, wenn noch negative Ereignisse im privaten Umfeld wie Arbeitslosigkeit oder Scheidung hinzukommen. Wenn es einmal brenzlig wird, machen sich viele Nachteile von Immobilien erst richtig bemerkbar. So lassen sie sich weder schnell an der Börse verkaufen noch in kleineren Stücken, etwa zimmer- oder gar quadratmeterweise.

Zwar beteuerten die Hypothekenanbieter, dass sie auch in schwierigen Fällen mit dem Kunden eine für beide Seiten akzeptable Lösung anstreben werden. Allerdings fehlten Erfahrungswerte, wie die Banken heutzutage mit

einer grossen Zahl von Schieflagen umgehen würden, gibt Florian Schubiger von den Vermögenspartnern Winterthur zu bedenken. Früher sei der Wert einer Immobilie in Abständen von mehreren Jahren durch einen Bankmitarbeiter berechnet worden, heute liesse sich dieser dank modernen Analysemethoden quasi per Knopfdruck ermitteln.

## Puffer einkalkulieren

Bei einem sinkenden Preisgefüge – in jüngster Zeit ist der langanhaltende Aufwärtstrend quasi zum Erliegen ge-

kommen, und viele Experten sehen den Zenit überschritten – sei nicht auszuschliessen, dass Banken die Belehnungswerte öfter kontrollieren und, wo angezeigt, von ihren Kunden zusätzliches Eigenkapital einfordern werden. Betreffen würde dies zuerst diejenigen, die ihre Bleibe kurz vor Beginn des Preiserfalls erworben haben. Entsprechend rät Schubiger dazu, bei einer Immobilienfinanzierung nicht den vollen Rahmen auszuschöpfen, sondern einen gewissen Kapitalpuffer einzukalkulieren. Auch solle man noch einmal über die Bücher gehen, wenn zwei von drei angefragten Banken die angestrebte Finanzierung als «sehr knapp» bezeichneten oder sie sogar ablehnten.

Neben der durch den Kredit bedingten Erhöhung des Risikos wirkt sich der Immobilienkauf aber auch massgeblich auf die Zusammensetzung der Vermögenswerte aus. Für viele Haushalte stellt das Wohneigentum den mit Abstand grössten Posten dar. Dadurch bestehe schon per se ein hohes Klumpenrisiko in Bezug auf die Anlageklasse, die Währung und den Markt, sagt Daniel Kalt, Anlagechef Schweiz der UBS.

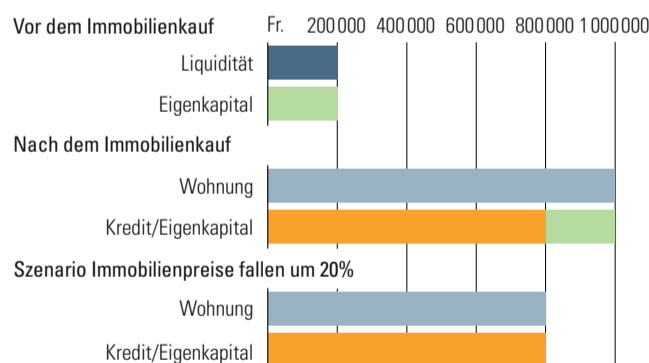
Umso wichtiger sei es dann, dass ein neben der Liegenschaft bestehendes Wertschriftenportfolio gut diversifiziert sei, besonders was die Länderallokation betreffe. In diesem Kontext empfiehlt Kalt zudem, Immobilien im Anlageportfolio nicht nochmals hoch zu ge-

## GELDANLAGE-SERIE

Mit dem heutigen Text zur Rolle von Wohneigentum im Anlagevermögen setzt die NZZ ihre zwölfteilige Serie zu Problemen des Investierens im Tiefzinsumfeld fort. Am nächsten Samstag beschäftigt sich der zehnte Teil mit der Frage, welche Dienstleistungen und Anlagemöglichkeiten den Kunden ab welcher Vermögensgrösse offen stehen.

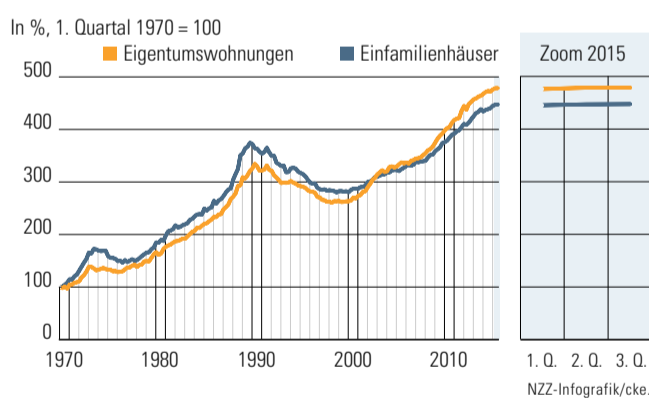
NZZ [www.nzz.ch/finanzen](http://www.nzz.ch/finanzen)

### Immobilienwert beeinflusst Eigenkapital direkt



QUELLEN: EIGENE DARSTELLUNG, WÜEST & PARTNER

### Jüngst gebremster Preisanstieg für Wohneigentum



NZZ-Infografik/cke.

wichten, auch wenn diese als Investment anders geartet seien als die selbstgenutzte Liegenschaft.

