

# the market

NZZ

Unabhängige Analyse und Meinung  
für bessere Entscheidungen an den Finanzmärkten



themarket.ch

## Anlegen für die lange Frist

Die Inflation bleibt hartnäckig, die Zinsen steigen, und die Lage an den Finanzmärkten ist angespannt. Was bedeutet das für Kapitalanlagen? **The Market** zeigt, was beim Investieren für die lange Frist zählt.

Seite 4: Die Grosswetterlage der Weltwirtschaft

Seite 6: Das Ende der hohen Renditen

Seite 8: Jeffrey Gundlach: «Powell sollte das Tempo drosseln»

Seite 10: Wie Anleger in verschiedenen Lebenslagen investieren können

Seite 12: Zehn simple Regeln, um in schwierigen Märkten zu navigieren

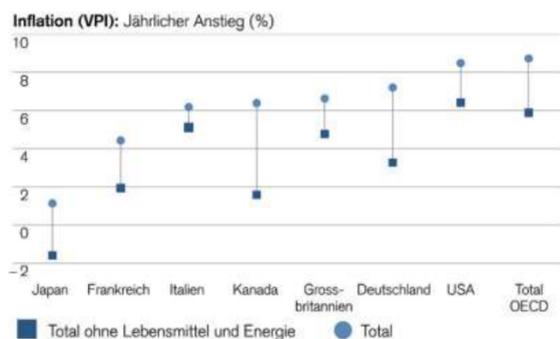
+++ Seite 3: **Auf der Suche nach Normalität** Seite 17: **Reto Ringger: «Nachhaltiges Anlegen durchläuft derzeit eine Phase der Konfusion»** Seite 20: **Mehrendite dank Dividenden-Aristokraten** Seite 22: **Mit diesen Burggraben-Aktien besser schlafen** Seite 29: **Das Best Ideas Portfolio von The Market** +++

# Inflation auf dem Höhepunkt? Optimal durch turbulente Märkte steuern

Die hohen Inflationsraten verursachen bei Investorinnen und Investoren tiefe Sorgenfalten. Die gute Nachricht ist, dass die Inflation ihren Höhepunkt bald erreicht haben dürfte. Doch die Volatilität in den Märkten bleibt bestehen. Wie Anlegerinnen und Anleger auf diese Situation reagieren können.

Die Frage, ob die derzeitigen Inflationsraten vorübergehender Natur sind oder einen strukturellen Wendepunkt darstellen, treibt auch hochvermögende Anlegerinnen und Anleger um. In der ersten Hälfte des Jahres 2022 sorgte eine Vielzahl von Faktoren dafür, dass sich die Marktstimmung eintrübte: Zum einen schwächte sich das globale Wachstum stark ab, hauptsächlich aufgrund des Konflikts zwischen Russland und der Ukraine und der Lockdowns in China.

Zum anderen erhöhten steigende Energiepreise und verschärfte Lieferkettenprobleme den Preisdruck zusätzlich. Entsprechend haben die jährlichen Inflationsraten in sämtlichen grossen Volkswirtschaften Rekordhochs erreicht. Die Inflation ist aber gemäss Analystinnen und Analysten der Credit Suisse dabei, ihren Höhepunkt zu erreichen. Zwar dürften die Preise hoch bleiben, die Preisänderungsrate dürfte sich jedoch nicht im gleichen Tempo fortsetzen. Bis 2023 wird erwartet, dass die Inflation wieder sinkt.



Die Gesamt- und Kerninflationsraten stiegen auf Rekordniveau

Quelle: OECD  
Letzter Datenpunkt: Mai 2022

## Eine gewisse Inflation ist wünschenswert

Die meisten Zentralbanken definieren Preisstabilität heutzutage als eine Inflationsrate von über 0 Prozent. Denn eine leicht positive Inflation von ungefähr 2 Prozent bietet einen gewissen Sicherheitspuffer gegen die Deflation. Wenn die Menschen erwarten, dass die Preise stetig ansteigen, investieren und konsumieren sie eher. Denn sie gehen davon aus, künftig noch mehr bezahlen zu müssen. Dieser Zusammenhang

belebt die Wirtschaft. Eine Deflation hingegen hat einen gegenteiligen Effekt.

## Volatilität an den Märkten setzt sich fort

Die erhöhte Volatilität, die die globalen Märkte im bisherigen Jahresverlauf geprägt hat, scheint nicht abzuklingen. Nicht nur die hartnäckige Inflation, sondern auch das Wirtschaftswachstum, die geldpolitische Straffung und die geopolitische Lage bereiten den Anlegerinnen und Anlegern weiterhin Sorgen. Das spiegelt sich in der enttäuschenden Performance verschiedener wichtiger Anlageklassen seit Jahresbeginn wider.

Wenn China im dritten Quartal seine verarbeitende Wirtschaft wieder öffnet, ist eine Erholung der globalen Industrieproduktion wahrscheinlich, doch selbst das wird möglicherweise nur für wenig Entlastung sorgen. Das zugrunde liegende globale Wachstum bei Waren dürfte sich aufgrund einer Verlagerung hin zu Dienstleistungen, der höheren Energiekosten und der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen abschwächen. Der Dienstleistungssektor hingegen wird durch die gute Arbeitsmarktsituation und die überschüssigen Ersparnisse der Haushalte weiter stimuliert.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Aktien Europa	32,6	22,8	1,3	14,3	37,8	1,9	31,6	21,4	38,5	36,5
Aktien USA	26	13,4	0,6	11,6	26,2	-3,5	24,6	18,7	32,5	0
Aktien Schwellenländer	7,3	2,5	0,1	11,6	21,9	-4,1	24,5	10,1	27	-10,1
REITs	2,8	0,1	-2,3	9,7	10,4	-4,5	18,9	7	17	-11,6
Rohstoffe	1,8	0	-2,7	6,9	9,3	-4,8	12,6	5,9	1	-11,7
HY-Anleihen	0,1	-1,8	-3,8	6	8,6	-10,7	11,8	0,7	0	-11,9
IG-Unternehmensanleihen	-2,3	-5,7	-14,6	0,4	1,7	-14,2	11,8	-8,1	-2,1	-12,8
Cash	-5	-17,9	-23,4	0,2	0,8	-14,3	2,3	-9,3	-2,2	-14

Quelle: BlackRock, Refinitiv, Credit Suisse  
Letzter Datenpunkt: Juni 2022

Volatilität der Märkte trägt zu enttäuschender Performance vieler Anlagen bei Jahresgesamtergebnissen der Indizes in % (bei Wiederanlage von Erträgen oder Dividenden) in USD; Indizes unterliegen keinen Gebühren

## Anlagestrategie anpassen

Die steigende Inflation beeinträchtigt sowohl die Aktien- als auch die Anleihenmärkte, was die traditionelle Diversifikation zwischen Aktien und Anleihen erschwert. Die Marktvolatilität bleibt gleichzeitig erhöht, und die kommende Zeit könnte weitere heftige Ausschläge mit sich bringen – sowohl nach oben als auch nach unten. Aufgrund der hohen Inflationsraten hätten ein Ausstieg aus den Finanzmärkten und das Halten von Barmitteln zum jetzigen Zeitpunkt einen garantierten Kaufkraftverlust zur Folge. Panikverkäufe während des derzeitigen Markttiefs sind entsprechend nicht ratsam.

Eine Strategie im Umgang mit der hohen Volatilität besteht darin, Investments über Aktien und Anleihen hinaus zu diversifizieren. Alternative Anlagen wie Private, Hedge-Fonds und Rohstoffe haben sich dieses Jahr wesentlich besser behauptet als Aktien und Anleihen. Sofern diese Anlageklassen für die Aufnahme in Portfolios geeignet sind, können sie das Gesamtrisiko mindern und das Renditepotenzial steigern.

In Zeiten erhöhter Unsicherheit ist häufig eine längerfristige Perspektive hilfreich. Thematische Anlageansätze wie die jüngst aktualisierten Credit Suisse bieten wertvolle Orientierung in Bezug auf langfristige Anlagechancen.

## Haben Sie Fragen zu diesem Thema?

Das Premium Clients Team der Credit Suisse bietet Ihnen ein breites Spektrum an Dienstleistungen, bei denen Ihre individuellen Bedürfnisse stets im Mittelpunkt stehen:

[credit-suisse.com/premiumclients](https://www.credit-suisse.com/premiumclients)

## Nur einmal anrufen müssen.

Unser Premium Clients Team kümmert sich um Kundinnen und Kunden mit hohen Ansprüchen sowie komplexen Bedürfnissen.

[credit-suisse.com/premiumclients](https://www.credit-suisse.com/premiumclients)

Beste Bank für UHNWI\*

\*Gemäss der Euromoney Private Banking and Wealth Management Survey 2021 und 2022.

Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Abschluss einer Finanztransaktion dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen repräsentieren die Sicht der CS zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Die CS gibt keine Gewähr hinsichtlich des Inhalts und der Vollständigkeit der Informationen und lehnt, sofern rechtlich möglich, jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung der Informationen ergeben.

## MEINUNG

## Auf der Suche nach Normalität

Pandemie, Krieg und Inflation lösen an den Finanzmärkten Turbulenzen aus. Der Wunsch nach einer Rückkehr zur Normalität ist gross. Aber welches Umfeld ist eigentlich normal? **Von Mark Dittli**

Über der Weltwirtschaft tobt ein Sturm. In den USA und in Europa hat die Inflation das höchste Niveau seit mehr als vierzig Jahren erreicht. Bald drei Jahre nach ihrem Ausbruch ist die Covid-Pandemie noch immer allgegenwärtig: China, die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt, schottet sich ab, die Regierung in Peking hält an der Zero-Covid-Politik fest. In der Ukraine wütet der grösste Krieg auf europäischen Boden seit 1945. Europa drohen eine Energiekrise und ein kalter Winter.

Kein Wunder, werden die Finanzmärkte in diesem Umfeld seit Monaten von heftigen Erschütterungen heimgesucht. Wann hören die Turbulenzen endlich auf?

In volatilen Phasen ist es verständlich, dass sich Anlegerinnen und Anleger die Rückkehr zu einer Zeit wünschen, als das Umfeld noch normal war, einer Zeit vor der Pandemie, vor dem Krieg, vor den Schlagzeilen einer drohenden Energiekrise, einer Zeit der gefühlten Stabilität.

## «Vier Jahrzehnte Disinflation und sinkender Zinsen sind vorbei»

Doch was bedeutet «normal» überhaupt? Im grösseren historischen Kontext betrachtet wird deutlich, dass die Jahre vor der Pandemie, vereinfacht gesagt die Zeit seit der Finanzkrise von 2008/09, in hohem Masse abnormal waren. Etwas weiter gefasst müssen die vier Jahrzehnte seit den frühen Achtzigerjahren als abnormal betrachtet werden: Sie boten ein abnormal gutmütiges Umfeld für die globalen Finanzmärkte.

Es ist eine Illusion zu glauben, es gebe eine Rückkehr zu dieser Zeit. Mit Blick auf die kommenden Jahre müssen sich Investorinnen und Investoren auf ein neues Umfeld einstellen.

### Chimerica und Eurussia sind tot

Weit fortgeschritten ist die Zeitenwende – der grosse Begriff ist angebracht – bereits auf der höchsten Ebene, der Geopolitik. In den vergangenen drei bis vier Jahrzehnten, nach der Öffnung Chinas sowie nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion, stand die Weltwirtschaft unter dem Einfluss von zwei überragenden symbiotischen Beziehungen. Für die erste hat der Historiker Niall Ferguson den Begriff Chimerica geprägt: China etablierte sich in der Folge der Reform- und Öffnungspolitik Deng Xiaopings als Werkbank der Welt, bot sich westlichen Konzernen als Outsourcing-Standort an und öffnete die Tür zu seinem eigenen Markt einen kleinen Spalt breit. Die Gesellschaften des Westens, allen voran die USA, profitierten von günstigen Konsumgütern aus China. Die Volksrepublik erhielt für die gelieferten Waren – designed in California, assembled in China – Dollar und rezyklierte diese umgehend ins westliche Finanzsystem.

Eine ähnlich wichtige Symbiose entstand zwischen Russland und Westeuropa. Der Zinsstrategie Zoltan Pozsar von Credit Suisse nennt sie Eurussia: Russland lieferte günstig und verlässlich Rohstoffe nach Europa und erlaubte damit Deutschland, seine Stellung als globales Industrie-Powerhouse und als



Exportweltmeister zu zementieren. Moskau erhielt für die Rohstoffe Euro oder Dollar – und rezyklierte diese umgehend ins westliche Finanzsystem und in die Immobilienmärkte Londons, der Côte d'Azur und der Schweiz.

Eine Symbiose zeichnet sich dadurch aus, dass beide Seiten einen Nutzen aus der Partnerschaft ziehen. Chimerica und Eurussia waren in diesem Sinne Zweckehen: nicht die grosse Liebe, aber abgeschlossen zum beidseitigen Vorteil.

Diese beiden Zweckehen sind zerbrochen. Die strategische Rivalität zwischen China und den USA wächst. Die Eindämmung der Volksrepublik ist so ziemlich das einzige Thema, zu dem Demokraten und Republikaner in Washington noch einer Meinung sind. Joe Biden mag sich einer weniger plumpen Rhetorik bedienen als sein Vorgänger, aber in der Substanz fährt die Biden-Regierung eine härtere Linie gegen China, als Donald Trump es tat. Und die Eurussia-Symbiose? Sie wurde spätestens in Mariupol und Butscha zu Grabe getragen.

Chimerica und Eurussia sind weder an der Pandemie noch am Krieg in der Ukraine zugrunde gegangen. Ihre Erosion geht weiter zurück. China und die USA sind in der klassischen Situation der «Thukydides-Falle» gefangen, in der eine aufsteigende Macht – aus Chinas Perspektive ist es ein Wiederaufstieg an seinen rechtmässigen Platz an der Spitze der Weltordnung – mit den Hegemonialansprüchen einer etablierten Macht kollidiert. Die Eurussia-Symbiose war für Westeuropa derweil schon immer eine gefährliche Illusion, hätten die hohen Politikerinnen und Politiker in Berlin und Paris frühere Reden Wladimir Putins beim Wort genommen. Spätestens die Annexion der Krim 2014 hätte für diese Zweckehen das Ende bedeuten sollen. Nun dauerte es bis Februar 2022, bis Westeuropa erwacht ist.

Doch ungeachtet der Gründe und früherer Verfehlungen: Heute ist Tatsache, dass die Chimerica- und die Eurussia-Symbiose Geschichte sind. Putin hat Russland für den Westen zu einem Paria gemacht, und die Rivalität zwischen Washington und Peking kann mit Fug und Recht als neuer Kalter Krieg bezeichnet werden.

### Der Zinszyklus dreht

Das hat Konsequenzen auf einer weiteren Ebene: dem globalen Zinsgefüge. In den gut sieben Jahrzehnten seit Ende des Zweiten Weltkrieges haben Inflation und Zinsen in den wichtigsten Volkswirtschaften einen einzigen grossen Zyklus durchlaufen. Sie stiegen unter grossen Schwankungen von 1950 bis Anfang der Achtzigerjahre, und von 1981 bis 2021 sind sie in der Tendenz stetig

gefallen. Die vergangenen vier Jahrzehnte waren für die Weltwirtschaft von Disinflation und sinkenden Zinsen geprägt.

Für diesen Trend waren verschiedene Faktoren verantwortlich, etwa die Digitalisierung und die Demografie, als die Babyboom-Generation an den Arbeitsmarkt gelangte. Die Ära der Disinflation und der sinkenden Zinsen ging aber auch massgeblich mit dem Globalisierungsschub von Chimerica und Eurussia einher. Ein riesiger Pool an Arbeitskräften, günstige Produktionskapazitäten und beinahe unerschöpfliche Energie- und Rohstoffreserven garantierten sinkende Preise. Das Rezyklieren von Währungsreserven – beschleunigt nach den schmerzlichen Erfahrungen Südkoreas, Thailands und Indonesiens in der Asienkrise von 1997/98 – in das dollarbasierte Finanzsystem verstärkte den Abwärtsdruck auf die Zinsen.

## «Strukturell sinkende Zinsen begünstigten eine stetige Expansion der Bewertungen»

Einen letzten kräftigen Schub nach unten erhielten die Zinsen im Nachgang der globalen Finanzkrise sowie der Eurokrise, als die Zentralbanken diverse damals noch als «unorthodox» bezeichnete Methoden wie Anleihenkäufe und Negativzinsen anwandten, um Finanzsystem und Konjunktur nach dem Einbruch zu stützen und anzukurbeln.

### Abnormal gutmütiges Umfeld

Das führte zur historisch betrachtet vollkommen abnormalen Situation, dass in den vergangenen rund zehn Jahren in Europa und den USA sowohl die langfristigen, am Bondmarkt ermittelten Zinsen als auch die von den Notenbanken gesteuerten Geldmarktsätze tiefer als die offizielle Inflationsrate lagen. Die Realzinsen bewegten sich über zehn Jahre mehr oder weniger im negativen Bereich.

Diese Konstellation wiederum – mehrere Jahrzehnte strukturell sinkender Zinsen und schliesslich eine Dekade mit negativen Realzinsen – bot den Anleihen-, den Aktien- und den Immobilienmärkten ein überaus gutmütiges Umfeld. Selbstverständlich war auch diese Periode unterbrochen von bisweilen heftigen Krisen, aber sie waren kurz und wurden von den Zentralbanken rasch und beherzt bekämpft. Über weite Strecken waren die vergangenen vier Jahrzehnte an den Vermögensmärkten von der grössten und längsten Hausse aller Zeiten geprägt.

### In Kürze:

- Über vierzig Jahre waren die Finanzmärkte von einem abnormal gutmütigen Umfeld geprägt
- Nun dreht der Zyklus

Strukturell sinkende Zinsen begünstigten eine stetige Expansion des Bewertungsniveaus. Das führte dazu, dass die Aktienmärkte in den vergangenen vierzig Jahren im Durchschnitt deutlich höhere Anlagerenditen abgeworfen haben als im Durchschnitt aller Jahre seit 1900 (vgl. Seiten 6 und 7).

Es war eine schöne Zeit. Doch es ist unwahrscheinlich, dass es in den kommenden Jahren eine Rückkehr zu dieser gutmütigen Konstellation geben wird. Nicht mit der derzeit erlebten Fragmentierung und teilweisen Deglobalisierung der Weltwirtschaft. Nicht mit der Rückkehr der Inflation, die die Zentralbanken zum ersten Mal seit mehr als vierzig Jahren zwingt, ihre Glaubwürdigkeit in der Wahrung der Preisstabilität zu verteidigen – egal, ob sie damit eine Rezession oder einen Einbruch an den Börsen provozieren.

Selbstverständlich wird auch die neue Welt reichhaltige Chancen an den Finanzmärkten bieten. Sie wird nicht immer von Krieg und Krisen geprägt sein. Aber sie wird voraussichtlich volatiler sein, unübersichtlicher, anspruchsvoller. Im Grunde genommen stellt das neue Umfeld, dessen Konturen sich allmählich zeigen, im historischen Kontext eine Rückkehr zur Normalität dar. Es waren die im Rückblick sorgenfrei erscheinenden Jahre und Jahrzehnte vor der Pandemie, die abnormal waren.



Mark Dittli

Chefredaktor und Gründungspartner von The Market. Seine journalistischen Spezialgebiete sind globale makroökonomische Themen und Wirtschaftsgeschichte.

Kontakt: [mark.dittli@themarket.ch](mailto:mark.dittli@themarket.ch)  
Twitter: [@MarkDittli](https://twitter.com/MarkDittli)

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/x33](https://go.themarket.ch/x33)



## THE BIG PICTURE

## Die Grosswetterlage der Weltwirtschaft

2022 war bisher ein überaus anspruchsvolles Jahr an den globalen Finanzmärkten.

The Market nimmt eine Bestandesaufnahme der wichtigsten Entwicklungen vor. **Von Mark Dittli**

«In den Siebzigerjahren gab es mehrere halberzogene Versuche, die Inflation in den Griff zu bekommen. Doch man wollte die Geldpolitik nicht zu sehr straffen, aus Angst vor steigender Arbeitslosigkeit. So ging es ein Jahrzehnt lang, und am Ende hatten wir mehr Inflation und mehr Arbeitslosigkeit.»