Vielfach besteht derzeit auch ein Optimierungspotenzial aufgrund des Tiefzinsumfelds. Sind nämlich die Hypothekenzinsen nach Steuern (Abzugsmöglichkeit beim steuerbaren Einkommen) höher als die in einzelnen Anlageklassen wie Liquidität oder Obligationen zu erzielenden Renditen, bietet es sich oft an, die Hypothek bei Fälligkeit zumindest teilweise zurückzuzahlen. Bedenken sollte man dabei allerdings, dass sich die Bank bei einem später geäusserten Wunsch, den Kredit wieder aufzustocken, querstellen kann.

## STANDPUNKT

## Die Aktienmarkt-Korrektur erhöht die Chance auf ein Jahresendrally

Michael Schäfer Der Einbruch am chinesischen Aktienmarkt hat tiefe Spuren bei den Investoren hinterlassen. Sorgen bereiten den internationalen Marktteilnehmern weniger die Entwicklungen an den Börsen in Schanghai, Shenzhen und Hongkong, sondern die Frage, ob die chinesische Konjunktur, die in den vergangenen Jahren eine der Lokomotiven der Weltwirtschaft war, schnell an Schwung verliert. Dies hat Bedenken über den Zustand der globalen Wirtschaft genährt. Für viele Anleger lautet die zentrale Frage nun, ob die Turbulenzen eine temporäre Korrektur darstellen oder ob sie das Ende des jahrelangen Bullenmarktes eingeläutet haben und die Zeit der Bären angebrochen ist.

Wenig abgewinnen kann diesem pessimistischen Szenario Timothy Hayes, Chefstrategie der Ned Davis Research Group. Die Gefahr einer weltweiten Rezession hält er für sehr gering. Die Daten zur amerikanischen Konjunktur seien mit wenigen Ausnahmen in jüngster Zeit positiv ausgefallen. Auch wenn am Freitag die Arbeitsmarktdaten etwas enttäuscht hätten, seien gerade hier deutliche Fortschritte erzielt worden. Die Auswirkungen der von China ausgehenden Schockwellen seien bisher eher lokal beschränkt gewesen. So hätten Länder wie Japan oder Südkorea einen gewissen Rückgang des Handels mit China verzeichnet. Das Ausmass der Abkühlung sei jedoch nicht besorgniserregend, ebenso wenig wie das der bis jetzt zu beobachtenden Kapitalabflüsse aus den Ländern der Region. Befürchtungen hinsichtlich einer neuerlichen Krise der Schwellenmärkte hält er dementsprechend für übertrieben.

Die aktuelle Korrektur werde durch Bewertungen getrieben, die zu stark den Fundamentaldaten enteilt seien. Es sei wahrscheinlich, dass der Prozess einer Bodenbildung einige Zeit in Anspruch nehmen werde, somit könne diese Phase noch eine Weile dauern. Hayes verweist auf das Jahr 2011, in dem der MSCI-World-Index im Juli und August um 16% korrigierte und in den folgenden Wochen noch etwas tiefer sank, bevor er im Oktober wieder deutlich anstieg. Dieses Mal habe der Absturz «nur» 11% betragen, habe aber dazu geführt, dass sich die meisten Aktienindizes deutlich an ihre mehrjährigen Durchschnitte angenähert haben und teils sogar wieder unter diesen liegen.

Aus fundamentaler Sicht spreche auch für Aktien, dass die umfangreichen Stimulierungsmassnahmen der Zentralbanken weiter anhalten. Der tiefe Erdölpreis wirke insgesamt gleichfalls unterstützend auf die Weltkonjunktur. Früher oder später werde sich die Überzeugung an den Märkten durchsetzen, dass die Rezessionsängste und damit die Korrektur an den Aktienbörsen übertrieben waren. Viel Rückenwind für Aktien dürfte laut Hayes weiterhin von den tiefen Zinsen ausgehen. Angesichts

des Ausmasses der Überbewertung der Anleihemärkte würde auch eine Erhöhung der Leitzinsen durch die US-Notenbank Fed daran nichts ändern. Sollte das Fed diesen Schritt Mitte September vornehmen, erwartet Hayes – wie die Mehrzahl der Marktbeobachter –, dass er geringfügig sein wird.

Die Chancen stünden gut, dass dies als Zeichen einer sich auf einem guten Pfad befindenden Wirtschaft interpretiert würde und damit ein Kaufsignal darstellte. Bis die Zinsen zu einer Bedrohung für die Aktienmärkte würden, sei noch ein sehr weiter Weg zu gehen. Nehme man alles zusammen, seien die jüngsten kurzfristigen Aufwärtsbewegungen der Aktienmärkte nicht als «Hüpfen einer toten Katze» («dead cat bounce») zu werten. So werden nicht nachhaltige Kurserholungen nach einem kräftigen Einbruch bezeichnet. Besser



«Die Aufwärtsbewegungen der Aktienmärkte waren keine «Hüpfen einer toten Katze».»  
Timothy Hayes  
Ned Davis Research

treffe das alte Sprichwort zu, laut dem Katzen neun Leben besässen.

Wenn die Aktienmärkte wieder kräftigere Lebenszeichen von sich geben würden, sei schwer prognostizierbar. Aus technischer Sicht spreche bereits heute einiges dafür, dass die Märkte nahe ihren Tiefs stehen. Sowohl die kürzlich erreichten Volatilitätswerte als auch der rekordhohe Pessimismus sprächen dafür, dass der Prozess einer Bodenbildung begonnen hat. Für die Zeit nach deren Abschluss sieht Hayes gute Chancen für ein Jahresendrally. Die Märkte seien zwar nicht gerade billig, aber doch markant günstiger bewertet als vor wenigen Wochen. Zudem seien die Gewinnerwartungen der Analytiker in jüngster Zeit gesunken. Die Chancen, dass viele Unternehmen in der nächsten Berichtssaison diesbezüglich positiv überraschen werden, seien somit klar gestiegen. Hayes hält es sogar für wahrscheinlich, dass das Rally die Indizes über ihre jeweiligen Jahreshochs führen werde.