Paul Volcker (1927–2019)

2022 war bis anhin ein annus horribilis für die globalen Finanzmärkte. Die Anlageklasse Aktien hat, gemessen am Weltindex von MSCI, seit Beginn des Jahres gut 20% verloren. Obligationen haben gemessen am Bloomberg Global Aggregate Index 17% eingebüsst – 2022 ist damit das schlimmste Jahr für Anleiheninvestitionen seit mindestens vier Jahrzehnten. Kaum eine Anlageklasse – mit Ausnahme einzelner Rohstoffe – wurde von den Rückschlägen verschont.

Die Gründe für das schwierige Umfeld sind vielfältig. Die Rückkehr hartnäckiger Inflation zwingt die Zentralbanken, vor allem die US-Notenbank (Fed), zu einem harten geldpolitischen Bremsmanöver. Dadurch steigen die Zinsen, und den Finanzmärkten wird Liquidität entzogen. Die Börsen, die es jahrelang gewohnt waren, vom Fed üppig mit Liquidität versorgt zu werden, reagieren mit Entzugserscheinungen.

### «Geldpolitische Straffung und eine drohende Rezession bilden ein toxisches Gemisch»

Die Weltwirtschaft wird zudem von mehreren Faktoren gebremst: China fällt als Konjunkturlokomotive aus, weil die Zentralregierung in Peking an der Zero-Covid-Politik festhält und mit Lockdown-Massnahmen auf lokale Ausbruchsherde reagiert. Die Volkswirtschaften Europas leiden unter den hohen Energiepreisen, die den Haushalten und den Unternehmen Kaufkraft entziehen.

Geldpolitische Straffung und Liquiditätsentzug in Kombination mit einer sich abschwächenden Konjunktur bilden ein toxisches Gemisch, besonders für die Aktienmärkte, die Ende 2021 nach einer mehr als zehnjährigen Hausse hoch bewertet waren.

The Market nimmt eine Bestandesaufnahme der Grosswetterlage vor, wie sie sich für Weltwirtschaft und Finanzmärkte im September 2022 präsentiert.

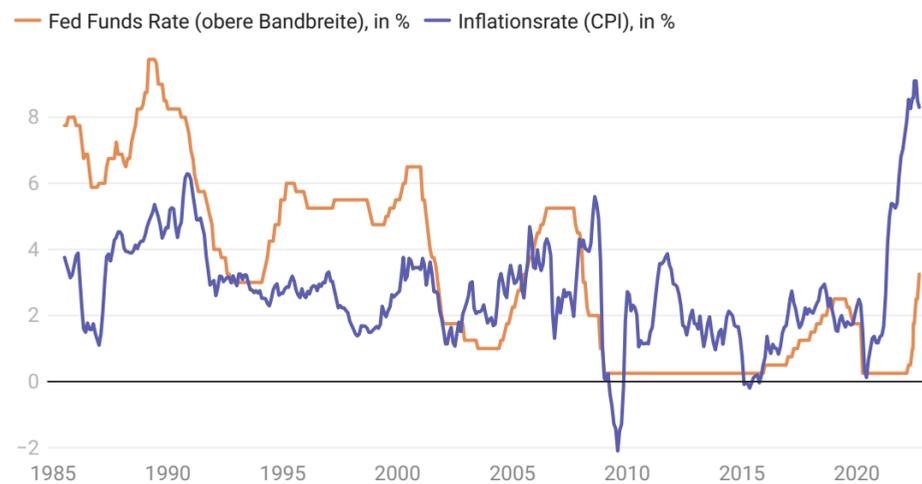
### Überstimulus und Inflation

Zunächst ein Rückblick.

Um einen Kollaps der Wirtschaft während der Covid-Pandemie zu verhindern, haben Staaten und Notenbanken in den Jahren 2020 und 2021 weltweit eine in Friedenszeiten präzedenzlos expansive Geld- und Fiskalpolitik betrieben. Die Kombination aus Geld- und Fiskalpolitik – beispielsweise durch den Versand von Stimulus-Schecks an alle Haushalte in den USA – liess die Geldmenge anschwellen. Zwischen Frühjahr 2020 und Ende 2021 erhöhte sich die breite Geldmenge M2 auf globaler Basis um mehr als 22 Bio. \$ (vgl. Grafik 3). Allein in den USA weitete sich M2 in der Spitze im Jahr 2021

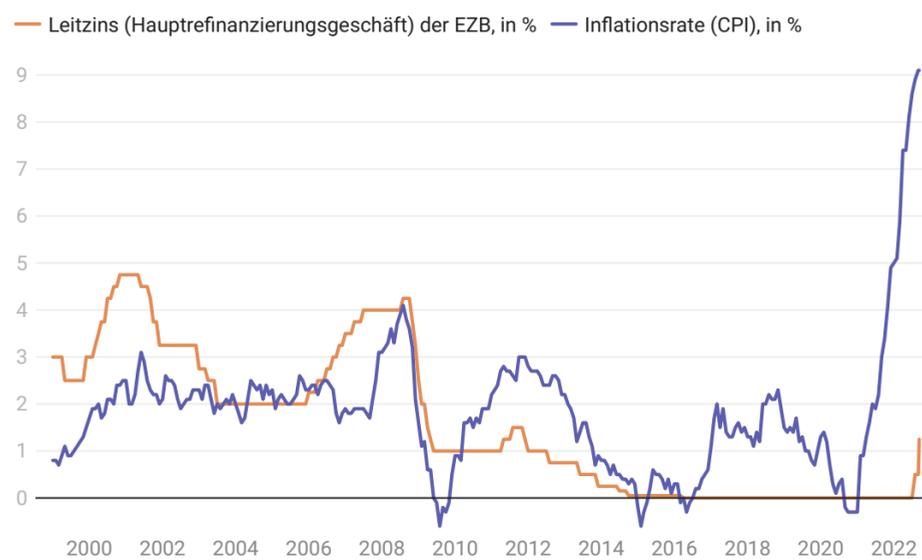
#### 1) USA: Inflation und die geldpolitische Antwort

Grafik: themarket.ch, @MarkDittli – Quelle: Bloomberg



#### 2) Eurozone: Inflation und die geldpolitische Antwort

Grafik: themarket.ch, @MarkDittli – Quelle: Bloomberg



um mehr als 27% aus – ein Wert, der in den vergangenen siebzig Jahren nie auch nur annähernd erreicht wurde.

Rückblickend muss konstatiert werden, dass mit diesen Massnahmen die Wirtschaft überstimuliert wurde. Die aggregierte Güternachfrage in den USA beispielsweise explodierte weit über den vor der Pandemie vorherrschenden Trend hinaus. Die Folge ist bekannt: steigende Preise und Inflationsraten, die in den USA, Europa und Grossbritannien auf den höchsten Stand seit mehr als vierzig Jahren gestiegen sind.

#### Die geldpolitische Antwort

Die Zentralbanken haben diesen Inflationsdruck sträflich lange unterschätzt. Das Fed schwenkte erst in diesem Jahr um und begann im März, die Leitzinsen zu erhöhen. Die Europäische Zentralbank wartete sogar bis Juli, bis sie sich zur ersten Zinserhöhung durchringen konnte.

Wie weit die Zentralbanken immer noch im Rückstand sind, zeigt sich in der riesigen Diskrepanz zwischen der ausgewiesenen Inflationsrate und den Leitzinsen in den USA und der Eurozone (vgl. Grafiken 1 und 2). Für die Zentralbanken handelt es sich längst nicht mehr bloss um geldpolitische Fragen, sondern es geht um die Wiederherstellung ihrer Glaubwürdigkeit. Deshalb haben sie ihre Rhetorik in den vergangenen Wochen und Monaten markant verschärft und stellen eine weitere deutliche Straffung der Geldpolitik in Aussicht.

Die Drosselung der Geldpolitik ist, mit wenigen Ausnahmen wie China, ein weltweites Phänomen. Mehr als 80% aller Zentralbanken erhöhen gegenwärtig die Zinsen – ein Rekord. Das Bremsmanöver zeigt Wirkung: Seit Anfang 2022 ist die globale Geldmenge M2 um rund 5 Bio. \$ geschrumpft (vgl. Grafik 3). Der Liquiditätsentzug im Finanzsystem beschleunigt sich ab September, wenn das Fed den Plan umsetzt, seine Bilanz um monatlich 95 Mrd. \$ zu schrumpfen. Verstärkt wird der globale Liquiditätsentzug durch das Erstarken des Dollars: Die US-Währung hat auf handelsgewichteter Basis den höchsten Wert seit gut zwanzig Jahren erreicht, was weltweit Unternehmen und Staaten, die sich in Dollar verschuldet haben, belastet.

Als Reaktion auf den Inflationsanstieg und die geldpolitische Straffung sind die Renditen an den Bondmärkten signifikant gestiegen. Die Rendite zehnjähriger Treasury Notes ist von 1,5 auf 3,5% geklettert, die Rendite zweijähriger Treasuries ist von unter 1 auf über 3,8% gestiegen. Die Renditen schweizerischer und deutscher Staatsanleihen haben sich von tief im negativen Bereich auf mehr als 1% erhöht. Der Zinsanstieg wiederum hat an den Aktienmärkten, deren Bewertung Ende 2021 den höchsten Stand seit 1999 erreicht hatte, eine deutliche Bewertungskorrektur provoziert (vgl. Grafik 4).

#### Die Weltwirtschaft heute

Die Konjunktur kühlt sich auf globaler Basis deutlich ab. Der von Bloomberg erhobene Global GDP Tracker steht an der Schwelle

#### In Kürze:

- Die Rückkehr der Inflation zwingt die US-Notenbank zu einem harten geldpolitischen Bremsmanöver
- Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession ist gross

zur Kontraktion. Die konjunkturellen Vorlaufindikatoren zeigen praktisch unisono nach unten. Die monatlich von der OECD erhobenen Leading Economic Indicators verdeutlichen die global kongruent verlaufenden Abkühlungstendenzen ebenso wie die Einkaufsmanagerindizes (Purchasing Managers Index, PMI), die an den Finanzmärkten grosse Beachtung finden.

Besonders ausgeprägt ist der Einbruch der Einkaufsmanagerindizes derzeit in Südkorea und Taiwan – zwei offenen, exportorientierten Volkswirtschaften, die stark von der Nachfrage aus China sowie von der weltweiten Nachfrage nach Halbleitern und Elektronik abhängen. Ihre Abkühlung ist kein gutes Zeichen für die Weltkonjunktur.

### «Die inverse Zinskurve sendet ein lautes Rezessionssignal»

Bestätigt wird dieses Bild durch diverse Stimmungsindikatoren. Von den USA über Europa bis nach China liegen die Indizes des Konsumentenvertrauens auf dem tiefsten Stand seit Jahrzehnten. Auch in der Geschäftswelt – das zeigen etwa der CEO Confidence Index in den USA oder der Ifo-Geschäftsklimaindex in Deutschland – herrscht Pessimismus.

Ein lautes Rezessionssignal sendet zudem die Zinskurve in den USA, wo die Renditedifferenz zwischen Staatsanleihen mit zwei- und zehnjähriger Laufzeit tief in den negativen Bereich gefallen ist. Man spricht dabei von einer inversen Zinskurve, was in der Vergangenheit ein verlässliches Vorlaufsignal für eine Rezession war. Für eine Rezession

#### Video-Webinare von The Market



Das nächste Video-Webinar mit Mark Dittli, Chefredaktor von The Market:

«The Big Picture Live»  
Montag, 3. Oktober, um 16.00 Uhr

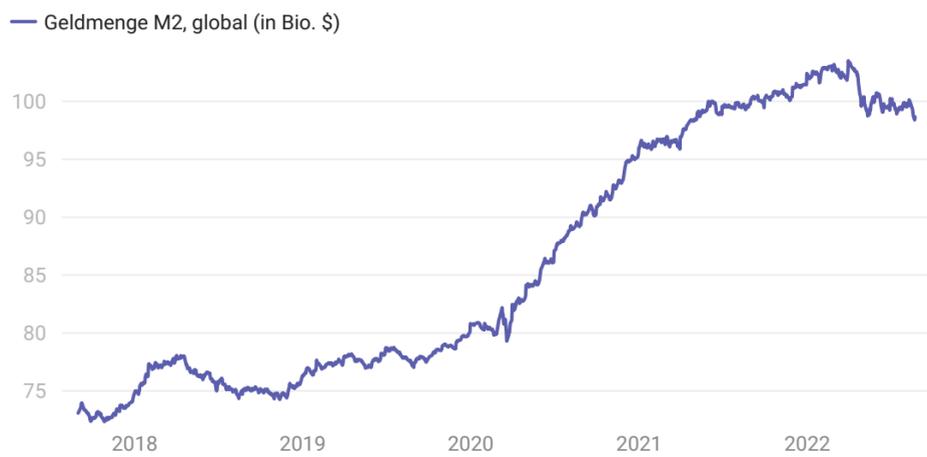
Registrierung und Aufzeichnung bisheriger Webinare:

[go.themarket.ch/x34](https://go.themarket.ch/x34)



## 3) Seit Anfang 2022: Die Liquidität sinkt auf globaler Basis

Grafik: themarket.ch, @MarkDittli – Quelle: Bloomberg



Aggregierte Geldmenge M2: USA, China, Eurozone, Japan, Südkorea, Australien, Kanada, Brasilien, Schweiz, Mexiko, Russland und Taiwan

spricht schliesslich auch die historische Erfahrung: Seit 1965 gab es in den USA insgesamt elf Zinserhöhungszyklen durch das Fed. In acht Fällen endete das geldpolitische Bremsmanöver in einer Rezession. Nur drei Mal (1965, 1983, 1993) gelang eine «sanfte Landung» ohne Rezession.

## Fazit und Ausblick

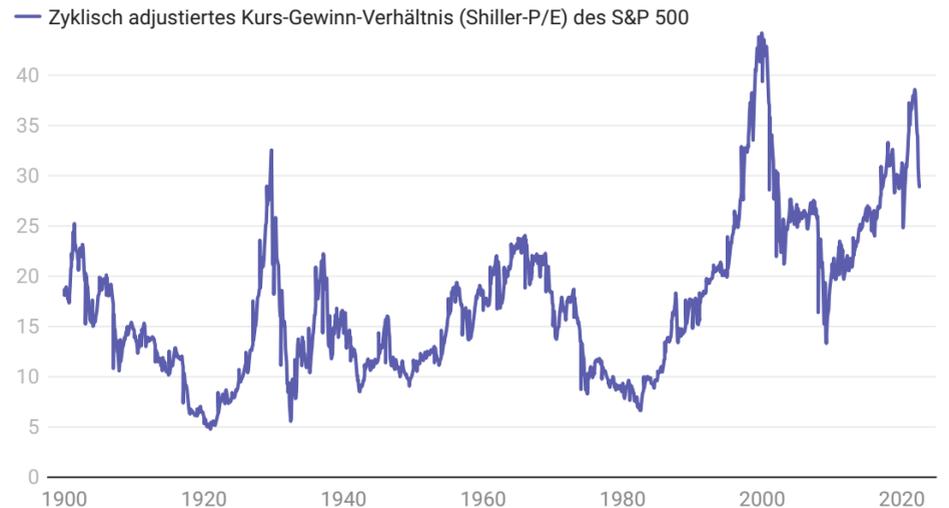
Die zu lange vernachlässigte und als «temporär» bezeichnete Inflation hat die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken beschädigt. Sie werden nun zu einer harten Straffung der Geldpolitik gezwungen. Das bedeutet, sie können die geldpolitischen Zügel noch nicht lockern. Das Fed ist bereit, eine Rezession in Kauf zu nehmen, um die Inflation zu besiegen. Diese Straffung summiert sich für das Weltfinanzsystem weiterhin zu einem signifikanten Entzug von Liquidität – ein Prozess, der sich voraussichtlich noch mehrere Monate fortsetzen wird.

Die Gefahr einer Rezession im Verlauf der kommenden achtzehn Monate ist erheblich – das gilt sowohl für Nordamerika als auch für Europa und für China. In Bezug auf China und in erheblichem Mass von China abhängige Volkswirtschaften wie Korea und Taiwan kann bereits heute von einem rezessiven Zustand gesprochen werden.

Diese Perspektive lässt vor allem für die konjunktursensitiven Segmente der Aktienmärkte weiteres Ungemach erwarten. Hohe Inputkosten für Energie und Rohstoffe sowie eine allgemeine Abschwächung der Konjunktur belasten die Margen der Unternehmen. In der Woche vom 12. September hat eine Reihe von Unternehmen mit konjunktureller Signalwirkung vor einem schwachen Geschäftsgang gewarnt: Kion, der deutsche Hersteller von Lagarhaus-Automationsystemen, Dow, einer der grössten Chemiekonzerne der Welt, FedEx, der Expresslogistiker, der mit seinem Liefervolu-

## 4) Der US-Aktienmarkt ist noch nicht billig

Grafik: themarket.ch, @MarkDittli – Quelle: Robert Shiller/Yale University



men am Puls der Weltwirtschaft steht, und General Electric, das amerikanische Industriekonglomerat. In allen Fällen reagierte die Börse mit harschen Abgaben. Mit weiteren Gewinnwarnungen ist zu rechnen, zumal die Analysten ihre Gewinnschätzungen für das kommende Geschäftsjahr noch kaum nach unten angepasst haben.

Angesichts dieser Entwicklungen ist die Wahrscheinlichkeit gross, dass der Gegenwind an den Aktienmärkten in der kurzen Frist intensiv bleibt. Eine positive Wendung der Dynamik könnte sich einstellen, wenn Chinas Regierung eine Abkehr von der Zero-Covid-Politik und ein grosses Stimulusprogramm beschliessen sollte. Auch eine überraschende Deeskalation des Krieges in der Ukraine oder ein signifikanter Rückgang der Inflation – der es dem Fed erlauben würde, die geldpolitische Straffung zu pausieren – würden an den Märkten mit Freude aufgenommen. Aus aktueller Perspektive

per Mitte September muss die Wahrscheinlichkeit dieser drei Szenarien allerdings als gering betrachtet werden.

Alles in allem stehen Weltwirtschaft und Finanzmärkte daher immer noch in einem Prozess der Normalisierung: Dabei geht es um eine Bereinigung der übermässigen geld- und fiskalpolitischen Stimuli sowie um eine Bereinigung der zuvor historisch hohen Bewertungen. Dieser Prozess dauert, und er wird von heftigen Turbulenzen begleitet. An seinem Ende werden Investoren eine gesündere Wirtschaft und attraktivere Bewertungen an den Finanzmärkten vorfinden. Bis dahin ist Geduld gefragt.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/x35](https://go.themarket.ch/x35)

# Abgestimmt auf jeden Anlagefokus. Und auf Sie.

Unsere Strukturierten Produkte. Vertrauen Sie auf unser Know-how und unsere Erfahrung als erstklassige Emittentin von Strukturierten Produkten. Abgestimmt auf Ihre Bedürfnisse. Die nahe Bank. [zkb.ch/derivate](https://zkb.ch/derivate)



Zürcher  
Kantonalbank

Es handelt sich hierbei um Werbung für eine Finanzdienstleistung.

## ANALYSE

# Das Ende der hohen Renditen

Historisch haben Aktien eine annualisierte Performance von rund 7% erzielt – noch besser haben sie in den vergangenen vierzig Jahren abgeschnitten. Die kommende Dekade verspricht jedoch weniger üppige Renditen. **Von Sandro Rosa**

«Für den langfristigen Vermögensaufbau führt kein Weg an Aktien vorbei» – das ist unter Anlegern nahezu unbestritten. Ein Blick in die Vergangenheit verrät, weshalb das so ist. So haben globale Aktien seit 1900 nominal und annualisiert mehr als 7% abgeworfen – trotz Grosser Depression, Kriegen, Stagflation und Pandemien.