Am stärksten von einem solchen Rally profitieren werden seiner Ansicht nach die Aktien von kleinkapitalisierten Unternehmen, die hohe Wachstumsraten aufweisen. Auch auf rohstofflastige Länder bzw. Indizes (Kanada, Australien, Grossbritannien, aber auch die Schwellenländer) sieht Hayes wieder bessere Zeiten zukommen. Durch die massiven Rückgänge der Rohwarenpreise belaste das strukturelle Überangebot weniger als in der Vergangenheit, und die günstigen Bewertungen träten wieder stärker in den Vordergrund.

Vor dem Einkauf in eine Pensionskasse gilt es deren Strategie und deren Manöver genau zu analysieren.

ARNOLD BALZARINI / KEYSTONE

## Wie gut ist die Pensionskasse?

Bei der Beurteilung der Qualität einer Vorsorgeeinrichtung helfen Kennzahlen

Die Qualität der Pensionskasse einzuschätzen, ist für viele Bürger wichtig. Dies gilt besonders, wenn sie freiwillige Einzahlungen erwägen.

MICHAEL FERBER

Geld anzulegen, ist in der Schuldenkrise sehr schwierig. Viele Sparer denken deshalb über einen Einkauf in die Pensionskasse nach. Vorteil eines solchen ist immerhin ein gewisser Steuervorteil. Wichtig dabei ist aber die Qualität der Pensionskasse.

Ein erstes Kriterium dafür ist die Kommunikation der Vorsorgeeinrichtung. Laut Roland Schmid, Geschäftsführer von Swiss Life Pension Services, gibt es dabei grosse Unterschiede. Während manche Pensionskassen nur ein paar Daten ins Internet stellen, informieren andere ihre Versicherten sehr umfassend. Letzteres sei ein gutes Zeichen und zeige, dass eine Vorsorgeeinrichtung Wert auf Transparenz bezüglich ihrer finanziellen Lage lege. Ein weiteres Kriterium, anhand dessen Versicherte ihre Pensionskasse beurteilen können, ist aus Schmid's Sicht die Beteiligung des Arbeitgebers an den Beiträgen. Viele Arbeitgeber in der Schweiz zahlten 60% der Beiträge für ihre Versicherten, manche nur 50%. Höhere Zahlungen seien wie ein zusätzlicher

Lohnbestandteil für den Versicherten und so aus dessen Sicht zu begrüssen.

Ein wichtiges Kriterium bei der Bestimmung der Qualität einer Pensionskasse ist der Deckungsgrad. Dieser gibt einen Hinweis darauf, ob die Kasse ihre finanziellen Verpflichtungen erfüllen kann. Ein Deckungsgrad von 100% bedeutet, dass die Vermögenswerte die Verpflichtungen voll abdecken. Der Deckungsgrad ist allerdings immer abhängig vom technischen Zins, mit dem die Vorsorgeeinrichtung die Höhe ihrer künftigen Erträge einschätzt. Aufgrund der extrem niedrigen Zinsen haben viele Kassen ihre technischen Zinssätze jüngst deutlich gesenkt, manche rechnen aber mit zu hohen Sätzen. Ebenfalls wichtig ist der Umwandlungssatz. Dies ist der Prozentsatz des angesparten Vermögens in der Pensionskasse, der den Rentnern jährlich ausbezahlt wird.

Diese Kennzahlen gilt es bei der Bewertung der Pensionskasse zu berücksichtigen. Schmid nennt als Beispiel eine Kasse mit einem technischen Zins von 2,5% und einem Umwandlungssatz von 7%. Sie produziere mit jedem neuen Pensionierten einen Verlust, da der Umwandlungssatz zu hoch angesetzt sei. So erhielten die Pensionierten Renten, die auf Kosten der Aktiven gingen. Da dies auf Dauer die Situation der Kasse belastet, sei jüngeren Aktiven hier von einem Einkauf abzuraten. Ältere Aktive kurz vor der Pensionierung könnten sich hingegen einen Einkauf überlegen,

da sie ja von dem hohen Umwandlungssatz profitieren könnten. Wie das Bundesamt für Sozialversicherungen in einer Studie dargelegt hat, besteht eine solche Situation oft bei «BVG-nahen» Kassen, die nur das gesetzliche Minimum bzw. wenig mehr versichern. Sie können den gesetzlich festgelegten – zu hohen – Umwandlungssatz von 6,8% nicht durch einen niedrigeren Umwandlungssatz im Überobligatorium, den sie selbst festlegen können, abfedern.

Eine weitere Kennzahl, die es bei der Bewertung einer Pensionskasse zu berücksichtigen gilt, ist das Verhältnis von Aktiven zu Rentnern. Dieses ist im Jahresbericht der Pensionskasse angegeben. Als Beispiel nennt Schmid eine Kasse mit einem hohen technischen Zins von 3% und einem recht hohen Rentneranteil von 50%. Hier sei ein Einkauf weniger zu empfehlen, da davon auszugehen sei, dass der technische Zins wegen der ultraniedrigen Kapitalmarktzinsen in der Zukunft sinkt. Da sich dann der Wert der Verpflichtungen der Rentner erhöht, drohen möglicherweise sogar Sanierungsmassnahmen. Solche werden in der Regel ab einem Deckungsgrad von 90% nötig. Ist eine solche Entwicklung absehbar, sollten Versicherte von einem Einkauf absehen.