Damit haben sie sowohl Anleihen als auch die Inflation klar hinter sich gelassen. Auch nach Abzug der Teuerung kann sich die Rendite sehen lassen: Der mittlere reale Wertzuwachs in den vergangenen mehr als 120 Jahren belief sich auf 5,3% p.a. (vgl. Grafik 1).

## Magere Kost in Italien

Schweizer Valoren konnten nicht ganz mithalten, wie Daten des Credit Suisse Research Institute belegen. Mit einer realen Rendite von 4,7% seit 1900 liegt die Schweiz nämlich hinter dem Weltindex zurück. Länder wie das Vereinigte Königreich (5,4%), die USA (6,7%) oder Südafrika (7,2%) erzielten eine deutlich höhere Rendite. Berücksichtigt man den starken Franken, steht die Schweiz im Vergleich zwar etwas besser da, an der Hierarchie ändert sich damit allerdings wenig.

«Globale Aktien haben seit 1900 jährlich nominal mehr als 7% abgeworfen»

Beeindruckend ist der positive Einfluss von US-Aktien auf den Weltindex. Ohne sie sinkt die Rendite des globalen Aktienbarometers von 5,3 auf 4,5% pro Jahr. Umgekehrt gibt es Börsen, die auch über 120 Jahre eine magere Rendite abwarfen. Belgische und italienische Valoren erreichten nicht einmal 3% pro Jahr, österreichische Aktien sind im Mittel bloss etwas mehr als 1% avanciert.

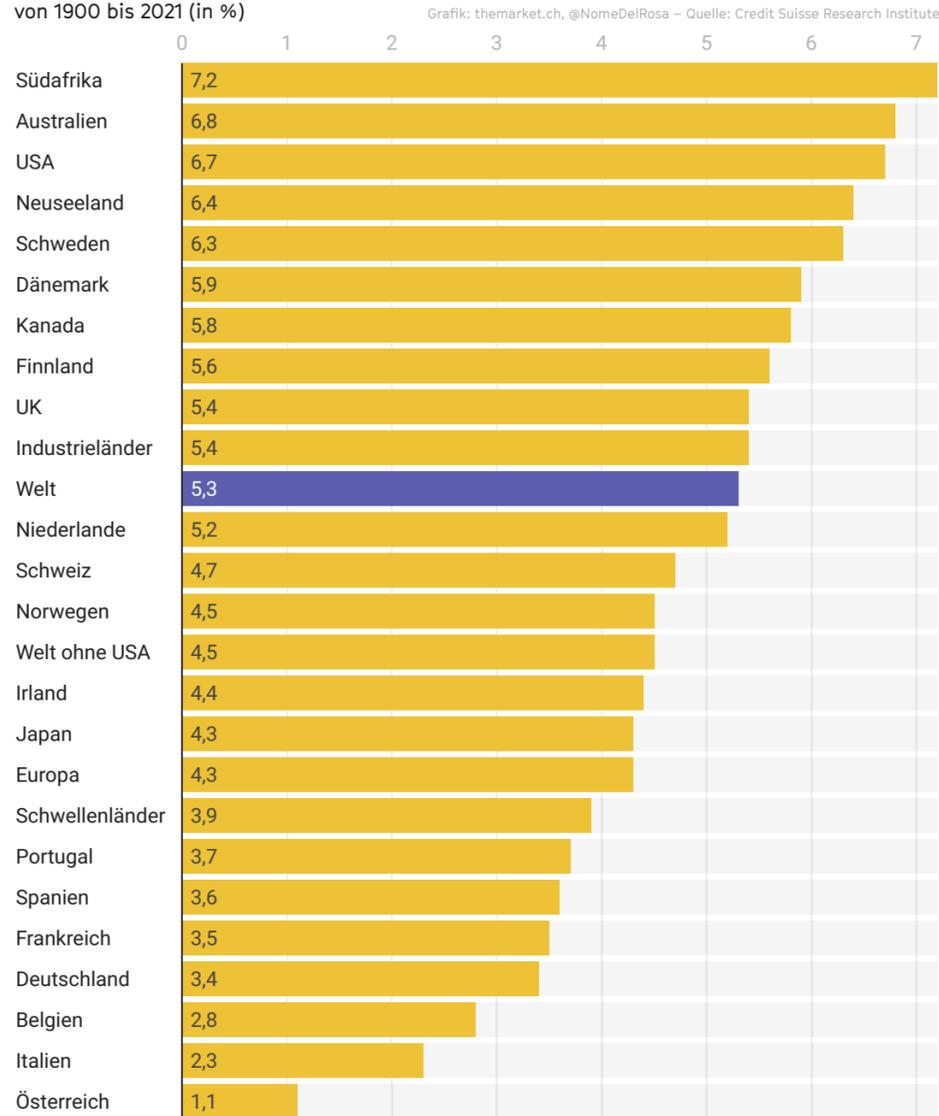
## Renditen einfach fortschreiben?

Während Aktien seit 1900 also rund 5% pro Jahr nach oben geklettert sind, versprechen sich die meisten Anleger eine höhere Rendite. Der Grund: In der jüngeren Vergangenheit – sprich, in den vergangenen rund vierzig Jahren – haben Aktien und Anleihen nämlich ausserordentliche Renditen erzielt. Schweizer Aktien haben nominal 9,2% p.a. abgeworfen, real waren es 7,6% – also rund drei Prozentpunkte mehr als seit 1900. Der Unterschied für Anleger ist gewaltig: Wächst ein Vermögen jedes Jahr um 7,6%, verdoppelt es sich nach 9,5 Jahren. Bei einer Rendite von 4,7% dauert die Verdoppelung bereits fünfzehn Jahre.

Mit der ausgezeichneten Performance seit 1980 steht die Schweiz nicht allein da, das Phänomen lässt sich weltweit beobachten. Allerdings profitierten die Unternehmen dies- und jenseits des Atlantiks von einer einzigartigen Konstellation von unterstützenden Faktoren: Hunderte von Millionen neuer Kunden in den Schwellenländern, die zunehmende Automatisierung und verbesserte Wertschöpfungs- und Lieferketten sowie global fallende Unternehmenssteuern sorgten für ein ideales Umfeld. Gleichzeitig gelang es den wichtigen Notenbanken – auch dank China, das dem Westen günstige Konsumgüter lieferte –, die Inflation zu zähmen.

## 1) Grosse Unterschiede bei den langfristigen Renditen

Durchschnittliche reale Aktienrendite inkl. Dividenden in Lokalwährung p.a. von 1900 bis 2021 (in %)



## 2) Vierzig Jahre fallender Zinsen

Renditen auf zehnjährige Staatsanleihen (in %)



Vier Dekaden mit fallenden Zinsen sorgten für steigende Vermögenspreise.

## Gründe für tiefere Aktienrenditen

Die schlechte Nachricht: Die Wahrscheinlichkeit ist gross, dass die Renditen in den kommenden Jahren spürbar weniger üppig ausfallen werden als in den vergangenen vierzig Jahren. Es ziehen nämlich einige strukturelle Gegenwinde auf.

Zinswende: Von 1981 bis Ende 2021 sind die langfristigen Zinsen rund um den Globus strukturell gesunken. Nun deutet aber eini-

ges darauf hin, dass der Trend wieder nach oben zeigt (vgl. Grafik 2). Zudem stehen die Notenbanken unter Druck, ihre geldpolitischen Stimulusmassnahmen zurückzufahren, um die Inflation, die sich mit Wucht zurückgemeldet hat, einzudämmen. Damit verteuern sich aber die Finanzierungskosten der Unternehmen, was den Gewinn schmälert. Privathaushalte müssen für Hypotheken und andere Kredite höhere Zinsen bezahlen, was den Konsum dämpfen dürfte.

Fallende Gewinnmargen: Mit dem drohenden Ende der disinflationären Phase dürften auch die Gewinnmargen der Unternehmen

## In Kürze:

- Für den Vermögensaufbau sind Aktien essenziell
- Allerdings ziehen strukturelle Gegenwinde auf
- Künftig dürften die Renditen geringer ausfallen

unter Druck geraten. Aktuell sind sie in den USA und in der Schweiz ungewöhnlich hoch. Mit strukturell höherer Inflation und zunehmendem Lohndruck – die demografische Entwicklung verschiebt das Kräfteverhältnis von den Arbeitgebern zu den Arbeitnehmern – wird es den Firmen zunehmend schwerfallen, ihre Profitabilität zu verteidigen. Die geplante Energiewende sorgt voraussichtlich für höhere Energiekosten, was wiederum Unternehmen und Haushalte belastet.

«Die Margen der Unternehmen dürften unter Druck geraten»

Deglobalisierung: Spätestens mit der Pandemie und dem russischen Angriffskrieg auf die Ukraine ist klar geworden, wie verwundbar die globalen Lieferketten sind. Viele Unternehmen haben realisiert, dass sie der Versorgungssicherheit eine höhere Priorität beimessen müssen. Zusätzliche Lieferanten, die Produktion näher bei den Absatzmärkten und/oder umfangreichere Lagervorräte sind mögliche Lösungsansätze, die aber zu höheren Kosten führen.

Sportliche Bewertungen: Schliesslich sind viele Aktien nach Jahren des Aufwärtstrends im historischen Vergleich hoch bewertet – daran hat die Korrektur in diesem Jahr wenig geändert. Entscheidend für den langfristigen Erfolg ist aber die Bewertung einer Anlage beim Kauf. Ist ein Vermögenswert im Kaufzeitpunkt stolz bewertet, erhöht sich das Risiko, dass die künftige Rendite enttäuschend ausfallen wird. Profitierten Aktienanleger lange von einer Bewertungsexpansion, ist eine Kontraktion in den kommenden Jahren zunehmend wahrscheinlich.

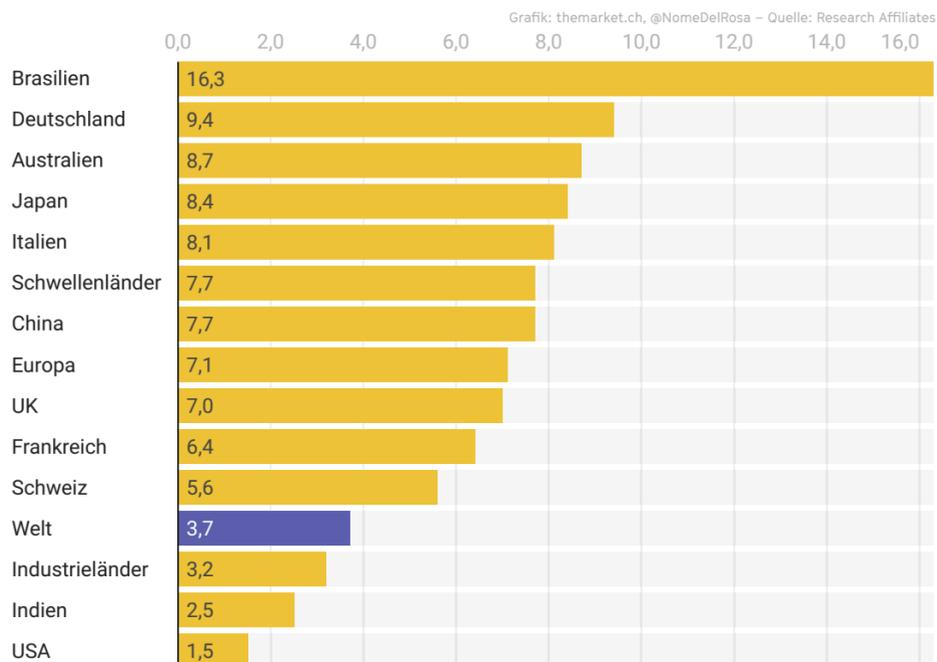
Diese Kräfte dürften die künftigen Renditen schmälern. Doch welchen Ertrag können Anleger realistisch erwarten? Um diese Frage zu beantworten, ist es sinnvoll, die wichtigsten Komponenten der Aktienrendite zu beleuchten:

Aktienperformance = Dividendenrendite + Gewinn-/Dividendenwachstum + Bewertungsveränderung

Der wichtigste Renditetreiber ist die Dividende. Zum einen, weil sie auf lange Sicht den Löwenanteil des Anlageerfolgs ausmacht, zum anderen, weil sie im Investitionszeitpunkt bekannt ist. Das Gewinnwachstum entwickelt sich typischerweise in etwa im Gleichschritt mit dem Wirtschaftswachstum.

**3) Brasilien verspricht die höchsten Renditen**

Erwartete annualisierte reale Rendite über 10 Jahre (in %)



Am schwierigsten abzuschätzen ist die Veränderung der Bewertung. Niemand kann vorhersagen, wie viel die Investoren in der Zukunft bereit sein werden, für Aktien zu bezahlen. Trotz der aktuell vielerorts hohen Bewertungen kann zwar nicht ausgeschlossen werden, dass Aktien noch teurer werden. Sich darauf zu verlassen, wäre allerdings unvorsichtig.

**Welcher Ertrag ist realistisch?**

Aus den drei Komponenten lässt sich nun grob das Potenzial des S&P 500 abschätzen: Die aktuelle Dividendenrendite des US-Aktienmarktes liegt bei etwa 1,6%. Laut den Finanzprofessoren Elroy Dimson, Paul Marsh

und Mike Staunton sind die Dividenden in den USA in den letzten 120 Jahren real um 1,7% gewachsen. Angenommen, die Dividenden werden auch künftig im gleichen Tempo zunehmen, und die Bewertung bleibt auf hohem Niveau stabil, ergibt sich für US-Aktien eine erwartete Rendite von bescheidenen 3,3% pro Jahr (1,6% + 1,7%). Eine Bewertungskontraktion würde die künftige Rendite noch schmälern – eine Expansion würde sie erhöhen.

Wie sieht es für die Schweiz aus? Der hiesige Aktienmarkt (gemessen am Swiss Performance Index) verspricht eine Dividendenrendite von rund 2,9%, das langfristige reale Wachstum der Ausschüttungen betrug 1,1%.

**«Die Aussichten für US-Aktien sind wenig erbaulich»**

Bleibt die Bewertung konstant, ergibt das ein Renditepotenzial von rund 4% – ebenfalls deutlich weniger als in der Vergangenheit. Wer einen Ertrag wie in den vergangenen vier Dekaden erwartet, muss auf eine weitere Bewertungsexpansion hoffen.

**Brasilien und Europa sind günstig**

Zu ähnlichen Resultaten kommt das US-Analysehaus Research Affiliates: Basierend auf den aktuellen Bewertungen (gemessen am Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis) hat es für die wichtigsten Aktienindizes die zu erwartende jährliche Rendite über zehn Jahre geschätzt. Zur besseren Vergleichbarkeit haben die Experten die Renditeerwartungen in Dollar formuliert – mögliche Währungsverschiebungen sind also berücksichtigt. Wie die Auswertung zeigt, gibt es beträchtliche Unterschiede zwischen den Ländern (vgl. Grafik 3). Für die USA ermittelt Research Affiliates für die nächsten zehn Jahre eine jährliche reale Rendite von gerade einmal 1,5% – inklusive Dividenden. Gemäss den Experten sorgt die aktuell stolze Bewertung für Gegenwind. Mit indischen Aktien werden Anleger voraussichtlich ebenfalls auf keinen grünen Zweig kommen: Sie dürften lediglich magere 2,5% pro Jahr abwerfen.

Etwas besser fahren dürfte, wer auf Schweizer Valoren setzt. Dort locken Renditen von immerhin 5,6%, was aber immer noch zwei Prozentpunkte unter der mittleren Rendite der vergangenen vier Dekaden liegt. Deutlich erfreulicher sind die Aussichten für Anleger in Brasilien, für das die Experten eine

annualisierte Rendite von über 16% prognostizieren. Auch Deutschland (9,4%) und Australien (8,7%) schneiden positiv ab.

**Gedämpfte Erwartungen**

Beunruhigend ist der niedrige geschätzte Wert für globale Aktien (das hohe Gewicht der USA macht sich im Index bemerkbar): Eine jährliche Rendite von 3,7% ist weit entfernt von den 5,3%, die die Börsen seit 1900 abgeworfen haben. Viele Pensionskassen und Anlageprofis, die mit künftigen Renditen von 7 bis 8% rechnen, da sie von der hervorragenden Entwicklung seit 1980 geprägt sind, dürften enttäuscht werden.

Leider kommen die Finanzprofessoren Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton – mit einem etwas anderen Ansatz – im aktuellen «Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook» auf einen ähnlichen Wert: Sie schätzen das langfristige Potenzial für globale Aktien – nach Abzug der Inflation – auf rund 3,5%. Natürlich sind solche Schätzungen immer mit Vorsicht zu geniessen, das Spektrum an Szenarien ist breit. Angesichts der ungewöhnlich positiven Kursentwicklung der vergangenen Jahre und der vielen Faktoren, die die Rentabilität der Unternehmen beeinträchtigen könnten, senken umsichtige Investoren ihre Erwartungen.

Werfen die Finanzmärkte künftig weniger ab, heisst es für Anleger: mehr sparen, länger arbeiten, den Lebensstandard nach der Pensionierung herunterfahren oder eine Kombination davon. Auf ein Renditewunder dürfen sie immer noch hoffen.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/x37](https://go.themarket.ch/x37)



**Clevercircles ist der flexible Roboadvisor.**

**Definieren Sie Ihre Anlagestrategie aus 16 ETF und Indexfonds und bewirtschaften Sie Ihr Portfolio professionell.**

- Individuelle Strategie
- Flexibles Rebalancing
- Anlegercommunity
- Währungsabsicherung

[www.clevercircles.ch](https://www.clevercircles.ch)

Jetzt kostenlos registrieren mit dem Code  
**THE MARKET**  
und CHF 100.- Sparbonus erhalten!



## INTERVIEW

## «Powell sollte das Tempo drosseln»

Jeffrey Gundlach, CEO von DoubleLine, befürchtet, dass die US-Notenbank im Kampf gegen die Inflation zu aggressiv vorgeht. Er rechnet mit einer gravierenden Abkühlung der Wirtschaft und sagt, wie man sich an den Märkten entsprechend positionieren kann. **Von Christoph Gisiger**

Wenn sich Jeffrey Gundlach zu Wort meldet, hören die Finanzmärkte genau hin. Der Gründer der vorab auf Anleihen spezialisierten Investmentboutique DoubleLine mit Sitz in Los Angeles gehört zu den profiliertesten Investoren Amerikas. Auch ist er bekannt dafür, dass er geradeheraus sagt, was er denkt. Im Interview erklärt er, weshalb er mit einem gravierenden Konjunkturabschwung in den USA rechnet, wo die grössten Schwachstellen im System sind und wie man in diesem schwierigen Umfeld am besten vorgeht.

«Das Fed ist dieses Mal nicht in der Lage, eine schnelle Kehrtwende zu vollziehen»

**Herr Gundlach, die Finanzmärkte sind in einer fragilen Verfassung. Wie schätzen Sie die Situation ein?**

Das Federal Reserve ist stark darauf bedacht, zu retten, was von seiner Glaubwürdigkeit und Reputation übrig ist. Es ist seit vielen Jahren nicht in der Lage, seine Zinspläne umzusetzen. Jedes Mal, wenn es versucht, die Geldpolitik zu straffen, dauert es nicht lange, bis die Wirtschaft schwächelt und es in Verlegenheit gerät. In der Vergangenheit konnte das Fed in solchen Situationen jeweils rasch umschwenken. Ende 2018 beispielsweise änderte es innerhalb von nur sechs Wochen komplett den Kurs, weil der Aktienmarkt einbrach. Solche abrupten Drehmanöver waren möglich, weil die Inflation stets unter 2% lag, womit sie auf kurze Sicht keine gravierenden Folgen zu haben schienen.

**Und wie sieht es heute aus?**

Derzeit ist die Inflationsrate in den USA rund 5 Prozentpunkte höher als die Rendite jeder Staatsanleihe, und das Fed hat nachdrücklich und wiederholt erklärt, dass es die Inflation senken wird. Dieses Mal ist es daher nicht in der Lage, eine schnelle Kehrtwende zu vollziehen.