Ein wichtiges Qualitätskriterium ist auch die Situation des Unternehmens bzw. die seiner Branche. Sind die Perspektiven eher schlecht, spricht dies gegen einen Einkauf in die Kasse.

# Zinsänderungsrisiko ist grosse Gefahr für klei

Die Zentralbanken haben die Finanzmärkte lange mit billigem Geld geflutet und beflügelt – nach der ersten Zinserhöhung in Amerika blicken

In den USA steigen die Zinsen, in Europa und Japan bleiben sie tief. Was machen die Anleger am besten daraus?

**Jochen Felsenheimer:** Ich glaube nicht, dass das im kommenden Jahr das zentrale Problem sein wird. Betrachtet man die langfristigen Zinsen in den USA, dann ist nicht viel passiert. Die Märkte erwarten einen geringen Zinsanstieg und keinen Turnaround.

**Jens Ehrhardt:** In Amerika wird es nicht die übliche Bremspolitik der Vergangenheit geben. Die Inflation ist gleich null und die Stimmung in der produzierenden Wirtschaft nicht überragend; das würde eher dafür sprechen, Gas zu geben. Trotzdem musste die amerikanische Zentralbank (Fed) den Leitzins erhöhen, um das Gesicht zu wahren. Mit der Begleitmusik, datenabhängig zu agieren, ist nun die Unsicherheit verschwunden – und das ist für die Börsen eher leicht positiv als negativ.

**Daniel Kalt:** Das sehen wir ähnlich. Es ist nicht das erste Mal, dass das Fed beim Zinszyklus voranschreitet. Die europäischen Volkswirtschaften hinken diesmal punkto Produktionslücken weiter hinterher als früher. In den USA ist bald ein gewisser Lohndruck möglich. Der deutete darauf hin, dass dort der Erholungszyklus den besten Teil noch vor sich hätte, sollte er die Konsumenten erfassen. Das wäre gut für den Zusammenhalt der Gesellschaft, nachdem bisher primär die Vermögenden von der «Asset-Preis-Inflation» profitiert haben.

**Ehrhardt:** Wir befinden uns in einer einmaligen Situation, weil der Aufschwung trotz enormen Stimuli langsam und fragil erscheint. Es spricht punkto Ungleichheit Bände, dass viele Amerikaner auf Essensmarken angewiesen sind.



Daniel Kalt.



Jens Ehrhardt.



Jochen Felsenheimer.

Ist die Gefahr real, dass die USA in eine Rezession zurückfallen?

**Michael Strobaek:** Vorerst erscheint diese Gefahr gering. Die Zinserhöhung im Dezember war unvermeidlich. Das Fed macht nach einem ersten Zinsschritt so gut wie nie Pausen – wenn es geht, dann geht es. Zum Beispiel 25 Basispunkte von Quartal zu Quartal auf dem Weg zu einer Normalisierung. Es baut so Flexibilität auf, um Spielraum zu haben, wenn die nächste Rezession kommt.

Sie erwarten also den Beginn eines Zinserhöhungszyklus – was bedeutet das für den Dollar?

**Strobaek:** Die Zinserhöhung auf bis zu 4% in den nächsten vier Jahren könnte das US-Wachstum bremsen und den

«Negativzinsen können den Grundstein für eine Bankenkrise in der Schweiz legen.»

Daniel Kalt  
Chefökonom Schweiz bei der UBS

Dollar schwächen – oder die zunehmende Zinsdifferenz könnte ihn stärken. Wir denken, der Dollar bleibt angesichts der expansiven Geldpolitik in Europa und in Japan in den nächsten Jahren nach anfänglicher Seitwärtsbewegung stark. Man sollte als Anleger überlegen, wie man davon profitiert.

**Ehrhardt:** Der Dollar müsste theoretisch stärker werden, wenn die Europäer die Zinsen unten halten und die Ameri-

kaner sie hochsetzen. Das Dumme ist nur, dass sich alle darauf einstellen – und dann kommt es häufig nicht so wie erwartet. Im Grunde ist «dollar short» immer noch der «most crowded trade». Ich fühle mich mit solchen Konsensmeinungen, die es auch in Form der Übergewichtung europäischer und japanischer Aktien gibt, meist nicht wohl.

Viele setzen auf den Dollar und betrachten Rohstoffe und die Schwellenländer skeptisch. Lohnt sich eine Wette dagegen?

**Kalt:** Die Märkte in den Schwellenländern werden sich irgendwann stabilisieren; zumindest in China wird Gegensteuer gegeben. Es ist eine Frage des Timings, ob man dabei ist, wenn der ganze «Rohstoff- und Schwellenländerkomplex» dreht.

Die Dollar-Schulden haben in den Schwellenländern seit der Krise ungebremst zugenommen. Ist das ein Risiko?

**Felsenheimer:** Es gibt keinen pauschalen Anstieg der globalen Verschuldung, da jedem Schuldner ein Gläubiger gegenübersteht. Aber das weltweite Kredit- und Kontrahentenrisiko ist in den letzten Jahren stark geklettert. Dieser Anstieg geht einher mit sehr niedrigen Risikoprämien: Wir haben also immer mehr Kreditrisiko auf der Welt, das nicht adäquat kompensiert wird. Bedenklich ist, dass durch das höhere Kreditvolumen nur ein begrenztes Wachstum erkauft wurde. Diese Entwicklung ist nicht nachhaltig und kann letztlich sogar zu rezessiven Impulsen führen.