**Was denken Sie, wie es nun weitergeht?**

Seltsamerweise glaubt der Konsens, dass das Fed die Zinsen weiter anheben wird, vielleicht sogar um 1,25 oder 1,5 Prozentpunkte, und dann, in etwa sechs oder sieben Monaten, auf mysteriöse Weise mit einer Lockerung beginnt. Der Markt erwartet also, dass die Zinsen zunächst nochmals deutlich steigen und dann gesenkt werden. Das ist eine sonderbare Annahme, denn was bringt ein solcher Effort? Weshalb die Zinsen überhaupt anheben, wenn man sie gleich senkt? Genauso gut könnte man einfach nichts tun. Es ist etwa so, wie wenn ein 1,80 Meter grosser Mann, der gut in Form ist und knapp 85 Kilo wiegt, sagt: «Ich werde von Thanksgiving bis Weihnachten fünfzig Kilo zunehmen und sie dann bis Ostern mit einer Crash-Diät loswerden.» Wozu soll das gut sein? Das ist nicht gesund, sondern sehr schädlich.

**Ist der Plan hier aber nicht, der Wirtschaft einen kurzen, heftigen Schock zu verpassen, damit der Inflationsdruck nachlässt und sich das System auf einer gesünderen Basis neu kalibrieren kann?**

Sicherlich, aber was Sie damit andeuten, ist ein Rückgang der Inflation von aktuell rund 9 auf 2%, worauf das Fed innerhalb eines Jahres oder bis Ende nächstes Jahr abzielt. Das



ist die Hoffnung. Aber wenn das tatsächlich möglich wäre, wenn die Inflation so rasch und so stark sinken würde, warum sollte der Abwärtstrend bei 2% stoppen? Gut denkbar wäre doch auch, dass die Inflation dann sogar in den negativen Bereich fällt. Weshalb sollte das Momentum der Konjunkturabkühlung nicht so kräftig sein, dass das Ziel in Richtung Deflation überschossen wird?

**Wie gross ist dieses Risiko?**

Wegen der Pandemie wurde in der Wirtschaftspolitik eine Menge radikaler Massnahmen ergriffen. Die Idee waren Gratisgeld und Gratiswachstum ohne negative Folgen. Natürlich kam es aber zu gravierenden Konsequenzen. Jetzt glauben die Leute, wir könnten der Wirtschaft einfach einen Schock versetzen, indem wir den Leitzins auf 3,5 oder 4% anheben. Doch wenn das ausreicht, um die Konjunktur derart zu schwächen, dass die Inflationsrate um 7 Prozentpunkte sinkt, warum sollte sie dann nicht gleich um 15 Prozentpunkte fallen? Es ist deshalb gut möglich, dass es zu einer verzögerten deflationären Reaktion kommt, genauso wie es zuvor zu einer verzögerten Reaktion kam, die extrem inflationär war.

**Was heisst das für die Finanzmärkte?**

Diese Art von «Shock and Awe»-Taktiken funktioniert mit Verzögerung – und wenn man es übertreibt, resultiert enorme Volatilität. In den letzten zweieinhalb Jahren haben wir extreme Konjunkturschwankungen erlebt, verglichen mit dem vorherigen Jahrzehnt, als die Wirtschaft mehr oder weniger stetig 2% wuchs und die Inflationsrate sich nie wesentlich bewegte. Dann ergriffen wir

alle diese ausserordentlichen Massnahmen, die mit einer Verzögerung wirken. Wir machen damit einfach so lange weiter, bis ihr Effekt nach einer gewissen Zeit einsetzt, und zu diesem Zeitpunkt haben wir es bereits deutlich übertrieben. Das ist die Botschaft des Bondmarktes. Warum sonst sollten die Zinsen so weit unter der Inflationsrate liegen und die Zinskurve dermassen flach sein?

«Wir erzeugen eine Dynamik, die deflationärer sein wird, als viele es für möglich halten»

**Die US-Notenbank will dem Finanzsystem in den nächsten zwölf Monaten zu dem rund 1 Bio. \$ an Liquidität durch den Abbau ihrer Bilanz entziehen. Belastet das die Konjunktur nicht noch mehr?**

Ja, das wird die Wirtschaft zusätzlich schwächen. Die Konsumenten sind in einer ausgesprochen schlechten Verfassung. Das sieht man bei Detailhändlern wie Nordstrom, die sich auf die obere Mittelklasse fokussieren. Die Aktie von Nordstrom hat allein im letzten Monat 25% verloren. Bei allem, was eher einem Wunschkauf als einer Notwendigkeit entspricht, bricht die Nachfrage ein, weil die Leute zu viel Geld für Benzin und Lebensmittel ausgeben müssen. Im Gegensatz dazu verzeichnen Detailhändler in der unteren

## Jeffrey Gundlach

Jeffrey Gundlach zählt zu den meistbeachteten Exponenten der US-Investment-szene. Seine primär auf festverzinsliche Wertschriften spezialisierte Anlagegesellschaft DoubleLine betreut mehr als 107 Mrd. \$ an Kundengeldern. In Europa vertreibt sie ihre Anlageprodukte über Nordea Asset Management sowie über eine Ucits-Vertretung in Luxemburg. Seine Karriere startete Gundlach beim Vermögensverwalter TCW. Zuvor hatte er ein Studium am Dartmouth College in New Hampshire mit summa cum laude in Mathematik und Philosophie absolviert. Gundlach, der in einfachen Verhältnissen in der Nähe der Industriestadt Buffalo aufwuchs, ist ein passionierter Sammler moderner sowie zeitgenössischer Kunst. Im nächsten Frühjahr eröffnet in Buffalo das Albricht-Knox-Gundlach Art Museum, dessen Umbau er als Mäzen massgeblich gefördert hat.

Preisklasse wie Walmart einen explosionsartigen Anstieg an Neukunden. Viele von ihnen kauften früher bei Whole Foods ein. Jetzt gehen sie zu Walmart, weil die Lebensmittel dort etwa 30% billiger sind. Walmart berichtet auch, dass die Kunden immer mehr mit Kreditkarte statt in bar bezahlen. Mit anderen Worten: Die Leute nehmen Schulden auf, um Lebensmittel zu kaufen.

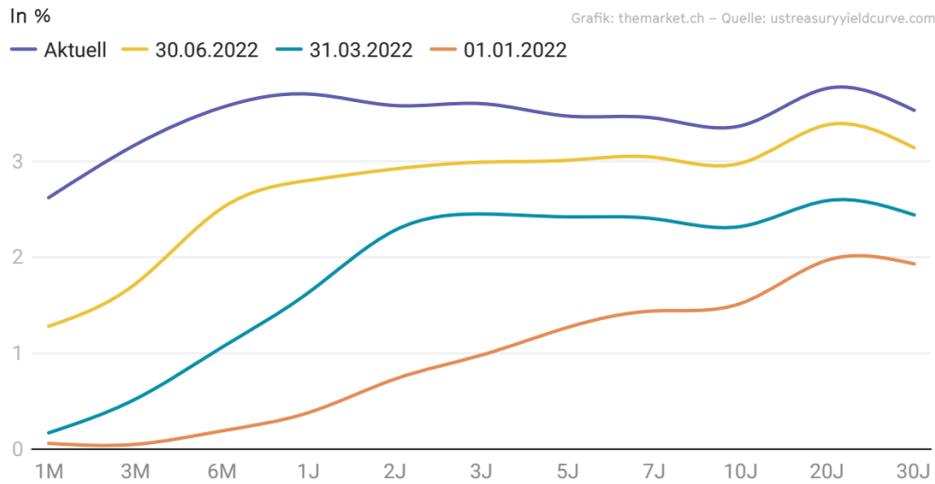
**Wo sind in diesem Zusammenhang die grössten Schwachstellen im System?**

Europäische Grossbanken performen weiterhin sehr schlecht. Ich sehe, dass Credit Suisse den Versuch aufgibt, ein Titan an Wallstreet und in den Vereinigten Staaten zu sein. Ihr Aktienkurs scheint einfach nie zu steigen. Die Deutsche Bank hat sich etwas besser gehalten, aber die Nullzinspolitik hat es europäischen Banken seit Jahren verunmöglicht, Geld zu verdienen. In Amerika sind Produzenten und Einzelhändler im Bereich zyklischer Konsum die Schwachstellen, weil die Leute kein Geld haben. Frankreichs Präsident Macron hat es kürzlich treffend gesagt: Die Zeit des Überflusses ist vorbei. Die Schwachstellen sind Unternehmen, die von Überfluss profitieren. Diese Art von Wirtschaft hat nicht mehr die Liquidität dafür. Für fragwürdige Projekte, für unrentable Unternehmen gibt es keine Finanzierung mehr. Das sind die Schwachstellen: diejenigen, die von Gratis- und billigem Geld lebten und kein Geld verdienten.

**Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einer Rezession kommt?**

Nochmals, das übergreifende Thema, das die Leute nicht ganz verstehen, ist, dass wir die Wirtschaft aus den Angeln gehoben haben, statt zu versuchen, sie graduell zu steuern, wie wir es zuvor für lange Zeit taten. Wir haben plötzlich beschlossen, mit extremen Eingriffen zu reagieren. Wir sagten einfach: «Zum Teufel mit den Torpedos! Volle Kraft voraus!», um eine berühmte Parole aus einer Seeschlacht im amerikanischen Bürgerkrieg zu zitieren. Das hat uns aus dem Gleichgewicht gebracht, und es fällt uns schwer, wieder Tritt zu fassen. Bis uns das gelingt, wird es eine Weile dauern. Der nächste Schock kommt aber durch die massive Überreaktion auf das Inflationsproblem, das wir

## 1) Zinskurve in den USA



zuvor mit übermässigen Stimulusmassnahmen geschaffen haben. Ich denke, dass wir damit eine Dynamik erzeugen werden, die deflationärer sein wird, als viele Leute es für möglich halten.

### Hat Fed-Chef Powell überhaupt das Charisma, den Kampf gegen die Inflation entschlossen fortzusetzen?

Das muss er. Er wird nicht aufhören, denn er hat in der Vergangenheit zu oft geschwankt. Er änderte die Geldpolitik aufgrund geringer Veränderungen der Daten, und das hat ihn in ein schlechtes Licht gerückt. Jetzt hat er geschworen, die Inflation zu senken. Dieses Versprechen kann er nicht brechen ohne klare Beweise dafür, dass es nicht mehr nötig ist. Er kann nicht behaupten: «Wir haben den Kampf gegen die Inflation gewonnen», wenn der CPI-Index der Konsumentenpreise über 6% verharrt. Wenn Powell seine Rhetorik ändert, wird er als Witzfigur in die Geschichte eingehen. Er hat unmissverständlich und wiederholt bekräftigt, dass er nicht vom Kurs abweichen wird, nur weil wir ein oder zwei gute Inflationsdaten erhalten oder sich die Wirtschaft leicht abschwächt. Ich zitiere hier frei, weil er es nicht so direkt sagen will, aber im Prinzip hat er erklärt, dass es dem Fed gleichgültig sei, wenn es zu einer milden Rezession komme.

### Was würden Sie den Zentralbanken raten, was sie jetzt tun sollten?

Powell sollte das Tempo drosseln. Er kann ja weiter den Inflationsbekämpfer spielen, solange er die Zinsen graduell anhebt. Es wäre besser, abzuwarten, was passiert, denn man sollte zuhören, was der Bondmarkt sagt – jedes Mal, wenn er dem Konsens der Ökonomen widerspricht, behält er nämlich recht. Und derzeit sagt er, dass die Renditen im Begriff sind, den Zenit zu überschreiten, oder das bereits getan haben.

### Wie können Anlegerinnen und Anleger in diesem schwierigen Umfeld navigieren?

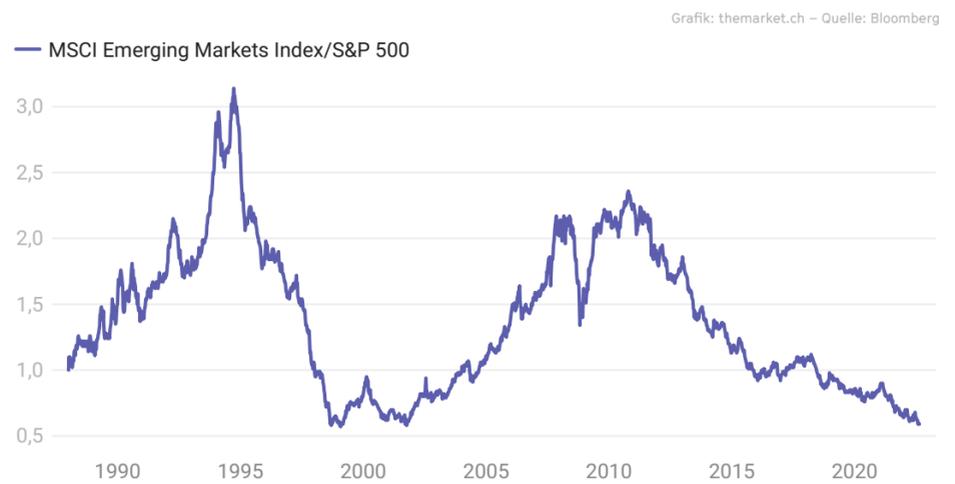
In diesem Markt geht es rein darum, das Kapital zu erhalten. Vor einem bis anderthalb Jahren waren Aktien im historischen Vergleich extrem überbewertet, was das Kurs-Gewinn-Verhältnis, das Kurs-Buchwert-Verhältnis und alle möglichen Kennzahlen angeht. Mit einer Ausnahme: Im Vergleich zu Anleihen waren Aktien günstig. Anleihen waren noch deutlich stärker überbewertet, und es überrascht die Leute, dass sie dieses Jahr genauso stark gefallen sind wie Aktien. Seit das Fed ernsthaft mit der Anhebung der Zinsen begonnen hat, ist nichts mehr wirklich gestiegen.

«Der Dollar ist im späten Stadium seiner Stärkephase. Er wird bis zur nächsten Rezession steigen und dann rapide fallen»

### Das klingt wenig ermutigend. Gibt es nichts, was man mit dem Geld tun kann?

Das Problem ist, dass die Finanzmärkte vollkommen auf Nullzinsen und QE-Stimulusprogramme ausgerichtet sind. Das Fed hat versichert, diese Politik zu beenden, und es signalisiert weiterhin, sein Versprechen einzulösen. Folglich verlieren Finanzanlagen an Wert. Wenn man in etwas absolut Grundlegendes investieren will, ist das vermutlich so etwas wie ein Energieunternehmen. Eigentlich will man möglichst altbewährte Vermögenswerte im Portfolio halten; As-

## 2) Schwellenländer- vs. amerikanische Aktien



sets, die etwas produzieren, das benötigt wird: Ackerland, Nahrungsmittel, Energie, Öl. Das sind Bereiche, wo man sich vor Inflation schützen kann. Es sind auch Vermögenswerte, die einigermaßen rezessions-sicher sind. Die Leute müssen Lebensmittel und andere lebensnotwendige Dinge kaufen. Für Luxusausgaben bleibt nichts übrig.

### Und was ist mit Bonds, der Kernkompetenz von DoubleLine?

Wie erwähnt sind die Renditen von Anleihen wahrscheinlich im Prozess, den Zenit zu überschreiten. Teile der Zinskurve sind seit einiger Zeit invertiert, weshalb es plausibel erscheint, innerhalb eines Jahres einen bedeutenden Wirtschaftsabschwung zu erwarten. Wir steuern auf die mageren Jahre zu, und das ist eine Situation, in der es schwieriger wird, an attraktive Renditen zu kommen. Die Zinsen auf langfristige US-Staatspapiere verharren seit drei oder vier Monaten um 3 bis 3,25%. Das signalisiert, dass sich qualitativ hochwertige Anleihen – so unattraktiv sie im Vergleich zur Inflation auch sein mögen – recht gut entwickeln könnten. Ich denke deshalb, dass man Anleihen gegenüber Aktien bevorzugen sollte. Im Vergleich zu Aktien erscheinen sie günstig.

### Wo sehen Sie demnach Anlagemöglichkeiten im Bondmarkt?

Wegen der Illiquidität im Markt und des Abzugs von Anlagegeldern hatten sich die Renditeprämien auf Anleihen aus dem Privatssektor bis Mitte Sommer stark ausgeweitet. Die Rendite auf Junk Bonds beispielsweise bewegte sich Anfang Jahr auf rund 5% und stieg dann auf rund 10%. Einige Schwellenländerpapiere zahlen sogar 15 bis 18% Rendite. Sie sind zwar riskant, aber viel attraktiver als Aktien. Manche Anleihen rentieren 10 bis 12% und handeln zu einem Abschlag von annähernd 25% zum Nominalpreis. Das Potenzial ist damit beträchtlich: Bei einer Rendite von 10 bis 12% und einem Kursanstieg von 10% kann man leicht eine Performance von rund 20 bis 25% erzielen. Bei Aktien hingegen ist das derzeit ziemlich unwahrscheinlich. Die Situation ist genau umgekehrt wie vor zwei Jahren, als es im Bondmarkt relativ zu Aktien praktisch nirgends reizvolle Anlagen gab.

### Eine weitere Schlüsselfrage ist, wie sich der Dollar entwickeln wird.

Der Dollar befindet sich im sehr späten Stadium seiner Stärkephase. Er wird bis zur nächsten Rezession steigen und dann rapide fallen. Ich war seit über einem Jahr bullish, was den Dollar angeht, aber für die nächsten zehn Jahre bin ich extrem pessimistisch.

### Eine schwächere US-Valuta sollte besonders für Schwellenländer vorteilhaft sein, oder nicht?

Ja, wenn der Dollar sein Höchst überschritten hat, sollte man nur noch in Emerging Markets investieren, wenn man einen extrem aggressiven Anlagestil pflegt. Ich persönlich würde das nicht tun, weil ich ein risikoaverses Persönlichkeitsprofil habe. Schwellenländer werden aber enorm gut abschneiden. Sie sind im Vergleich zu Industrieländern ausgesprochen günstig. Zudem

werden sich ihre Währungen in der nächsten Rezession gegenüber dem Dollar aufwerten. Dieses Jahr ist es vermutlich noch nicht so weit, doch es könnte eine Story für 2023 werden.

«Schwellenländer werden enorm gut abschneiden. Sie sind verglichen mit Industrieländern sehr günstig»

### Und wie sieht es mit Europa aus?

Wir halten europäische Aktien. Ich denke, dass sie in der nächsten Rezession besser abschneiden als amerikanische Titel. Auch sind sie günstiger. In Europa gibt es nicht so viele Zombie-Unternehmen wie in den USA. Mit solchen Gesellschaften wird es grosse Schwierigkeiten geben, und Amerika ist voll davon. Schliesslich wird sich der Dollar abwerten, was ein weiterer Grund ist, warum wir europäische Aktien mögen. Diese Position hat uns bisher nicht viel eingebracht, sie hat uns aber auch nicht geschadet. Das ist eigentlich ein gutes Zeichen. Europa blieb performancemässig ein Jahrzehnt lang fast konstant hinter den USA zurück, und dieser Trend hat vor zwei Jahren geendet. Wenn ein Trend stoppt, dauert es eine Weile, bis er dreht. Wenn er aber einmal stoppt, kommt es in der Regel zu einer Umkehr.

### Zum Schluss eine generelle Frage: Was ist das Wichtigste beim Investieren?

Man muss kaufen, wenn die Preise niedrig sind. Das ist jetzt kein Scherz, ich meine es ernst. Jedes Mal, wenn es Probleme am Bondmarkt gibt, fließt Geld ab. An den Märkten gibt es Gier und Angst: Gier ist mächtig, Angst ist noch mächtiger. Aber es gibt etwas, was noch mächtiger ist: Notwendigkeit. Wenn man etwas braucht, muss man es haben. Wenn die Leute eine bestimmte Rendite benötigen und die Chancen sinken, erhöhen sie folglich das Risiko. Die meisten können nicht mit 3% Rendite leben, sondern brauchen 6%. Und wenn der Markt keine 6% bietet, versuchen sie, 6% zu fabrizieren. Daraus resultiert, dass ihr Risiko steigt und steigt und steigt, worauf sie maximal exponiert sind. Als Nächstes brechen die Preise ein, und dann verkaufen sie, weil ihre Angst so gross ist. Stattdessen sollten sie kaufen. Im Moment ist der Anleihenmarkt überaus attraktiv, doch niemand hört zu, weil alle verkaufen. Man sollte kaufen, wenn die Leute verkaufen, und dafür ist die Gelegenheit heute noch sehr günstig.



Dieser Artikel ist ein Auszug.  
Das vollständige Interview  
finden Sie online:  
[go.themarket.ch/x39](https://go.themarket.ch/x39)



## ANALYSE

# Wie Anlegerinnen und Anleger in verschiedenen Lebenslagen investieren können

Das gegenwärtige Umfeld stellt viele an der Börse vor grosse Herausforderungen. Anhand von fünf illustrativen Beispielen zeigt The Market, wie ein langfristiger Vermögensaufbau dank Investitionsstrategie gelingt und wo Fallstricke drohen. **Von Gabriella Hunter**

An den Finanzmärkten geht es dieses Jahr turbulent zu und her: Zu stark steigenden Preisen und Zinsängsten tritt die Angst vor einer Energiekrise in Europa; eine Rezession scheint je länger, je mehr unumgänglich. Anlegerinnen und Anleger brauchen in diesem Umfeld besonders starke Nerven. Langfristig bieten die Börsen aber immer noch die beste Rendite. Was sollen sie also tun?

## «Nur Geld anlegen, das nicht unmittelbar benötigt wird»

Eine allgemeingültige Strategie gibt es nicht. Alter, Anlagehorizont, Lebenssituation, Risikotoleranz und Ziele sind nur einige wichtige Faktoren, die das Investitionsverhalten beeinflussen. The Market zeigt an fünf konkreten Beispielen, wie neben der beruflichen und der freien Vorsorge in verschiedenen Lebenslagen zusätzlich langfristig Vermögen aufgebaut werden kann. Daraus lassen sich allgemeingültige Ableitungen machen.

### Budget erstellen

Jede Investitionsplanung fängt beim Budget an. Es sollte nur Geld angelegt werden, das nicht unmittelbar benötigt wird. Als Faustregel gilt, dass feste Ausgaben stets durch feste Einnahmen gedeckt werden. Sind die Fixkosten geklärt, lohnt sich ein Blick auf die variablen Ausgaben, etwa für Hobbys, Reisen und Restaurantbesuche.

Dabei wird die Aufstellung über ein ganzes Jahr gemacht, damit Kosten, die normalerweise jährlich anfallen, wie Steuern und Gebühren, Versicherungsbeiträge und ein Service am Auto, nicht vergessen gehen. Das Gleiche gilt für die Einnahmenseite. Wer keinen vollständigen Überblick über Einkünfte und Ausgaben hat, kann den Kontoauszug über die vergangenen zwölf Monate zurate ziehen und um ausserordentliche Budgetposten bereinigen.

Solche anstehenden ausserordentlichen Ausgaben sollten separat erfasst werden: Muss das Auto in den nächsten fünf Jahren ersetzt werden? Plane ich eine grössere Reise oder eine Weiterbildung? Bahnt sich ein Jobwechsel oder eine Veränderung beim Einkommen – insbesondere ein Rückgang – an?

In den folgenden Beispielen wird jeweils mit dem Nettolohn nach obligatorischen Sozialversicherungsbeiträgen gerechnet. In die Ausgaben einkalkuliert sind die Steuern, aber auch Beiträge an die dritte Säule. Das Sparen in einem 3a-Konto lohnt sich nicht nur wegen des Spareffekts über den langen Zeithorizont, sondern auch dank dem Steuerabzug. Dabei sind die Kosten für den

Anlageerfolg entscheidend: Je nach Anbieter variieren sie gerade für Lösungen mit Aktienfondsanteil erheblich.

### Anlageregeln beachten

Beim Anlegen sollten ein paar Regeln beachtet werden. Bei komplexeren Einkommens- und Vermögensverhältnissen und vielen Ereignissen lohnt es sich, das schriftlich und/oder grafisch festzuhalten.

– **Nur Überschüssiges investieren und Cash-Polster halten:** Mit wie viel Barmitteln fühle ich mich wohl? Einzelpersonen mit einem unbefristeten, regelmässigen Einkommen ohne Unterhaltspflichten sollten stets zwei bis drei Monatslöhne in Cash auf der Seite haben für unerwartete Ausgaben. Allgemein gilt: Je komplexer die Situation im Haushalt, desto grösser ist in der Regel das notwendige Sicherheitspolster.

– **Anlagehorizont kennen:** Wann brauche ich wie viel Geld? Wenn nicht alles aufs Mal benötigt wird, verschiedene «Töpfe» mit unterschiedlicher Anlagedauer definieren. In den folgenden Beispielen gilt stets: Kurzfristig sind Perioden bis zu vier Jahre, mittelfristig vier bis acht Jahre, langfristig mehr als acht Jahre.

## «Der Kostenfaktor wird unterschätzt»

– **Anlageziel und -strategie definieren:** Was bezwecke ich mit der Investition? Welche Rendite strebe ich an? Will ich einen regelmässigen Cashflow generieren oder das Vermögen aufbauen? Je nach Ziel eignen sich andere und unterschiedlich viele Anlageinstrumente. Ist die Strategie definiert, sollte daran festgehalten werden, wenn sich die Umstände nicht ändern.

– **Risikofähigkeit und -bereitschaft eruiieren:** Welche Schwankungen kann ich angesichts meiner finanziellen Situation und meines Anlagehorizonts tragen? Beginnen die Nerven nach grösseren Verlusten zu flattern? Die eigene Risikotoleranz ehrlich abzuschätzen, dient dazu, die Aktienquote festzulegen.

– **Kosten unter Kontrolle halten:** Wie viel kostet eine Wertschrift? Kommen zu den ausgewiesenen Gebühren noch weitere hinzu? Der Kostenfaktor wird oft unterschätzt. Schon die Wahl der Bank oder des Brokers mit niedrigen Depotgebühren ist entscheidend. Vor allem über eine lange Anlagedauer können erhebliche Performanceunterschiede entstehen. Es lohnt sich, die (Opportunitäts-)Kosten im

Vorfeld zu vergleichen und bei gleichem Zweck wenn immer möglich die kostengünstigste Variante zu wählen.

Die folgenden Beispiele sollen eine Leitplanke für individuelle Investitionsentscheidungen geben. Dem liegen einige fundamentale Überlegungen zugrunde.

– **Auf die Person und die Situation zugeschnitten:** Veränderungen in der Ausgangslage haben Folgen für die Anlageempfehlung. Alle Vorschläge sind Momentaufnahmen.

– **Abwägen zwischen Diversifikation und Kosten:** Die Investition über mehrere Perioden und Produkte zu verteilen, glättet zwar das Einstiegsrisiko und diversifiziert das Portfolio, mit jeder Handelsaktivität steigen aber die Gebühren. The Market sucht deshalb einen Mittelweg. Ebenfalls aus Kostengründen werden hier nur passive Produkte vorgestellt.

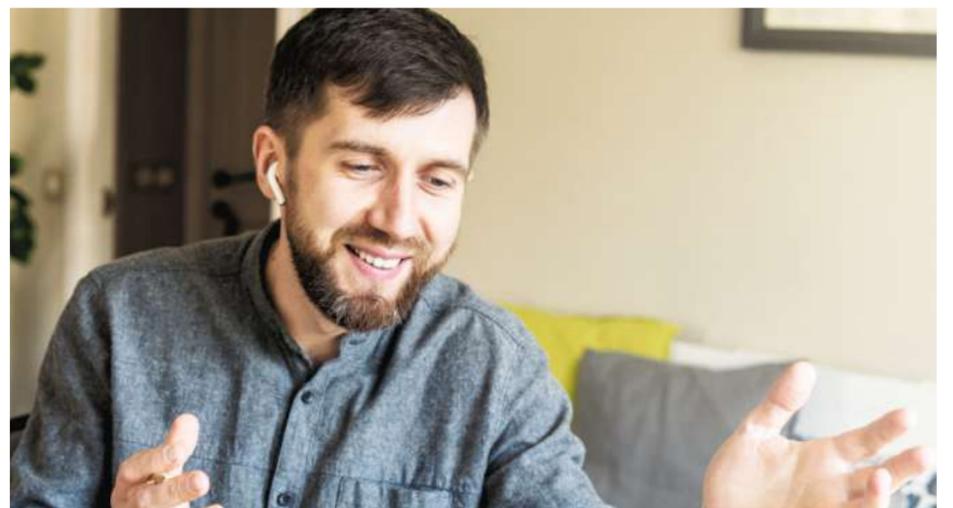
– **Auswahl von Exchange Traded Funds, ETF:** Neben solchen mit niedrigen Kosten (Total Expense Ratio, TER) bevorzugt The Market wo immer möglich ETF, die physisch repliziert sind, keine Wertschriftenleihe betreiben und deren Fondsvolumen genügend gross und so der Handel nicht illiquid ist.

### In Kürze:

- Faktoren wie Alter, Ziele und Zeithorizont sind für das Anlageverhalten wichtig
- Mit der richtigen Strategie lassen sich langfristig unnötige Kosten sparen

– **Verzicht auf Obligationen:** Oft werden zur Stabilisierung des Portfolios auf die mittlere Frist Anleihen beigemischt. Aus Sicht von The Market macht das im gegenwärtigen Umfeld mit einer Schweizer Perspektive wenig Sinn. Stattdessen wird die Cash-Quote erhöht.

– **Inflation:** Die erwartete Teuerung muss beim Erstellen des Budgets unbedingt einbezogen werden. In den folgenden Beispielen sind Angaben zu Ausgaben und Einnahmen inflationsbereinigt, respektive sie steigen zur Vereinfachung über die Zeit gleich stark. Vermögenswerte in Cash verlieren dagegen an Kaufkraft (2% pro Jahr).



## Anlagevorschlag Arben Berufseinsteiger (25) beginnt mit Investieren

Arben hat soeben die Fachhochschule abgeschlossen und seine erste Stelle nach dem Bachelorstudium angetreten. Als Lebensmitteltechnologe verdient er im Jahr 70 000 Fr. netto. Die Ausgaben bestreitet er grösstenteils allein, nur die Wohnung teilt er weiterhin mit zwei Freunden. So bleiben dem Berufseinsteiger monatlich mindestens 500 Fr., die er auf die Seite legen kann.

In den kommenden Jahren will der 25-Jährige Berufserfahrung sammeln und hofft, damit auch etwas mehr zu verdienen. Sofern sein Arbeitgeber es zulässt, will er in drei bis vier Jahren einen Monat unbezahlten Urlaub nehmen, um durch Osteuropa zu reisen. Dafür rechnet er neben dem Lohnausfall von 6000 Fr. mit Ausgaben um 4000 Fr. Ausserordentliche Anschaffungen plant er keine.

### Anlagevorschlag Arben: Berufseinsteiger (25) beginnt mit Investieren

\*TER = Gesamtkostenquote

Tabelle: themarket.ch Quelle: BlackRock, Xtrackers

Anlageklasse	Index	ETF	ISIN	TER*	Währung	Nachbildung	Bemerkung
Aktien Welt	MSCI All Country World	iShares MSCI ACWI ETF	IE00B6R52259	0,33%	\$	physisch	
	MSCI World	Xtrackers (IE) Plc MSCI World UCITS ETF 1C	IE00BJOKDQ92	0,19%	\$	physisch	ohne Schwellenländer
Aktien Schweiz	Swiss Performance Index	iShares Core SPI® ETF (CH)	CH0237935652	0,10%	Fr.	physisch	ausschüttend

40% Rückgang der Jahresarbeitszeit pro erwerbstätige Person in der Schweiz seit dem Jahr 1950

Quellen: Kof, BFS

Da Arben bereits vor und während des Studiums Geld auf die Seite legen konnte und von seinem Grossvater einen Betrag zum 18. Geburtstag geschenkt bekommen hat, reichen ihm seine jetzigen Barreserven von 15 000 bis 18 000 Fr. als Sicherheitspolster für ungeplante Ereignisse auf dem Konto. Diese hält er stets in Cash.

## «Zeithorizont und Risikotoleranz sprechen für eine Investition in Aktien»

Der Berufseinsteiger strebt langfristig eine hohe Rendite an, und angesichts der wenigen finanziellen Verpflichtungen und seiner heutigen Pläne sind sowohl seine Risikofähigkeit als auch seine Bereitschaft, Kurschwankungen zu ertragen, hoch.

### Zeithorizont und Ziele:

— **Kurzfristig:** 10 000 Fr. sparen

— **Langfristig:** restliches Geld anlegen

Die Reise ist Arben wichtig. Damit das Geld reicht, legt er jeden Monat die Hälfte der frei zur Verfügung stehenden 500 Fr. auf ein Sparkonto. Bei diesem kurzfristigen Zeithorizont lohnt es sich nicht, das Geld zu investieren und dadurch Preisschwankungen in Kauf zu nehmen. Zu gross ist das Risiko, dass er die Mittel in einem Moment benötigt, in dem sich der Wert der Aktien abschwächt.

Die andere Hälfte, sprich 250 Fr. pro Monat, kann er langfristig anlegen. Neben dem langen Zeithorizont sprechen seine hohe Risikotoleranz und die Renditeerwartung für eine Investition in Aktien. Bei relativ kleinen Beträgen empfiehlt es sich, quartalsweise und nur in wenige passive und dadurch günstige Instrumente wie ETF zu investieren, um die Handelskosten zu minimieren. Die meisten Broker verrechnen einen fixen Betrag pro Kauf und Verkauf einer Depotposition. Gleichzeitig senkt das periodische Investieren das Risiko, zum falschen Zeitpunkt zuzukaufen.

Ausserdem ist Arben nicht auf einen Cash-flow aus der Dividende angewiesen. Damit er nicht daran denken muss, die Ausschüttungen periodisch zu reinvestieren, sollte er wenn möglich einen thesaurierenden ETF wählen, wo dies automatisch geschieht. Gerade für Schweizer Aktien aus dem Swiss Performance Index (SPI) gibt es aber kein hierzulande domiziliertes Instrument, das die Dividenden akkumuliert. Das Domizil Schweiz ist aus Sicht von The Market aus Steuergründen jedoch vorzuziehen. Entsprechend muss Arben die Ausschüttungen selbst regelmässig reinvestieren.

Um breit zu investieren, empfiehlt sich ein globales Produkt. Dabei gibt es die Möglichkeit, auf den MSCI All Country World oder den MSCI World zu setzen. Beide umfassen mittlere und grosskapitalisierte Werte, Letzterer jedoch nur Aktien aus entwickelten Ländern. Mit dem iShares Core SPI ETF wird dem Home Bias Rechnung getragen: Schweizer Anlegerinnen und Anleger investieren mit Vorliebe in den Heimmarkt, der im Weltaktienindex wenig Gewicht hat.



## Anlagevorschlag Belinda und Barbara Berufstätige (32) sparen auf ein Eigenheim

Belinda und Barbara arbeiten beide bereits einige Jahre als Sekundarschullehrerin respektive als Teamleiterin in einem Medizintechnikunternehmen. Gemeinsam verdienen sie im Jahr 210 000 Fr. netto – ohne allfällige variable Vergütung. Diesen Sommer haben sie geheiratet und dabei auf eine Gütertrennung verzichtet. Ihr Geld zahlen die beiden Frauen auf ein gemeinsames Konto ein; dank ihrem sparsamen Lebensstil sparen sie so jedes Jahr 48 000 Fr.

Vor dem vierzigsten Geburtstag wollen die 32-Jährigen eine eigene Wohnung oder noch lieber ein Haus auf dem Land kaufen. Sie rechnen damit, dann 350 000 Fr. Eigenkapital beisteuern zu müssen. Die Wohnkosten

sänken dafür. Um den längeren Arbeitsweg zu bewältigen, wären sie aber auf ein Auto angewiesen. Dafür rechnen sie mit einer einmaligen Zahlung von 25 000 Fr. und einem Anstieg der jährlichen Ausgaben.

## «Der höhere Sparbetrag macht es sinnvoll, zu diversifizieren»

Gemeinsam haben die beiden Frauen in den letzten Jahren bereits 150 000 Fr. gespart. Obwohl sie relativ gut bezahlte Jobs haben,

Fortsetzung auf Seite 12

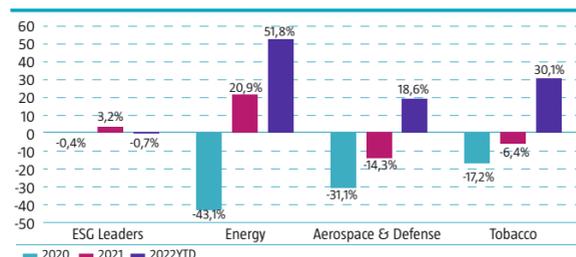
### ANZEIGE

## Ist nachhaltiges Investieren in Gefahr? So schnell nicht

Nachdem nachhaltige Geldanlagen mehrere Jahre lang von Bullenmärkten profitiert haben, scheinen sie durch den Richtungswechsel an den Märkten in letzter Zeit beeinträchtigt worden zu sein. Viele langfristige Favoriten aus dem Bereich ESG, speziell in den Segmenten Umweltechnologie, Elektroautos und Konsum, stehen seit längerem unter Druck. Gleichzeitig werden verbreitete Gewissheiten im Hinblick auf den Ausschluss bestimmter Marktsegmente wie Rüstung, Tabak und weiter Teile des Öl- und Gassektors infragegestellt.

Diejenigen Marktsegmente, die sich gut entwickelt haben, vor allem die Bereiche fossile Brennstoffe, Tabak und Rüstung, werden üblicherweise von ESG-Investoren ausgeschlossen. Dies erklärt wahrscheinlich einen Grossteil der derzeitigen Underperformance des Nachhaltigkeitssegments (Grafik 1).

Grafik 1: Wertentwicklung im Vgl. zum MSCI World (in EUR)



Quelle: Bloomberg; Gesamtertrag bis 20. Juni 2022 in EUR

### Die Welt stellt sich jetzt anders dar

Klar ist auch, dass sich die Welt angesichts des Auslaufens der Coronapandemie und eines Kriegs in Europa mittlerweile anders darstellt. In einem solchen Umfeld muss sich nachhaltige Geldanlage ebenfalls weiterentwickeln, um mit verstärkten Kursschwankungen besser zurechtzukommen.

Die in letzter Zeit nachlassende Nachfrage nach nachhaltigen Investments schlägt sich eindeutig in den Mittelbewegungen nieder. Während Nachhaltigkeit in den letzten Jahren das herausragende Thema bei den Mittelzuflüssen in Investmentfonds war, hat sich der Trend in den letzten Monaten offensichtlich abgeschwächt (Grafik 2). Beispielsweise betragen die Zuflüsse in ESG-Fonds im Mai 2022 rund 13 Mrd. US-Dollar. Das stellt einen Rückgang um mehr als 70 % gegenüber dem Vorjahreswert von 46 Mrd. Dollar dar.

Grafik 2: Globale monatliche Zuflüsse im ESG-Segment (Mrd. USD)



Quellen: Morningstar, Morgan Stanley ESG Research, Juni 2022.

### Wie geht es nun weiter?

In der Praxis können Kapitalgeber und Investoren die für ihre speziellen Ziele geeignetste Nachhaltigkeitsstrategie auswählen. Dabei kann es sich beispielsweise um stärker am Impact orientierte oder Best-in-Class-Ansätze, ausschliessbasierte oder eher konventionelle Strategien zur ESG-Integration handeln. Selbst innerhalb dieser Kategorien besteht häufig noch genügend Spielraum, sodass die Nachhaltigkeitsziele nicht zwangsläufig mit dem finanziellen Erfolg in Konflikt geraten müssen. Die Frage lautet, wie das gelingen kann.

### Sustainable Investing muss sich weiterentwickeln

Allgemein gehen mit jedem geänderten Marktumfeld neue Chancen einher, auch für nachhaltigkeitsorientierte Anleger.