Droht nach der Immobilienkrise in den USA und der Staatsschuldenprobleme in

Jens Ehrhardt

Jens Ehrhardt ist Fondsmanager, Vorstandsvorsitzender und Hauptaktionär der Münchner Vermögensverwaltungsgesellschaft DJE Kapital. Nach wirtschaftswissenschaftlichem Studium und ersten Berufserfahrungen promovierte er 1974 über «Kursbestimmungsfaktoren am Aktienmarkt» und gründete im selben Jahr sein Unternehmen.

Europa nun eine Schwellenländerkrise?

**Ehrhardt:** Gefährlich sind weniger die Staatsschulden als die der Privaten. Man muss hinschauen, wo diese entstanden sind: in Asien bei den Unternehmen und vor allem in Dollars. Wenn dieser bei einem Betrag von weltweit 10 Bio. \$ um 25% steigt, hat man plötzlich 2,5 Bio. \$ mehr Schulden in Landeswährung. Da sich die Verschuldung nicht beliebig ausweiten lässt, fehlt ein Wachstumsmotor. Der Welthandel geht zurück, und die Exporte und Importe fallen. So muss die Frage möglicherweise mit Ja beantwortet werden.

Was wären die gefährdeten Länder?

**Strobaek:** Man muss die Entwicklung in Ländern wie Brasilien und Russland mit den Zyklen im Rohstoffbereich verbinden. So hat etwa der Rückgang des Ölpreises von 110 \$ auf 35 \$ strukturell zu veränderten Nachfrage- und Wachstumsbedingungen geführt. Viele aufstrebende Länder haben sich nicht an diese neue Realität angepasst. Das von Korruption geplagte Brasilien etwa ist unfähig, Strukturprobleme zu lösen, seit es vom Export von Öl, Eisenerz, Kupfer usw. abhängig wurde. Der tiefe Ölpreis ist eher eine Gefahr als ein Vorteil.

Wieso – früher war ein steigender Ölpreis ein Risiko, und nun soll es ein tiefer sein?

**Kalt:** Die rasche Veränderung ist das Problem. Man darf nicht vergessen, dass der Ölpreis 2008 bei 140 \$ gewesen ist, dann ist er bis auf 40 \$ gefallen, danach wieder auf 100 \$ gestiegen, und jetzt liegt er bei etwa 35 \$ je Fass Erdöl der Sorte WTI. Das sind enorme Schwankungen.

Wieso ist der tiefe Ölpreis ein Problem?

**Strobaek:** Niedrigere Investitionen und fallende Gewinne in der Energieindustrie haben zu steigenden Anleihe-Spreads geführt. Wenn es so weitergeht, kann der Prozess zu Konkursen führen. Abgesehen davon drohen geopolitische Unwägbarkeiten. Saudiarabien etwa muss Währungsreserven abbauen und Anleihen emittieren, um seine Ausgaben zu decken. Sein Haushaltsdefizit hat Werte um die 20% vom BIP erreicht. Die Nervosität im Nahen Osten ist gross. **Felsenheimer:** Die Zahlungsausfälle sind längst da, nicht einmal nur ölpreis-

bedingt. Venezuela steht kurz davor, Puerto Rico steht kurz davor, und bei den amerikanischen Kohleproduzenten sind die Ausfallraten dramatisch. Das wäre ohne «Spillover-Effekte» nicht so schlimm. Diese haben aber inzwischen auf die Stahlbranche und indirekt auf Firmen wie Bombardier übergegriffen.

In der Stahlbranche müssen die Überkapazitäten ohnehin bereinigt werden.

**Felsenheimer:** Sicher ist das im funktionierenden Kapitalismus gut; der eine kommt, der andere geht. Aber es ist keine Wohlfühlsituation und wird Anlegern in den nächsten Jahren einige Verluste verursachen.

**Ehrhardt:** Das Thema hängt wieder mit den Schwellenländern zusammen. China exportiert sehr viel Stahl – und das hat dazu beigetragen, dass die Aktien von ArcelorMittal und anderen Rohstofffirmen unter Druck geraten sind.

Wie würden Sie deren Lage beschreiben?

**Ehrhardt:** Bei Eisenerz spielt nicht nur die schwache Nachfrage aus China eine Rolle. Australische und südamerikanische Firmen wie Vale produzieren sehr

«Zu viel billiges Geld für jeden hat zu Überkapazitäten und fallenden Preisen geführt.»

Jens Ehrhardt  
Vorstandschef von DJE Kapital

viel, um hochpreisige Anbieter aus dem Markt zu verdrängen. Normalerweise würden fallende Preise zu geringerer Produktion führen – aber bis jetzt ist das nicht der Fall. Folglich sind einige Ausfälle bei den Anleihen denkbar. 2016 wird wohl nicht Amerika für Aufregung sorgen, sondern eher die Schwellenländer – möglicherweise China.

Wie schätzen Sie dort die Lage ein?

**Kalt:** Sicher ist ein Teil des chinesischen Wachstums durch die steigende Verschuldung von der Zukunft geborgt.

Allerdings waren Stimulierungsmassnahmen in der Finanzkrise nötig. Auch das Ende der jahrelangen Aufwertung der Währung scheint bewusst herbeigeführt. Ihre Stärke hat dem Land lange genutzt, indem es die Exporttätigkeiten der überhitzten Schwerindustrie gebremst und den Binnenkonsum gestützt hat. Nun scheint das gut messbare Wachstum des Industriesektors abzunehmen, während die zunehmenden Dienstleistungsaktivitäten möglicherweise noch nicht vollumfänglich messbar sind. Man kann die Lage in China skeptisch oder auch positiv betrachten.