Mit Blick auf die Zukunft erwarten wir nicht, dass das Marktinteresse an nachhaltigen Anlagen plötzlich schwindet. Obwohl über viele Jahre hohe Mittelzuflüsse stattgefunden haben, fallen nach wie vor nur wenige Prozent der global verwalteten Assets in die Kategorie ESG<sup>1</sup>. Dieser Anteil sollte im Zeitverlauf weiter steigen, da nachhaltige Investments von struktureller, gesellschaftlicher und regulatorischer Unterstützung profitieren<sup>2</sup>. Beispiele für den letztgenannten Aspekt sind die EU-Taxonomie, eine Systematik in Bezug auf umweltbezogene Nachhaltigkeitsaktivitäten, aber auch die neuere Initiative der EU zur Entwicklung einer Sozialen Taxonomie. Beide sollen vermehrt Kapital zugunsten nachhaltiger Fonds umlenken<sup>3</sup>. Zusammengefasst lässt sich sagen, dass die strukturelle Unterstützung nachhaltiger Geldanlage trotz abgeschwächter Stimmung in letzter Zeit nach wie vor sehr robust ist.

<sup>1</sup> Quelle: Barclays ESG Research, ESG fund flow update, Juni 2022.

<sup>2</sup> „Evolution in a Secular Story“, Morgan Stanley ESG Research, Juni 2022.

<sup>3</sup> Quelle: <https://www.unpri.org/policy/eu-policy/eu-taxonomy>, Juni 2022

Erfahren Sie mehr über unsere aktuellsten Analysen hier.



### Wichtige rechtliche Hinweise:

Diese Informationen stellen kein Angebot, keine Empfehlung oder Beratung dar. Sie dienen nur zu Informationszwecken. Meinungen, Schätzungen und Prognosen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sofern nicht anders angegeben, sind Texte, Bilder und Layout dieser Publikation ausschliessliches Eigentum von Robeco Switzerland Ltd. und/oder ihren Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen. Kopien der Publikation oder von Teilen derselben bedürfen der ausdrücklichen schriftlichen Genehmigung von Robeco Switzerland Ltd., ihren Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen. Für die Richtigkeit und Genauigkeit der gemachten Angaben wird keine Haftung übernommen. Copyright © 2022 Robeco Switzerland – alle Rechte vorbehalten.

Robeco Switzerland Ltd, Josefstrasse 218, 8005 Zürich  
T +41 44 653 10 10 – [www.robeco.ch](http://www.robeco.ch) – [rs-info@robeco.ch](mailto:rs-info@robeco.ch)

**ROBECO**  
The Investment Engineers

Sustainable Investing Expertise by  
**ROBECOSAM**

ist ihre Risikotoleranz unterdurchschnittlich. Sie fühlen sich mit einem Cash-Polster von im Schnitt etwas mehr als drei Monatslöhnen, sprich rund 60 000 Fr., wohl.

#### Zeithorizont und Ziele:

— **Mittelfristig:** zusätzliche 225 000 Fr. sparen, um das Ziel von 375 000 Fr. zu erreichen

— **Langfristig:** restliches Geld anlegen

Eine eigene Wohnung oder ein eigenes Haus ist der absolute Traum des Paares. Um sicherzustellen, dass das Geld dafür reicht, legen sie jeden Monat zwei Drittel des frei verfügbaren Einkommens zum bereits gesparten Vermögen auf die Seite. Zwar wäre der Zeithorizont lang genug, um auch diesen Betrag an der Börse anzulegen, die beiden fühlen sich mit dem Cash aber besser.

Den Rest der monatlichen Ersparnis – knapp 1300 Fr. – investieren sie regelmässig. Da der Zeithorizont für diesen Topf länger und die Risikotoleranz höher ist, empfiehlt sich eine Investition in Aktien respektive günstige Aktien-ETF. Der höhere Betrag als bei Arben macht es sinnvoll, etwas stärker zu diversifizieren. Der ETF auf den Weltaktienindex (ohne Schwellenländer) wird durch ein Engagement in aufstrebenden Volkswirtschaften ergänzt. Sowohl der FTSE Emerging Markets als auch der MSCI Emerging Markets haben ein hohes Gewicht in China. Wer das vermeiden will, kann in den iShares MSCI EM ex-China ETF investieren.

Dank quartalsweisem Investieren bleiben die Kosten im Rahmen, gleichzeitig werden die Kursschwankungen beim Einstieg geglättet. Auch Belinda und Barbara sind nicht auf Ausschüttungen angewiesen, weswegen sich thesaurierende ETF empfehlen.



## Anlagevorschlag Cem Erbender (45) will das Pensum reduzieren

Cem ist ausgebildeter Architekt. Seit der Trennung von seiner Partnerin vor fünf Jahren arbeitet er wieder 100% in einem Generalbauunternehmen. Sein Gehalt ist projektabhängig, beträgt im Schnitt aber rund 120 000 Fr. netto. Davon braucht er jährlich 110 000 Fr., um nicht nur sein Leben, sondern auch die Hälfte des Lebensunterhalts seiner 15-jährigen Tochter Carla zu finanzieren. Sie absolviert bald eine vierjährige Lehre zur Hochbauzeichnerin. Entsprechend bleiben monatlich 10 000 Fr. übrig.

### «Weil sein Lohn schwankt, fühlt Cem sich mit weniger Cash unwohl»

Anfang Jahr ist der Vater von Cem überraschend gestorben, seine Mutter lebt schon länger nicht mehr. Zusammen mit seinem Bruder erbt er das elterliche Haus bei Aarau, in dem der Vater bisher noch das Wohnrecht hatte. Dessen restliche Ersparnisse gehen an den Aargauischen Tierschutzverein. Aus dem Verkauf der Liegenschaft winken netto bis zu 500 000 Fr. pro Sohn.

Der 45-Jährige will den Geldsegen nutzen und sein Pensum während vier Jahren auf 80% reduzieren, um mehr Zeit mit seiner Tochter zu verbringen. Dadurch würde sich sein Lohn auf rund 96 000 Fr. im Jahr verringern. Zudem erwägt er, in zwei bis Jahren eine betriebswirtschaftliche Weiterbildung zu beginnen. Sie kostet insgesamt 25 000 Fr.

Cem selbst konnte wegen der Unterstützung der Familie in den vergangenen Jahren nur wenig Geld auf die Seite legen. Von seiner verstorbenen Mutter hat er 50 000 Fr. geerbt, die ihm zusammen mit derzeit rund 20 000

Fr. als finanzielle Sicherheit dienen. Weil sein Lohn schwankt und er die Verantwortung für seine Tochter mitträgt, fühlt er sich mit weniger flüssigen Mitteln unwohl. Seine Risikotoleranz war bisher niedrig.

#### Zeithorizont und Ziele:

— **Kurzfristig:** 25 000 Fr. aus dem Erbe auf die Seite legen für die Weiterbildung und ein Einnahmefizit für vier Jahre zu je 14 000 Fr. decken. Insgesamt 81 000 Fr. respektive inflationsbereinigt fast 83 000 Fr. benötigt

— **Langfristig:** 400 000 Fr. anlegen

Da die Eltern ihr Haus mehr als 25 Jahre selbst bewohnt, fallen im Kanton Aargau lediglich 5% Grundstückgewinnsteuer an. Nach Abzug aller wertvermehrenden Investitionen vom erzielten Verkaufspreis zahlen Cem und sein Bruder lediglich wenige tausend Franken Steuern. Nach den Rücklagen für kurzfristige Ziele bleiben Cem 400 000 Fr. aus dem Erbe, die er anlegen kann.

Zwar erhält er das Geld auf einen Schlag, investieren sollte er es aber schrittweise und diversifiziert. Damit glättet er das Risiko eines schlechten Markttings. Den Gesamtbetrag kann er über mindestens ein Jahr – zum Beispiel quartalsweise oder sogar monatlich – in kostengünstige Produkte mit einer hohen Aktienquote anlegen. Sein Zeithorizont wie auch seine neue, höhere Risikotoleranz lassen dies zu. Mit ETF auf Europa und Japan bricht Cem das hohe US-Exposure im Weltaktienindex. Auch hier bieten sich thesaurierende ETF an.

Wenn die Weiterbildung und die Lehre der Tochter in einigen Jahren abgeschlossen sind, wird sich die Einkommens- und Ausgabensituation von Cem nochmals deutlich verändern. Spätestens dann lohnt es sich, erneut über die Bücher zu gehen.



## Anlagevorschlag Daniel Gutverdiener (55) bereitet sich auf die vorzeitige Pensionierung vor

Daniel hat bei einem Gebäudetechnikunternehmen Karriere gemacht. Als Teamleiter verdient er heute 140 000 Fr. netto. Vor fünf Jahren hat er das Haus seiner Eltern übernommen und den Umbau aus dem Verkauf einer weiteren Wohnung im selben Gebäude finanziert. Seither lebt er kostengünstig im Stockwerkeigentum. Dafür frönt er gerne teuren Hobbys. So belaufen sich seine jährlichen Ausgaben auf 100 000 Fr.

Mit Mitte fünfzig erwägt Daniel nun, sich in acht Jahren vorzeitig (teil-)pensionieren zu lassen. Um sein Vorsorgegeld in der Pensionskasse aufzubessern, will er noch möglichst viel Geld steuerbefreit in die zweite Säule einzahlen. Das ist bei einem allfälligen Kapitalbezug bis maximal drei Jahre vor der (vorzeitigen) Pensionierung möglich. Gemäss Pensionskassenausweis hat er eine Lücke von 150 000 Fr. Zudem plant er, die AHV-Beiträge bis 65 weiterzuzahlen. Angesichts seines hohen Vermögens und Einkommens kostet ihn das 3604 Fr. im Jahr.

### «Werden die Einkäufe gestaffelt, kann die Steuerprogression gebrochen werden»

Neben seiner Wohnung besitzt Daniel rund 200 000 Fr., die er auf Anraten des Bankberaters in einen ausgewogenen Multi-Strategiefonds mit hohen Gebühren investiert hat. Jährlich fällt eine Management Fee von 1,5% an, hinzu kommen Depotführungs- und Handelskosten. Auf dem Konto liegen zudem durchschnittlich gut 100 000 Fr. Sowohl seine Risikofähigkeit als auch -bereitschaft sind überdurchschnittlich.

#### Zeithorizont und Ziele:

— **Kurzfristig:** Lücke in der Pensionskasse schliessen. Insgesamt 150 000 Fr. benötigt

— **Mittelfristig:** Überbrückung bis zum ordentlichen Pensionsalter und Weiterzahlung AHV-Beiträge aus einem Teil des Vermögens. Insgesamt 220 000 Fr. benötigt

— **Langfristig:** restliches Geld anlegen

Als Erstes sollte Daniel den teuren Multi-Strategiefonds verkaufen: Die hohen laufenden Kosten solcher Wertschriften rechnen sich in der Regel nicht. Angesichts seiner finanziellen Situation (inklusive Wohneigentum) reicht dem Alleinstehenden wohl ein Cash-Polster von 50 000 Fr. Das freie Vermögen beläuft sich jetzt auf 250 000 Fr. 150 000 Fr. davon sollen die Pensionskasse

aufbessern. Es bleiben fünf Jahre Zeit, zusätzliche Einkäufe vorzunehmen. Sie sind von der Einkommenssteuer absetzbar. Mit einem Einkauf von 30 000 Fr. jährlich kann die Steuerprogression gebrochen werden.

So bleiben Daniel 100 000 Fr., die er investieren kann. Ebenso rund 100 000 Fr. aus dem Einnahmenüberschuss der kommenden Jahre von insgesamt achtmal 40 000 Fr. Denn aus diesen insgesamt 320 000 Fr. sollte er 220 000 Fr. zur Überbrückung der Jahre zwischen 63 und 65 auf die Seite legen.

Angesichts des langen Zeithorizonts von mehr als acht Jahren, bis er die Mittel frühestens braucht, und seiner hohen Risikotoleranz kann Daniel in den ersten zweieinhalb Jahren die insgesamt 200 000 Fr. aus Einkommen und Vermögen monatlich in thesaurierende ETF investieren und erst dann mit dem Sparen beginnen. Das verbessert den Zinseszineffekt, und auch hier gilt die Annahme, dass das Einkommen mindestens mit der Teuerung zunimmt. Dabei könnte er zunächst ähnlich wie Cem lediglich in Aktien investieren und bei seiner Pensionierung die Aktienquote anpassen.

Es gibt aber noch eine längerfristige Option. Auch wenn sich Daniel mit seinem hohen heutigen Einkommen in einer äusserst komfortablen Situation befindet: Es lohnt sich, bereits weiter vorauszublicken und die Weichen ein paar Jahre vor der Pensionierung richtig zu stellen. Das spart Kosten und Steuern, und es gibt Entscheide wie den Pensionskasseneinkauf, die im Nachhinein nicht angepasst werden können. Vor allem aber bringt es das Portfolio bereits in Einklang mit der längerfristigen Zielsetzung.

Mit der Frühpensionierung in acht Jahren hat Daniel die Möglichkeit, das Pensionskassenkapital teilweise zu beziehen und/oder sich eine Rente auszahlen zu lassen. Wählt er den Kapitalbezug, geht sein Einkommen und damit seine Risikotoleranz spürbar zurück. Er wird teilweise von seinem Angesparten leben müssen und ist deshalb auf eine relativ stabile Vermögensentwicklung angewiesen.

Um dieses Ziel zu erreichen, kann er neben der hohen Aktienquote mehr Cash halten. Oder aber er investiert nicht nur monatlich in Aktien-ETF, sondern mischt zum Beispiel solche auf Edelmetalle bei. Eine ausgewogene Strategie verfolgt etwa die The Market Asset Allocation. Anlegerinnen und Anleger können sich bei der Zusammenstellung des eigenen Portfolios daran orientieren.

Wichtig: Allfällige angesparte 3a-Vorsorgevermögen müssen erst mit dem ordentlichen Pensionsalter ausgezahlt werden. Dadurch kann man die Auszahlung des Kapitals aus zweiter und dritter Säule steuergünstig staffeln. Was angehende Pensionäre sonst beachten müssen, zeigt das nächste Beispiel.



## Anlagevorschlag Elena Angehende Rentnerin (64) plant einen Kapitalbezug

Elena wird bald pensioniert. Als Kommunikationschefin eines mittelgrossen Industrieunternehmens verdient sie heute noch 130 000 Fr. netto im Jahr – ohne variable Vergütung. Den Haushalt teilt sie mit ihrem Partner, die gemeinsamen Kinder sind schon vor einer Weile ausgezogen. Da sie mehr verdient als er, übernimmt sie vertraglich geregelt mit 90 000 Fr. im Jahr einen grösseren Teil der gemeinsamen Ausgaben.

Die 64-Jährige will noch ein Jahr weiterarbeiten und dann das Pensionskassenvermögen in Höhe von 1,4 Mio. Fr. als Kapital beziehen. Darauf zahlt sie in ihrer Gemeinde Wil im Kanton St. Gallen eine einmalige Steuer von 110 000 Fr. Die Sätze variieren je nach Wohnkanton und -gemeinde stark. Es lohnt

sich, diese Unterschiede schon früh abzuklären. Die Kantone bieten dazu Berechnungstools im Internet an.

Unverheiratet und dank Erziehungsgutschriften hat Elena Anrecht auf eine volle AHV-Rente. Wenn sie diese erst mit 65 Jahren bezieht, steigt sie um 5,2% auf 30 171 Fr. im Jahr. Weil das Einkommen insgesamt stark sinkt, wird die Pensionärin darauf weniger, auf Vermögen und allfällige Ausschüttungen aber mehr Steuern zahlen. Insgesamt bleibt die Belastung in etwa gleich. Die Ausgaben teilen sie und ihr Partner sich künftig hälftig (je 70 000 Fr. im Jahr).

Bereits bezogen hat sie die Hälfte ihres in der dritten Säule angesparten Vermögens

von 200 000 Fr., die Auszahlung des zweiten Vorsorgekontos steht kurz bevor. Diese Staffelung des Kapitalbezugs ist wichtig, damit die Steuerprogression gebrochen wird; bis zu einem Guthaben von 100 000 Fr. ist sie in vielen Kantonen gering. In Wil SG zahlt Elena darauf Steuern in Höhe von gesamthaft 12 000 Fr. Die 3a-Vorsorgegelder können bis zu fünf Jahre vor Erreichen des Pensionsalters ausgezahlt werden. Der Kapitalbezug wird von den Kantonen unabhängig vom übrigen Einkommen in der Regel mit einem deutlich niedrigeren Steuersatz besteuert.

## «Kapitalbezug wird mit einem niedrigeren Satz besteuert»

Die entstehende Einkommenslücke von 40 000 Fr. im Jahr wird fortan und für den Rest der Lebenszeit aus dem Verzehr des bis dahin privat gesparten Vermögens (heute 300 000 Fr.) und dem ausgezahlten Vorsorgekapital (zweite und dritte Säule) in Höhe von knapp 1,5 Mio. Fr. nach Steuern sowie dem Ertrag darauf finanziert. Da Elena nur noch ein kleines festes Einkommen hat, sinkt ihre Risikotoleranz beträchtlich.

### Zeithorizont und Ziele:

- **Kurzfristig:** Einnahmefizit von 40 000 Fr. jährlich decken. Insgesamt 160 000 Fr. resp. 165 000 Fr. benötigt
- **Mittelfristig:** Einnahmefizit von 40 000 Fr. jährlich decken. Insgesamt 160 000 Fr. respektive 178 500 Fr. benötigt (Inflation)
- **Langfristig:** restliches Geld anlegen

Aus dem akkumulierten Vermögen von insgesamt 1,63 Mio. Fr. legt Elena 165 000 Fr. auf die Seite. Damit wird sie in den nächsten vier Jahren den Lebensunterhalt (inklusive Teuerung) mehrheitlich bestreiten. Es ist wichtig, dass das Liquiditätspolster regelmässig – zum Beispiel monatlich – aus dem übrigen Vermögen aufgestockt wird. Dafür gibt es unterschiedliche Möglichkeiten.

**Variante 1:** Topfsystem. Elena investiert Geld für die mittlere Frist quartalsweise in ein robustes, kostengünstiges Portfolio wie die The Market Asset Allocation. Sie braucht in vier bis acht Jahren aus diesem Topf 178 500 Fr. Da sie periodisch Geld in die liquiden Mittel überführen muss, startet sie bereits mit diesem Betrag. Das restliche Vermögen hat einen Anlagehorizont von mehr als acht Jahren und wird ebenfalls sukzessive und nicht auf einen Schlag in thesaurierende, kostengünstige Aktien-ETF angelegt.

**Variante 2:** Dividendenstrategie. Um das Einnahmefizit von 40 000 Fr. im Jahr zu decken, muss das Vermögen von Elena eine Rendite nach Gebühren von 2,45% plus Inflation (über 25 Jahre durchschnittlich 3,3% auf 1,63 Mio. Fr.) abwerfen. Die Steuern sind bereits in den jährlichen Ausgaben eingerechnet. Mit einer Dividendenstrategie ist dies grundsätzlich möglich.

Auch hierzu bietet The Market mit dem Dividend Opportunities Portfolio eine Vorlage. Ebenso empfiehlt sich ein kostengünstiger, ausschüttender Dividenden-ETF.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/x313](https://go.themarket.ch/x313)



## Anlagevorschlag Belinda und Barbara: Berufstätige (32) sparen auf ein Eigenheim

\*TER = Gesamtkostenquote

Tabelle: themarket.ch Quelle: Amundi, BlackRock, Vanguard, Xtrackers

Anlageklasse	Index	ETF	ISIN	TER*	Währung	Nachbildung	Bemerkung
Aktien Welt	MSCI World	Xtrackers (IE) Plc MSCI World UCITS ETF 1C	IE00BJOKDQ92	0,19%	\$	physisch	ohne Schwellenländer
Aktien Schwellenländer	FTSE Emerging Markets	Vanguard FTSE Emerging Markets UCITS ETF Acc	IE00BK5BR733	0,22%	\$	physisch	
	MSCI Emerging Markets	Amundi MSCI Emerging Markets	LU1681045453	0,20%	\$	synthetisch	
	MSCI Emerging Markets ohne China	iShares MSCI EM ex-China UCITS ETF USD (Acc)	IE00BMG6Z448	0,25%	\$	physisch	ohne China
Aktien Schweiz	Swiss Performance Index	iShares Core SPI® ETF (CH)	CH0237935652	0,10%	Fr.	physisch	ausschüttend

## Anlagevorschlag Cem: Erbender (45) will das Pensum reduzieren

Tabelle: themarket.ch Quelle: Amundi, BlackRock, UBS, Vanguard

Anlageklasse	Index	ETF	ISIN	TER	Währung	Nachbildung	Bemerkung
Aktien USA	S&P 500	iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc)	IE00B5BMR087	0,07%	\$	physisch	
Aktien Schwellenländer	FTSE Emerging Markets	Vanguard FTSE Emerging Markets UCITS ETF Acc	IE00BK5BR733	0,22%	\$	physisch	
	MSCI Emerging Markets	Amundi MSCI Emerging Markets	LU1681045453	0,20%	\$	synthetisch	
	MSCI Emerging Markets ohne China	iShares MSCI EM ex-China UCITS ETF USD (Acc)	IE00BMG6Z448	0,25%	\$	physisch	ohne China
Aktien Europa	MSCI Europa	iShares Core MSCI Europe UCITS ETF EUR (Acc)	IE00B4K48X80	0,12%	€	physisch	
Aktien Japan	MSCI Japan	UBS ETF MSCI Japan UCITS ETF (JPY) A-acc	LU0950671825	0,19%	Yen	physisch	
Aktien Schweiz	Swiss Performance Index	iShares Core SPI® ETF (CH)	CH0237935652	0,10%	Fr.	physisch	ausschüttend

## Anlagevorschlag Daniel: Gutverdiener (55) bereitet sich auf vorzeitige Pensionierung vor

Tabelle: themarket.ch Quelle: Amundi, BlackRock, UBS, Vanguard, ZKB

Anlageklasse	Index	ETF	ISIN	TER	Währung	Nachbildung	Bemerkung
Aktien USA	S&P 500	iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc)	IE00B5BMR087	0,07%	\$	physisch	
Aktien Schwellenländer	FTSE Emerging Markets	Vanguard FTSE Emerging Markets UCITS ETF Acc	IE00BK5BR733	0,22%	\$	physisch	
	MSCI Emerging Markets	Amundi MSCI Emerging Markets	LU1681045453	0,20%	\$	synthetisch	
	MSCI Emerging Markets ohne China	iShares MSCI EM ex-China UCITS ETF USD (Acc)	IE00BMG6Z448	0,25%	\$	physisch	ohne China
Aktien Europa	MSCI Europa	iShares Core MSCI Europe UCITS ETF EUR (Acc)	IE00B4K48X80	0,12%	€	physisch	
Aktien Japan	MSCI Japan	UBS ETF MSCI Japan UCITS ETF (JPY) A-acc	LU0950671825	0,19%	Yen	physisch	
Aktien Schweiz	Swiss Performance Index	iShares Core SPI® ETF (CH)	CH0237935652	0,10%	Fr.	physisch	ausschüttend
Gold	LBMA Goldpreis	UBS ETF (CH) - Gold (USD) A-dis	CH0106027193	0,23%	\$	physisch	
Silber	LBMA Silberpreis	ZKB Silber ETF AA CHF	CH0183135976	0,60%	Fr.	physisch	

## Anlagevorschlag Elena: Angehende Rentnerin (64) plant einen Kapitalbezug

Tabelle: themarket.ch Quelle: BlackRock, VanEck

Anlageklasse	ETF	ISIN	TER	Währung	Nachbildung	Bemerkung
Dividendenaktien Welt	VanEck Morningstar Developed Markets Dividend Leaders UCITS ETF	NL0011683594	0,38%	\$	physisch	ausschüttend
Dividendenaktien Schweiz	iShares Swiss Dividend ETF	CH0237935637	0,15%	Fr.	physisch	ausschüttend

**35'000 Fr.** durchschnittliche Jahresrente aus der zweiten Säule für Männer in der Schweiz im Jahr 2020

Quelle: BFS

## ANALYSE

# Zehn simple Regeln, um in schwierigen Märkten zu navigieren

Die Rahmenbedingungen an den Börsen sind so anspruchsvoll wie selten. Orientierungshilfe bieten die zehn Richtlinien des legendären Markttechnikers und Contrarian Bob Farrell. **Von Christoph Gisiger**

Inflation, ungewisse Konjunkturaussichten und zunehmend auch geopolitische Risiken: Wer sich heute an den globalen Finanzmärkten engagiert, sieht sich mit anspruchsvollen Rahmenbedingungen konfrontiert. Einen hilfreichen Kompass, um in diesem unwägbareren Umfeld zu navigieren, bietet das Regelwerk von Bob Farrell. Der vormalige Research-Chef von Merrill Lynch ist an Wallstreet eine lebende Legende. Seine «Ten Market Rules to Remember» gehören zum Grundwissen des Investierens.

Farrell, der auf eine mehr als sechzigjährige Karriere in der Finanzbranche zurückblickt und inzwischen pensioniert ist, gehört zu den Pionieren der technischen Analyse. Ebenso hat er früh die Bedeutung der Anlegerpsychologie und des Contrarian-Denkens erkannt. Seine «zehn Marktregeln, die man sich merken sollte» zählen wir im Folgenden auf und veranschaulichen sie an konkreten Beispielen.

## Regel Nummer 1

«Die Märkte tendieren dazu, mit der Zeit zum Mittelwert zurückzukehren.»

«Markets tend to return to the mean over time.»

Die erste Regel von Bob Farrell erinnert daran, dass eine langfristige Perspektive entscheidend ist. Sie besagt, dass sich die Bewertung von Aktien, Bonds und anderen Finanzanlagen wie ein Gummiband verhält: Je mehr es sich ausdehnt, desto stärker wird die Zugkraft, die es zurück in den ursprünglichen Zustand versetzt.

Dieses Prinzip, das man als «Mean Reversion» bezeichnet, wird oft in Zusammenhang mit dem Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis verwendet. Es setzt die durchschnittlichen inflationsbereinigten Unternehmensgewinne der letzten zehn Jahre in Bezug zu einem Index wie dem S&P 500. Je mehr es vom historischen Durchschnitt abweicht, desto grösser die Wahrscheinlichkeit, dass der Trend künftig in die andere Richtung geht, so die Theorie.

Wie die Grafik 1 zeigt, beträgt der historische Mittelwert des Shiller-KGV für den S&P 500 knapp 17. Aktuell liegt es auf etwa 31, womit amerikanische Aktien hoch bewertet erscheinen. Die extremste Überbewertung signalisierte es im Frühjahr 2000 auf dem Zenit der Internetblase. Derzeit ist das Niveau ungefähr gleich hoch wie am Vorabend des grossen Börsenkrachs von 1929.

Wichtig ist diesbezüglich die Ergänzung «over time». Eine übermässig hohe Bewertung muss nicht bedeuten, dass es unmittelbar zum Crash kommt. Sie impliziert jedoch ein erhebliches Risiko, dass die erwartete Rendite auf mittlere bis lange Sicht unterdurchschnittlich ausfallen wird. Farrells erste Regel lässt sich auch mit diversen anderen Bewertungsinstrumenten anwenden. The Market publiziert dazu im Chart Pack wöchentlich eine umfassende Übersicht zu den Bewertungen der international wichtigsten Aktienmärkte und stellt sie ins Verhältnis zum historischen Durchschnitt.

## Regel Nummer 2

«Übertreibungen in eine Richtung führen zu einer entgegengesetzten Übertreibung in die andere Richtung.»

«Excesses in one direction will lead to an opposite excess in the other direction.»

Dieser Grundsatz leitet sich als Konsequenz von Regel Nummer 1 ab. Das Verhalten der Märkte lässt sich demnach auch mit einem Pendel vergleichen, das von einem Extrem ins andere schwingt. Getrieben wird es von der Psychologie der Marktteilnehmer, die so gut wie nie stabil ist und ständig zwischen Euphorie und Depression schwankt.

Ein gutes Beispiel dafür sind die wechselnden Präferenzen zwischen Aktien aus den Emerging Markets und den USA über die letzten dreissig Jahre. Momentan ist die Begeisterung für Schwellenländer auf einem historischen Tief. Seit dem Ende der globalen Finanzkrise hat die Musik an den US-Börsen mit dominanten Wachstumsaktien wie Apple, Microsoft und Amazon gespielt. Aus Contrarian-Sicht stehen die Chancen somit gut, dass der Trend in den nächsten Jahren in Richtung Emerging Markets zeigt, wo die Bewertungen nach der langen Baisse wesentlich ansprechender sind.

## Regel Nummer 3

«Es gibt keine neuen Epochen, Exzesse sind nie von Dauer.»

«There are no new eras, excesses are never permanent.»

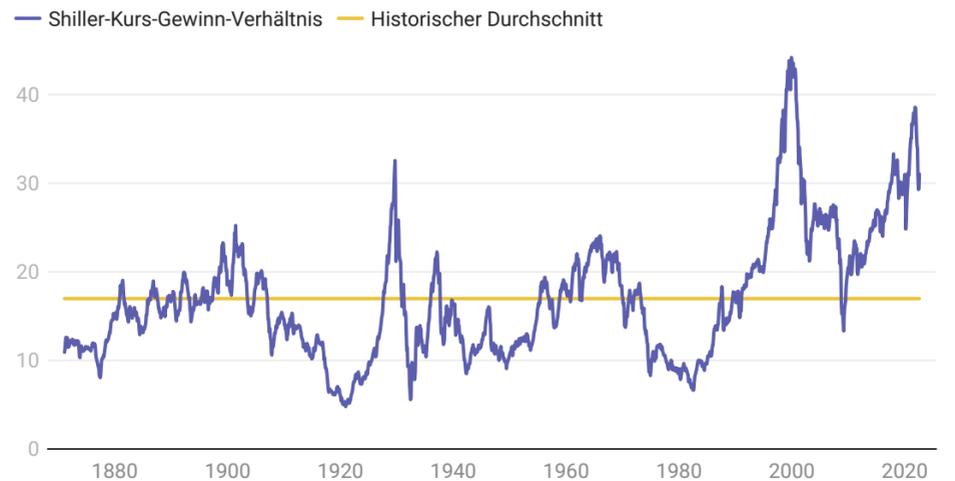
Die dritte Marktregel von Bob Farrell basiert auf einem ähnlichen Konzept. Sie warnt davor, sich nicht von Masseneuphorie mitreissen zu lassen. «This time is different – dieses Mal ist es anders», lauten die vier beziehungsweise fünf gefährlichsten Wörter beim Investieren.

In der Finanzgeschichte lässt sich dieses Verhängnis immer wieder beobachten. Zu den prominentesten Beispielen zählt die unglückliche Aussage des grossen Yale-Ökonomen Irving Fisher kurz vor dem Ende des massiven Spekulationsbooms der Zwanzigerjahre. In einem Essay für die «New York Times» behauptete er am 16. Oktober 1929, dass die amerikanischen Börsen «ein permanent hohes Plateau erreicht» hätten. Bloss neun Tage später wurde Wallstreet vom schwersten Crash der Geschichte erschüttert, von dem sich der Dow Jones erst im November 1954 vollständig erholte.

Psychologisch dreht sich jeder Exzess um ein Narrativ, das bisherige Konventionen angeblich aufhebt. Oft steht eine neue Technologie im Mittelpunkt, wie etwa das Aufkommen des Internets in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre oder zuletzt die Manie mit Kryptowährungen und anderen Blockchain-basierten Anwendungen.

## 1) Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500

Grafik: themarket.ch – Quelle: Robert Shiller



## Regel Nummer 4

«Exponentiell schnell steigende oder fallende Märkte laufen in der Regel weiter, als man denkt, sie korrigieren aber nicht durch eine Seitwärtsbewegung.»

«Exponential rapidly rising or falling markets usually go further than you think, but they do not correct by going sideways.»

Dass sich Märkte aufgrund psychologischer Phänomene wie Herdentrieb und Massenhysterie unberechenbar verhalten können, steht auch bei diesem Richtsatz im Vordergrund. Spontan in den Sinn kommt die Warnung des früheren US-Notenbankchefs Alan Greenspan im Dezember 1996. Der «Maestro» mahnte seinerzeit, dass ein «irrationaler Überschwang» die Bewertungen von Finanzanlagen möglicherweise übermässig in die Höhe getrieben habe. Doch dann ging die Hausse an den Börsen erst richtig los.

Das Stichwort in diesem Kontext heisst FOMO, Fear of Missing out – die Angst, etwas zu verpassen. Selbst die grössten Genies können sich diesem Drang zuweilen nicht entziehen, was etwa Sir Isaac Newton bitter erfahren musste. Der englische Physiker, Astronom und Mathematiker, der die Theorie der Schwerkraft entwickelte, betätigte sich an der Südseespekulation im 18. Jahrhundert. Er investierte früh in Aktien der South Sea Company und realisierte bald einen stattlichen Gewinn. Als er dann aber sah, wie die Kurse immer weiter kletterten und der Boom viele seiner Freunde reich machte, stieg er nahe dem Top erneut ein, wobei er auf Kredit spekulierte (vgl. Grafik 2).

Umso grösser war sein Verlust, nachdem die Blase geplatzt war. «Ich kann die Bewegung von Himmelskörpern berechnen, aber nicht den Wahnsinn von Menschen», soll Newton reumütig gesagt haben. Beispiele von FOMO aus der jüngeren Vergangenheit sind die IPO-Manie während der Internethausse oder die Obsession mit Kryptowährungen und unprofitablen Tech-Unternehmen 2020/2021. Der letztere Exzess lässt sich gut an den fulminanten Avancen und dem spektakulären Kollaps des ARK Innovation ETF illustrieren, wobei solche Phänomene oft einem verblüffend ähnlichen Muster folgen.

## Regel Nummer 5

«Publikumsanleger kaufen am meisten auf dem Höchst und am wenigsten auf dem Tiefst.»

«The public buys the most at the top and the least at the bottom.»

Zur Veranschaulichung dieser Regel lohnt es sich, gleich beim ARK Innovation ETF zu bleiben. Der Flaggschiffonds von «Starinvestorin» Cathie Wood ist vor allem bei Kleinanlegern populär – oder zumindest war er das bis vor wenigen Monaten. Woods Anlagefirma, ARK Investment, stieg zeitweise sogar auf Platz vier der grössten ETF-Anbieter auf. Mehr Geld floss nur den Indexfondsanbietern Vanguard, BlackRock und State Street zu. Doch jetzt, nachdem der Kurs des ARK Innovation ETF mehr als 70% eingebrochen ist, ziehen Anleger ihr Geld mehr und mehr ab.

Wie stark das Börsenfieber in den letzten Jahren grassierte, zeigen ebenfalls die Einnahmen von Onlinebrokern wie Robinhood Markets, die auf ein breites, oft jüngeres Publikum zielen. Die kontroverse Trading-Plattform verzeichnete in der heissesten Phase der Hausse Anfang 2021 einen gewaltigen Sprung bei den Einnahmen. Mit dem Abwärtstrend an den Aktienmärkten hat die Handelsaktivität inzwischen deutlich abgenommen. Anfang August hat Robinhood die Entlassung von 23% der Belegschaft angekündigt. In der Schweiz hat der Onlinebroker Swissquote vor einigen Wochen einen Einbruch des Halbjahresgewinns um ein Drittel gemeldet und das Jahresziel gesenkt.

Farrells Regel Nummer 5 lässt sich auch gut mit dem einstigen Hype um die Aktie der Deutschen Telekom veranschaulichen. Während des Technologie-, Medien- und Telecombooms in den Neunzigerjahren investierten 1,9 Mio. Deutsche gleich bei der Publikumsöffnung im November 1996 in die «Volksaktie». Für viele war es die erste Anlage an der Börse. Mit dem Slogan «Die Telekom geht an die Börse, da geh ich mit» machte der Schauspieler Manfred Krug Werbung für Investments. Die Sache ging nicht gut aus. Nachdem die Titel im März 2000 auf bis zu 104.90 € geklettert waren, stürzten sie bis Juni 2002 auf 8.16 € ab. Mehr als zwanzig Jahre später hat sich der Kurs nur partiell erholt. Derzeit notiert er um 19 €.



**Bob Farrell**

Bob Farrell war 45 Jahre lang bei Merrill Lynch als Chief Market Analyst und Senior Investment Advisor tätig. Seine Ausbildung in Wirtschafts- und Finanzwissenschaften machte er an der Columbia University Graduate School of Business in New York, wo er unter den Value-Übervätern Ben Graham und David Dodd sein Studium absolvierte. Er verfolgt das Geschehen an den Börsen bis heute eng und arbeitet dem Vernehmen nach an seinen Memoiren über seine Erfahrungen in der komplexen Welt des Investierens.

**2) Isaac Newtons Debakel mit Aktien der South Sea Company**



**Regel Nummer 6**  
«Angst und Gier sind stärker als langfristige Vorsätze.»  
«Fear and greed are stronger than long-term resolve.»

**Regel Nummer 7**  
«Die Märkte sind am stärksten, wenn sie breit abgestützt sind, und am schwächsten, wenn sie sich auf eine Handvoll Blue-Chip-Namen verengen.»  
«Markets are strongest when they are broad and weakest when they narrow to a handful of blue chip names»

**Regel Nummer 8**  
«Bärenmärkte durchlaufen drei Phasen: eine scharfe Korrektur, eine reflexartige Erholung, einen lang anhaltenden fundamentalen Abwärtstrend.»  
«Bear markets have three stages: sharp down, reflexive rebound, a drawn-out fundamental downtrend.»

«Die Entwicklung an den Börsen zeigt die Eigenschaften einer klassischen Baisse»

**Regel Nummer 9**  
«Wenn sich alle Experten und Prognosen einig sind, dann wird etwas anderes passieren.»  
«When all the experts and forecasts agree, something else is going to happen.»

Regel Nummer 6 bringt die Quintessenz der vorherigen Regeln auf den Punkt. Sie untermauert Farrells Philosophie als Contrarian: Gier und Angst können den Verstand vernebeln und führen zu schlechten Investments, wie auf dem Peak zu kaufen und am Boden zu verkaufen (Regel Nummer 5). Wenn Emotionen die Kontrolle übernehmen, ist es deshalb hilfreich, sich darauf zu besinnen, dass

- die Märkte dazu tendieren, mit der Zeit zum Mittelwert zurückzukehren (Regel Nummer 1).
- Übertreibungen in eine Richtung zu einer entgegengesetzten Übertreibung in die andere Richtung führen (Regel Nummer 2).
- Exzesse nie von Dauer sind (Regel Nummer 3).
- es sich selten auszahlt, der Masse blind zu folgen (nochmals Regel Nummer 5).

Ein klarer, sorgfältig durchdachter Plan und das Treffen von Anlageentscheidungen auf Basis von festen Richtlinien können somit wesentlich dazu beitragen, Emotionen bei Investments so weit wie möglich im Griff zu halten.

Hier kommt ein zentraler Aspekt aus der technischen Analyse zum Tragen. Regel Nummer 7 konzentriert sich auf die sogenannte Marktbreite: Je breiter abgestützt ein Trend an der Börse ist, sprich, je mehr Aktien an der Aufwärtsbewegung teilnehmen, desto besser. Umgekehrt kann es gefährlich werden, wenn der Markt oder ein Index von immer weniger, grossen Aktien getragen wird. Anders gesagt: Wenn die Giganten weiter vorwärts marschieren, das gemeine Fussvolk ihnen aber nicht mehr folgt, ist erhöhte Vorsicht angebracht.

Genau diese Entwicklung spielte sich an den US-Börsen im zweiten Halbjahr 2021 ab. Superstaraktien wie Apple, Microsoft, Alphabet oder Nvidia preschten bis gegen Ende Jahr weiter und weiter vor, während Namen aus der zweiten und der dritten Charge sichtlich angeschlagen waren. Illustrieren lässt sich diese Diskrepanz anhand des Performancevergleichs zwischen dem S&P 500, in dem jedes Unternehmen nach seiner Kapitalisierung gewichtet wird, und dem S&P 500 Equal Weight Index, in dem allen Unternehmen des Börsenbarometers das gleiche Gewicht zukommt. Während der S&P 500 kräftig Auftrieb verspürte, fiel der S&P 500 Equal Weight deutlich zurück.