**Ehrhardt:** Die Entwicklung Chinas ist für 2016 entscheidend. Sollten dort die Einmal-Stimulierungen nicht funktionieren, wird es schwierig. Zum Glück sind am ehesten die Staatsunternehmen überschuldet und nicht die mittleren und kleineren Privatunternehmen; so kann der Staat nachhelfen. Die Chinesen haben das Sich-Durchwursteln bisher gut hinbekommen. So hat sich der Exportanteil Chinas an der Weltwirtschaft ständig erhöht, obwohl die chinesische Währung über die Jahre um gut 30% stärker geworden ist. Es muss also nicht unbedingt so negativ kommen, wie das vonseiten der Kritiker dargestellt wird. China hat auch geldpolitisch noch ein paar Pfeile im Köcher.

**Strobaek:** Die Abwertung der Währung ist ein Zeichen dafür, dass sich China politisch, wirtschaftlich und finanziell weiter öffnet. Unglücklich war jüngst allenfalls, dass man in China glaubte, die Aktienmärkte manipulieren zu können. Das hat Glaubwürdigkeit gekostet. Anleger haben Milliarden verloren – darunter einflussreiche und wichtige Leute. Ich glaube aber nicht, dass China kurzfristig rezessionsgefährdet ist.

Wer beflügelt die Weltwirtschaft 2016?

**Ehrhardt:** China sollte nicht unterschätzt werden, immerhin ist das Land real die grösste Volkswirtschaft der Welt. Wenn sie nur um 5% wächst, gibt das einen grösseren Schub für die Weltwirtschaft, als wenn das BIP-Wachstum der USA von 2% auf 2,5% steigt. Die Bedeutung ist besonders gross für die Exportfirmen der Asean-Staaten; und die japanischen Banken haben viele Kredite vergeben. China würde alles mit

# neure und mittlere Schweizer Banken

viele Fachleute kritisch auf die überaus bedenklichen Nebenwirkungen dieser Strategie



Michael Strobaek.

BILDER ADRIAN BAER / NZZ

herunterziehen, sollte es in eine Krise geraten. Aufgrund eines enormen Handelsbilanzdefizits sind auch die USA an seiner Stabilität interessiert. Das Defizit würde noch grösser, sollte der Yuan schwächer werden – wovon ich ausgehe.

Die Welt-Nachfrage lässt sich bei hohen Überkapazitäten wegen hoher Schulden nicht mehr künstlich steigern. Ist das «keynesianische Experiment» am Ende? **Ehrhardt:** Keynes selbst war vorsichtiger, als man denkt. Er wäre wahrscheinlich nicht glücklich mit dem Quantitative Easing und anderen geldpolitischen Massnahmen der modernen Zeit. Heute gibt es zu viel billiges Geld für jeden, die Unternehmen haben zu viele Kapazitäten aufgebaut, und die schlechten Firmen sind nicht pleitegegangen. So hat das Angebot zugenommen, und die Preise fallen, statt zu steigen – was das Ziel der Notenbanken war.

**Felsenheimer:** Die Zentralbanken haben zwar Inflation geschaffen, aber nur an den Finanzmärkten. An den Bondmärkten zum Beispiel sind viele Papiere emittiert worden, die man von der Bonität her als Schrott bezeichnen muss. Inzwischen sehen wir die ersten Ausfälle. Faktisch ist der Transmissionsmechanismus aus der Finanz- in die Realwirtschaft gestört. Dieses Grundproblem lässt sich nicht mit weiteren monetären Massnahmen lösen. Möglicherweise wäre eine Drosselung der Liquidität die klügere Strategie.

Quantitative Easing wirkt also eher deflationär als inflationär?

**Kalt:** Die Wirksamkeit jedes zusätzlichen Programms nimmt ab, der Grenznutzen sinkt. Klassisch kommt es zu Preissteigerungen in breitem Ausmass, wenn eine Lohn-Preis-Spirale entsteht. Die amerikanische Volkswirtschaft steht zyklisch wohl am ehesten davor. Ist der Arbeitsmarkt erst einmal ausgetrocknet, kommt rasch Lohndruck auf. Janet Yellen ist als Spezialistin für den Arbeitsmarkt eine gute Besetzung für die Präsidentschaft des Fed. Sie muss erkennen, wann es so weit ist.

**Felsenheimer:** Quantitative Easing hat zu enormen Verzerrungen an den Finanzmärkten geführt, wie sie sich zum Beispiel an den negativen Swap-Spreads

in den USA zeigen; die sind unsinnig. **Strobaek:** Ich glaube nicht, das «Quantitative Easing» deflationär wirkt. Heute kommen die deflationären Impulse von der steigenden Produktivität, von der Überalterung der Bevölkerung und davon, dass vielfach die Grenzen der Verschuldung erreicht worden sind. Das Hauptproblem für die Märkte ist, dass die Unternehmen ihre Umsätze kaum noch steigern können. Die Gewinne

«Es gibt zu viele Kreditrisiken, die bei weitem nicht adäquat kompensiert werden.»

Jochen Felsenheimer  
Geschäftsführer von Xaia Investment

nehmen alleine aufgrund von Kostensenkungsmassnahmen, der Anpassung von Geschäftsmodellen usw. zu. Insgesamt ist es gut, dass die amerikanische Geldpolitik nun weniger aggressiv wird.

Wann und auf welchem Niveau werden sich die US-Zinsen normalisiert haben?

**Kalt:** In diesem Punkt sind sich die Fed-Gouverneure selbst nicht einig. Ihre Einschätzungen, was künftig der «normale» Zins sein wird, sind in der jüngeren Vergangenheit immer weiter nach unten genommen worden.

**Ehrhardt:** Frau Yellen will keinesfalls den Fehler des Fed von 1937 wiederholen und monetär zu früh bremsen. Sie ist sozial eingestellt und richtet ihr Augenmerk auf den Arbeitsmarkt. Die USA werden nächstes Jahr kaum das Hauptproblem sein, da der Zinserhöhungszyklus langsam sein wird. Gefährlich wären schnelle Zinserhöhungen, da wegen hoher Schulden vieles fragil ist.

Droht ein inflationärer Impuls, wenn der durch den Zerfall der Energiepreise ausgelöste Basiseffekt aus der Statistik fällt?

**Kalt:** In Europa hat die Kerninflationssrate schon vor einem halben Jahr gedreht und zeigt nun nach oben. Das Bild in Sachen Deflation sieht nicht mehr be-

drohlich aus, wenn man die Energiepreise herausrechnet. Wir könnten bald eine schnelle Normalisierung sehen.

**Felsenheimer:** Die Lage in Europa ist natürlich extrem unterschiedlich. In den Peripherie-Ländern ist nicht damit zu rechnen, dass es zu klassischer Inflation über den Arbeitsmarkt kommt.

**Ehrhardt:** Früher haben die Notenbanker immer gesagt, man muss bei der Inflation auf die Kernrate schauen. Heute ist es genau umgekehrt. Auch in Sachen Inflation oder Deflation muss man im Jahr 2016 mit einer Gratwanderung rechnen.

Wie sehen Sie die Politik der EZB? Präsident Mario Draghi hat die Märkte Anfang Dezember offenbar enttäuscht.

**Ehrhardt:** Er hat vorher zu hohe Erwartungen geweckt, die er nicht erfüllt hat.

Wurde Draghi im EZB-Rat gebremst, oder hat er sich einfach verplaudert?

**Strobaek:** Ich glaube, er hat einfach zu viel versprochen. Dennoch spielt die EZB eine unheimlich kraftvolle Rolle beim Zusammenhalten der Währungsunion. Das hat man im Fall Griechenland gesehen. Die EZB hat ihre kommunikative Rolle aber ausgereizt und muss jetzt tatsächlich liefern – und eine Inflation von nahe, aber unter 2% erreichen.

**Kalt:** Ende 2016 könnte die Inflation im Euro-Raum schon bei rund 1,6% liegen, dann wäre die EZB sehr dicht am Ziel.

Warum wurden dann die Anleihekäufe jetzt noch einmal verlängert?

**Kalt:** Draghi hat mit seinem «whatever it takes» im Sommer 2012 wohl die effektivste verbale Intervention eines Notenbankers der Geschichte geliefert. Im Oktober hat er sich aber verrannt, als er den Märkten zu viel versprochen hat. Vermutlich wurde er dann im EZB-Rat von Leuten wie Bundesbankpräsident Jens Weidmann ausgebremst.

**Felsenheimer:** Nicht die Geldpolitik ist sein Problem, sondern die Kombination zwischen Geldpolitik und regulatorischen Anforderungen. Die EZB möchte, dass Banken mehr Kredite vergeben. Doch unter der Regulierung «Basel II» fällt es Banken schwer, ihr Kreditbuch weiter auszubauen, weil die regulatorischen Kosten gestiegen sind.

**Strobaek:** In der Schweiz sieht man das auch durch die Negativzinsen. Die Unternehmen verwenden das Geld, um Kredite zurückzubezahlen. Sie können quasi Geld verdienen, wenn sie Kredite zurückzahlen, während sie das Parkieren von Cash bei der SNB Geld kostet.

Ist wirklich die Kreditvergabe das Problem oder nicht doch die geringe Nachfrage nach Krediten durch die Firmen?

**Felsenheimer:** Durch die ultraniedrigen Zinsen werden viele Unternehmen im Markt gehalten, die bei höheren Zinsen nicht lebensfähig wären. Es braucht die kreative Zerstörung, damit schwache Firmen vom Markt verschwinden.

**Kalt:** In der Schweiz könnten die Negativzinsen den Grundstein für die nächste Bankenkrise legen. Wenn die Zinsen einige Jahre so tief bleiben und dann irgendwann schlagartig steigen, wird das viele kleinere und mittlere Banken in Bedrängnis bringen. Diese leben nämlich zu 80% von der Zinsmarge. Der Anteil zehnjähriger Hypotheken steigt deutlich, und damit sind die Aktivzinsen über lange Laufzeiten tief festgebunden. Wenn auf der Passivseite die Zinsen schnell hochgehen, wird es kritisch. Das Zinsänderungsrisiko ist enorm.

**Strobaek:** Die Kreditqualität der Hypotheken-Portfolios bei den Grossbanken hat sich durch die Regulierung wohl nicht verschlechtert. Aber kleinere und mittlere Institute sind gefährdet, vielleicht auch Versicherungen.

War die Einführung der Negativzinsen durch die SNB ein Fehler?

**Kalt:** Fehler wäre zugespielt. Es geht immer um eine Güterabwägung zwischen verschiedenen Interessen sowie unterschiedlichen Nebenwirkungen. Für Pensionskassen sind die niedrigen Zinsen eine Katastrophe, und wie erwähnt sind die Zinsänderungsrisiken für viele Banken ein substanzielles Risiko. **Felsenheimer:** Riskant sind vor allem auch die stark wachsenden Kredite bei niedrigen Zinsen. Wären die Zinsen viel höher, wäre ein hohes Kreditwachstum bedeutend ungefährlicher.

Haben wir nicht in ganz Europa ein Problem mit den Bankbilanzen?

**Felsenheimer:** Wenn man jetzt alle Banken in Europa dazu zwingen würde, die faulen Kredite in den Büchern abzuschreiben, dann hätten drei Viertel aller Institute ein grosses Problem.

**Ehrhardt:** In Italien wagen manche Banken durch die niedrigen Zinsen jetzt erstmals transparenter auszuweisen, wie viele problematische Kredite sie haben.

**Strobaek:** Alle künftigen Pensionäre zahlen längst einen hohen Preis für die Nullzinspolitik der letzten Jahre. Und je näher man ans Pensionsalter kommt, desto mehr realisiert man, dass man in den vergangenen Jahren nichts verdient hat. Politisch kann das noch extrem unangenehm werden.

Die Notenbanken sagen, es sei nicht ihre Aufgabe, für hohe Renditen zu sorgen oder Industriepolitik zu betreiben.

**Kalt:** Die SNB macht in einem gewissen Sinn Industriepolitik, indem sie die Exporteure schützt. Allerdings hat die SNB eingesehen, dass sie die Risiken ihrer Politik nicht weiter erhöhen will, und hat deswegen auch den Mindestkurs zum Euro aufgehoben. Geldpolitik ist eine fortwährende Abwägung von Vorteilen und Nachteilen.

**Strobaek:** Die Notenbanken sind in einer Situation, in der sie noch nie

waren. Und sie wissen nicht, wie lange das derzeitige Umfeld noch anhält. Wir rechnen damit, dass die SNB die Zinsen noch stärker in den negativen Bereich senken wird. Und sie wird wie bisher weiter am Devisenmarkt intervenieren.

Was für Schlüsse sollte der Anleger aus dem beschriebenen Umfeld ziehen?

**Felsenheimer:** Die von der EZB zur Verfügung gestellte Liquidität führt nicht dazu, dass die Märkte liquide werden; in kritischen Phasen sinkt die Liquidität sogar, und die Märkte werden sehr volatil. Es kann zu «brutalen» Bewegungen kommen, die fundamental nicht gerechtfertigt sind, weil die Banken keine Bestände mehr halten. Ihr Risiko ist zwar gesunken, aber dafür ist es bei den Vermögensverwaltern gestiegen. Ihre Performance wird im Jahr 2016 durch die Allokation in Aktien dominiert – und bei Aktien sollte man mit fallenden Kursen rechnen.

**Ehrhardt:** Ich befürchte auch, dass der Aktienmarkt 2016 nicht vorankommen wird. Vorübergehend kann es sogar sehr volatil werden. Es gibt in vielen Bereichen gute Argumente für eine positive und für eine negative Sichtweise. Das kann sich unter dem Strich ausgleichen. Wir präferieren Aktien mit guter Dividende und konzentrieren uns darauf, attraktive Einzelwerte zu suchen.

Wie sehen Sie denn die Bewertung der unterschiedlichen Märkte?

**Kalt:** Was ist heute noch billig? Europa und Japan sind attraktiver bewertet als die USA. Staatsanleihen sind allgemein teurer als die Aktienmärkte. Längerfristig bieten also Aktien mehr Potenzial. Auch wir rechnen mit hoher Volatilität

«Die EZB hat ihre kommunikative Strategie ausgereizt und muss nun liefern.»

Michael Strobaek  
Anlagechef bei der Credit Suisse

und wollen vor allem bei der strategischen Vermögensverteilung richtig liegen. Rohstoffe gehören für uns beispielsweise seit zwei Jahren nicht mehr dazu. Dem Schweizer Anleger empfehlen wir eine breite Diversifikation auch in alternative Anlageklassen, und die Absicherung der Währungsrisiken.

**Strobaek:** Wir gehen auch von einem schwierigen Umfeld für Aktien im Jahr 2016 aus. Vom Anleihemarkt darf man ohnehin nicht viel erwarten. Höchstens Bonds von Unternehmen aus dem Industriesektor erscheinen noch aussichtsreich. Regional betrachtet mögen wir Europa, die Schweiz und China. Viele Marktteilnehmer sind zu pessimistisch für China. Wir werden aber bei der Allokation künftig sehr aktiv sein und zeitlich befristete Positionen eingehen.

Haben Sie einen antizyklischen Tipp?

**Strobaek:** Sehr antizyklisch wäre es, auf ein Comeback der Rohstoffe zu setzen. Dabei sollte man sich aber auf Aktien aus diesem Sektor konzentrieren. Bei reinen Rohstoffanlagen sind die Rollkosten derzeit immens hoch. Das können sie kaum wieder hereinholen.

Gesprächsleitung: Christof Leisinger und Michael Rasch

Jochen Felsenheimer

cri. · Jochen Felsenheimer ist Geschäftsführer des Münchner Vermögensverwalters Xaia Investment. Der promovierte Volkswirt ist Autor mehrerer Bücher und wissenschaftlicher Artikel über Kreditderivate, Kreditmärkte und volkswirtschaftliche Fragestellungen. Als Fondsmanager nutzt er gezielt die Ineffizienzen der Finanzmärkte.

Michael Strobaek

ra. · Seit Mai 2013 ist Michael Strobaek globaler Anlagechef bei der Credit Suisse. Zudem leitet der Däne die neue Einheit Investment Solutions und Products (IS&P). Strobaek kam von einer Vermögensverwaltung für sehr reiche Familien in der Schweiz. Davor war er während 14 Jahren in verschiedenen leitenden Positionen bei der UBS tätig.