Was als Nächstes passierte, ist hinlänglich bekannt. Der S&P 500 markierte am 4. Januar das letzte Rekordhoch und ist in den ersten echten Bärenmarkt seit mehr als einem Jahrzehnt gefallen.

Regel Nummer 8 beschreibt das Marktgeschehen erneut aus einer technischen Perspektive: Eine Baisse beginnt meist mit einem markanten Rücksetzer, worauf es umgehend zu einer gewissen Erholung kommt. Oft ist in dieser Phase von einer «gesunden Korrektur» die Rede, die wenig Anlass zur Sorge gebe und eine Gelegenheit zum Einstieg eröffne (Buy the Dip). Dieser reflexartige Rebound ist in einem Bärenmarkt besonders gefährlich, weil er die Leute ausgerechnet im falschen Moment zurück an die Börse lockt. Denn als Nächstes folgt ein langwieriger, zermürbender Abwärtstrend, der typischerweise mehr als ein Jahr dauert und bei dem immer mehr Marktteilnehmer aufgeben.

Die Abfolge dieser drei Phasen wird in der technischen Analyse auch als A-B-C-Muster bezeichnet. Dieses Drehbuch spielte sich beispielsweise in der Finanzkrise von 2008/09 auf klassische Weise ab. Aktien von Banken und anderen Finanzdienstleistern gewannen damals stetig weiter an Terrain, obschon die Erschütterungen im amerikanischen Häusermarkt zusehends intensiver wurden. Anfang Juni 2007 erreichte der Sektor die letzte Bestmarke, woraufhin er bis August rund 16% korrigierte (vgl. Grafik 3).

Dem typischen Muster folgend, setzte als Nächstes ein Erholungsphase ein, in der Finanzaktien fast sämtliches Terrain zurückeroberten. Mit den Abschlüssen der Grossbanken drehte der Trend in den ersten Oktoberwochen jedoch erneut. Bis zum Tief im März 2009 verlor der Sektor 84% an Wert. Der S&P 500 büsste annähernd 50% ein. Im Gegensatz dazu spielten sich der Covid-Crash vom Februar/März 2020 oder der Black Monday vom Oktober 1987 nicht nach dem A-B-C-Muster ab. Streng genommen gelten sie deshalb nicht als echte Bärenmärkte, sondern als scharfe Korrekturen.

Wie sieht es heute aus? Die Entwicklung an den Börsen zeigt die klassischen Charaktereigenschaften einer Baisse, wobei dieses Mal der Tech-Sektor im Fokus steht. Der Nasdaq 100 erreichte am 19. November das letzte Allzeithoch und hielt sich bis Anfang Januar stabil. Daraufhin korrigierte er bis Ende Januar über 15% und setzte zu einem ersten Rebound an. Die Erholung dauerte allerdings nicht lange. Derzeit bewegt sich das Branchenbarometer fast 30% unter der Bestmarke, und angesichts weiterer Zinserhöhungen des Fed bleibt die Lage extrem volatil.

Gegen den Schluss kommt noch einmal ein striktes Contrarian-Denken zum Zug. Auch hier eignet sich die Finanzkrise als gutes Beispiel. Gemäss einer regelmässigen Umfrage des «Wall Street Journal» unter sechzig Ökonomen rechnete im Juni 2007 kein einziger mit einer Rezession im nächsten Jahr. Im Schnitt sagten sie für 2008 ein Wirtschaftswachstum von knapp 3% voraus. Ben Bernanke, der damalige Chef der amerikanischen Notenbank, behauptete sogar noch im folgenden März, dass sich «die Auswirkungen der Probleme im Subprime-Markt auf die Gesamtwirtschaft und die Finanzmärkte in Grenzen halten» dürften. Wie sich später herausstellte, hatte die schwerste Rezession der Nachkriegszeit zur Zeit dieser Aussage längst begonnen.

Als grobe Orientierungshilfe für extremes Konsensdenken eignen sich etwa die wöchentlich veröffentlichten Daten der US-Handelsaufsicht CFTC zur Positionierung von Hedge Funds und anderen bedeutenden institutionellen Anlegern. Auch die monatliche Umfrage von Bank of America unter professionellen Investoren ist immer einen Blick wert. Aus diesem Grund fasst The Market die wichtigsten Ergebnisse dieser Erhebung jeweils in einer Übersicht zusammen. Die jüngste Auswertung von Mitte September zeigt unter anderem, dass grosse Untergewichtungen in europäischen Aktien bestehen – aus Contrarian-Sicht grundsätzlich ein positives Signal.

**Regel Nummer 10**  
«Bullenmärkte machen mehr Spass als Bärenmärkte.»  
«Bull markets are more fun than bear markets.»

Die letzte Regel erklärt sich von selbst. Bärenmärkte sind meist so frustrierend, dass viele Marktteilnehmer am Schluss die Hoffnung endgültig aufgeben. Doch wie Bob Farrells Regeln Nummer 5 und 9 besagen, ist der ungünstigste Moment, sich zu verabschieden, wenn das Sentiment völlig am Boden ist.

Natürlich ist es einfacher gesagt als getan. Wer sich aber an eine umsichtige Anlagestrategie mit klaren Richtlinien hält und die Kontrolle über die Emotionen nicht verliert, hat wesentlich bessere Chancen, eine Baisse zu überstehen und sich damit in einer guten Ausgangslage zu befinden, wenn die nächste Hausse beginnt.

**3) S&P 500 Financials**



Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:  
go.themarket.ch/x315

# SEIT 1975 SETZEN WIR UNS FÜR ANLEGER EIN.

Vor 45 Jahren legte der Gründer von Vanguard den ersten Indexfonds für Privatanleger auf. Heute vertrauen uns über 30 Millionen Kunden.

Mit unseren günstigen, unkomplizierten Fonds und ETFs helfen wir Anlegern ihre finanziellen Ziele zu erreichen.

Mehr dazu auf [vanguard.ch](https://www.vanguard.ch)

**Vanguard**<sup>®</sup>  
VALUE TO INVESTORS

**AKTIV UND PASSIV  
AKTIEN UND ANLEIHEN  
MULTI-ASSET  
FONDS UND ETFS**

**Dieses Dokument ist professionellen Anlegern vorbehalten und darf nicht an Privatanleger weitergegeben werden, die sich auch nicht auf dieses Dokument verlassen dürfen.**

**Der Wert der Investitionen und die daraus resultierenden Erträge können steigen oder fallen, und Investoren können mit ihren Anlagen Verluste erleiden.**

Herausgegeben von Vanguard Investments Switzerland GmbH.

© 2022 Vanguard Investments Switzerland GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

## INTERVIEW

# «Nachhaltiges Anlegen durchläuft derzeit eine Phase der Konfusion»

Der Nachhaltigkeits-Pionier Reto Ringger blickt auf 27 Jahre Geschichte nachhaltigen Investierens zurück und spricht über die Entwicklung sowie die aktuellen Konflikte von ESG. **Von Ruedi Keller**

Reto Ringger ist ein Vorreiter beim Thema nachhaltiges Investieren. 1995 gründete er SAM, was für Sustainable Asset Management steht, 2008 verkaufte er den Vermögensverwalter an Robeco. Zusammen mit Dow Jones lancierte er damals den Dow Jones Sustainability Index – den ersten auf Nachhaltigkeit ausgerichteten Index.

## «Wir mussten rasch im Ausland nach Kunden suchen»

Im Interview sagt Ringger, der heute CEO der auf Zukunftsthemen ausgerichteten Globalance Bank ist, warum sich als Erste Rückversicherer für nachhaltiges Investieren interessierten – bevor sich der Anlagestil Jahre später zu einer breiten Bewegung entwickelte. Heute allerdings sieht der 59-jährige Pionier ESG, also das Investieren mit Blick auf die Umwelt, die Gesellschaft und die gute Unternehmensführung, auf dem Weg zum Mainstream-Anlagestil eine Phase der Konfusion durchlaufen, die voller Widersprüche ist.

### Herr Ringger, 1995 haben Sie SAM gegründet. Gab es damals bereits Investitionen mit Blick auf die Umwelt?

Ich ging damals in die USA, um mich inspirieren zu lassen. Es gab dort Ethical Investments, die mit Blick auf Rassendiskriminierung Investitionen in gewissen Ländern ausschlossen. Im Hinblick auf Nachhaltigkeit und Umwelt gab es aber noch nichts.

### Sie leisteten Pionierarbeit. Wie ging das?

Mit SAM haben wir zusammen mit Dow Jones den Dow Jones Sustainability Index kreiert. Dazu befragten wir die Unternehmen einzeln zu ihrem CO<sub>2</sub>-Ausstoss sowie anderen Parametern mit Bezug zur Umwelt. Die allermeisten hatten jedoch noch überhaupt keine Daten zu diesen Themen verfügbar.

### Wie sah es auf der Kundenseite aus?

Zu unseren ersten Kunden zählten Rückversicherer. Sie hatten verstanden, was wir anstrebten: Swiss Re zum Beispiel hatte das Klimathema für ihr Rückversicherungsgeschäft selbst in Bezug auf ihre eigene Exponiertheit analysiert. Sie waren deshalb interessiert, das Thema auf die Anlagenseite zu spiegeln, um es angesichts ihres langfristigen Anlagehorizonts besser zu verstehen. Doch wir mussten rasch im Ausland nach zusätzlichen Grosskunden suchen. Der breite Markt in der Schweiz war noch nicht bereit für das Thema Nachhaltigkeit.

### Was stand im Fokus dieser ersten Investoren: was Umwelteinflüsse für ihre Anlagen bedeuten, also der Schutz ihrer Investitionen, oder der Wille, Gutes zu tun?

In erster Linie das Anlagerisiko. Sie wollten besser verstehen, wie Umwelteinflüsse auf das Portfolio wirken, bezüglich Rendite, Volatilität und Korrelationen.

### Nun stehen wir ein Vierteljahrhundert später. Heute ist ESG Mainstream. Welche Phasen erkennen Sie im Rückblick?

Ich sehe hier eine Analogie zu einem Konzept aus der Psychologie. Wenn ein Problem auftaucht, muss man durch vier Räume gehen, um es zu lösen: The Four Rooms of Change.



Der erste Raum ist der Raum der Happiness. Man ist frisch verliebt, Glück dominiert. Nach einer Weile kommt die Partnerin und meint, es sei nicht mehr wie früher, und gewisse Dinge müssten verändert werden. Man verneint das Problem und tritt in den Raum der Verleugnung. Dann geschieht es: Die Partnerin geht, und man findet sich im Raum der Konfusion wieder. Hier muss man sich dem Problem stellen. Der vierte Raum ist der Raum der Erneuerung beziehungsweise der Lösung. Beim Thema Nachhaltigkeit durchschreiten wir ebenfalls diese vier Räume.

### Erklären Sie das.

Vor dreissig Jahren – etwa bei meinen Eltern – war das Klima kein Thema. Es herrschte Happiness. Dann kamen die Klimaforscher mit ersten Warnungen – die meisten von uns haben das Problem jedoch verleugnet. Einige sind immer noch im Raum der Verleugnung. Die Mehrheit befindet sich jetzt jedoch im Raum der Konfusion, auch der Finanzmarkt.

### Was machen die Leute dort?

Im Konfusions-Raum gibt es unterschiedliche Gruppen: die Politik, den Gesetzgeber, die Wissenschaft, die Unternehmen, die Anleger und eine Vielzahl von weiteren Stakeholdern, die Fragen, Kritik oder Vorschläge einbringen. Es ist ein grosses Durcheinander: Regulatoren, die gewohnt sind, Finanzkennzahlen zu studieren und Liquiditätsanforderungen von Banken zu prüfen, müssen sich plötzlich mit der Definition und der Messbarkeit von Klimathemen und der Biodiversität auseinandersetzen. Alle stehen vor riesigen Herausforderungen.

Sie sehen eine Diskrepanz zwischen der Wichtigkeit des Themas, der grossen Nachfrage nach nachhaltigen Anlagen sowie einer Angebotsseite, die noch zu wenig Know-how aufgebaut hat?

Ja, diese Themen sind für den Finanzmarkt relativ neu. Bis etwa 2008 ist das Volumen nachhaltiger Anlagen langsam gestiegen. Wer nachhaltig anlegen wollte, positionierte sich. Doch in den letzten vier bis fünf Jahren hat der grosse Boom begonnen: 2020 hat sich das globale Volumen von ETF, die als nachhaltig eingestuft sind, verdreifacht – in einem einzigen Jahr. Das lag aber nicht daran, dass die Portfolios grundlegend umgestellt worden wären, sondern sie wurden vielerorts als grün etikettiert.

## «Portfolios wurden nicht grundlegend umgestellt, sondern als grün etikettiert»

### Was jetzt auf Widerstand stösst.

Regulatoren pfeifen Anbieter zurück, die ihre Fonds als grün vermarkten, deren Inhalt aber den neu geschaffenen Vorgaben nicht entspricht. Auch der Finanzinformationsdienst Morningstar reagiert und entzieht gewissen Fonds das grüne Label. Bislang haben die Marketingabteilungen der Fondsanbieter dominiert, nun sind ihre Compliance-Leute am Zug.

### Oft wird der Vorwurf des Greenwashing laut. Woher kommt er?

Es gibt unterschiedliche Ausprägungen: bewusste Täuschung, ein Vorwurf, mit dem sich beispielsweise der deutsche Asset-Manager DWS konfrontiert sieht. Da oft konkrete Definitionen fehlen, was als nachhaltig angepriesen werden darf, wird der Begriff auch aus Marketinggründen überstrapaziert. Beispielsweise werden in einem Portfolio drei Titel ersetzt und der Fonds dann als

### Reto Ringger

Reto Ringger ist ein Pionier und Unternehmer an der Schnittstelle von Finanzmarkt und Nachhaltigkeit: 1995 hatte er SAM gegründet und sie 2008 an Robeco verkauft. In Zusammenarbeit mit Dow Jones lancierte SAM zuvor unter Ringgers Leitung den Dow Jones Sustainability Index. 2011 hat der heute 59-jährige Schweizer die auf zukunftsfähige Investitionen spezialisierte Globalance Bank gegründet, der er bis heute als CEO vorsteht. Ringger absolvierte ein Lizentiat der Wirtschaftswissenschaften (lic.oec.publ.) an der Universität Zürich. Er ist Mitglied des Executive Committee des Club of Rome. 2019 wurde ihm der Ehrendokortitel der International University in Geneva (IUG) für seine Innovationen im Bereich nachhaltiger Anlagen verliehen.

grün vermarktet. Andere unterschlagen Informationen, beispielsweise die Klimawirkung. So erscheinen ihre Portfolios grüner.

### Haben Sie ein Beispiel?

Misst man die CO<sub>2</sub>-Intensität bei der Produktion eines Automobils, ist sie meist nicht übermässig hoch. Misst man jedoch die CO<sub>2</sub>-Belastung über die Lebenszeit eines Produkts bzw. eines Autos, sieht das ganz anders aus. Rechnet man diesen sogenannten Scope 3 ein, verdreifacht sich die CO<sub>2</sub>-Belastung aus einer Investition in einen traditionellen Autokonzern.

### Fühlen sich Anleger deswegen getäuscht?

Die meisten Investoren sind sich der unterschiedlichen Messmethoden nicht bewusst. Es ist schade, dass Anbieter der Finanzbranche, die ohnehin nicht im Ruf steht, besonders transparent zu sein, hier erneut ein solches Muster zeigen. Das nagt an der Glaubwürdigkeit. Jetzt versuchen die Regulatoren, mit Standards auch im Nachhaltigkeitsbereich Gegensteuer zu geben.

### Konfusion herrscht auch bei den Regulatoren. Die Europäische Kommission hat kürzlich Erdgas und Nuklearenergie als grün eingestuft. Das kontrastiert mit der Auffassung vieler. Was bedeutet das?

Die Politik sitzt mit im Raum der Konfusion: Die Nukleartechnologie war eine politische Auseinandersetzung zwischen Frankreich und Deutschland, in der sich Frankreich durchgesetzt hat. Nachhaltigkeit wird heute zunehmend verpolitisiert. Die EU-Taxonomie, die festlegt, was als nachhaltige Investition gilt, ist auch von wirtschaftspolitischen Zielsetzungen geprägt. Diese Verknüpfung hilft der Nachhaltigkeit nicht und verwirrt weiter.

### Trotz des hohen Detaillierungsgrads der Taxonomie?

Die EU hat einen sehr breiten und deterministischen Nachhaltigkeitsansatz. Sie macht klare Vorgaben, was nachhaltig ist und was nicht – in einer Tabelle, die rund 800 Kriterien umfasst. Wird alles konsequent umgesetzt, qualifizieren nur noch rund 3% des Anlageuniversums als Investition. Das führt zu einer extremen Fokussierung, die den finanztechnischen Anspruch an Diversifikation nicht mehr erfüllt. Hier muss die Politik wohl zurückrudern. Es ist ein Zeichen, wie steil die Lernkurve derzeit überall ist.

## «Mit der EU-Taxonomie qualifizieren nur 3% des Anlageuniversums als Investition»

**ESG ist eine Finanzmethode, um Risiken zu minimieren. Anleger aber haben oft den Anspruch, mit ihren Investitionen einen positiven Einfluss auf die Umwelt und die Gesellschaft zu erzielen. Wie beurteilen Sie diesen Zielkonflikt?**

Nachhaltigkeitsrisiken und eine positive Wirkung erzielen sind zwei vollkommen unterschiedliche Stossrichtungen: ESG-Kriterien messen die finanziellen Risiken, die Unternehmen aufgrund von Umwelteinflüssen oder Umweltschäden aufweisen. Sie messen nicht die positive Wirkung, die entsteht, wenn beispielsweise Wasser gespart wird. Anleger aber nehmen oft an, bei der Investition in ein Unternehmen mit einem hohen ESG-Rating etwas Gutes zu tun. Tatsächlich hat das nichts damit zu tun, sondern ist eine reine Umweltrisikoprüfung. Aus meiner Erfahrung wird das aber oft nicht wahrgenommen. Swiss Re hat Klimathemen schon sehr lange im Blick, besitzt Daten und Wissen dazu. Doch die meisten Banken an der Bahnhofstrasse stehen erst am Anfang.

**Welcher Weg führt aus dem Dilemma?**

Ich gehe davon aus, dass nachhaltiges Anlegen zum absoluten Mainstream wird. Der Druck der Öffentlichkeit, der Politik und der Regulatoren wird nicht nachlassen. Es gibt für Anbieter drei mögliche Strategien: Sie können zu einem Leader werden, der immer einen Schritt voraus ist. Man kann sich als Follower positionieren und nachziehen. Oder man kann darauf achten, einfach den regulatorischen Minimalanforderungen zu genügen. Ich erwarte, dass die meisten Anbieter den letzten Weg einschlagen werden. Er ist am einfachsten. Es wird aber auch zu einem vielfältigen Angebot an neuen, nachhaltigen Investitionsansätzen kommen.

**Worauf sollen Investoren setzen: auf die klassenbesten Unternehmen, solche, die heute zwar CO<sub>2</sub>-intensiv sind, sich aber transformieren wollen, oder allein auf Gesellschaften, die frei von Altlasten an Zukunftslösungen arbeiten?**

Grundsätzlich setzen wir auf Zukunftsbeweger, d.h. Unternehmen, die neue Lösungen anbieten. Aber die Beantwortung dieser Frage hängt auch von der Risikofähigkeit und -neigung des Anlegers ab. Wir zeigen mit Globalance World das Portfolio des Schweizer Solarflugzeugpioniers Bertrand Piccard. Es zielt auf ein minimal mögliches Erwärmungspotenzial von 1,5 Grad. Im Fokus steht die Optimierung im Hinblick auf das Klima mit einer Auswahl an Unternehmen, die möglichst wenig CO<sub>2</sub> ausstossen. Die Diversifikation ist sehr tief, und die Finanzanalyse steht nicht im Fokus. Gewisse Sektoren sind stark übergewichtet, und das Portfolio schwankt kräftig. So ein konzentriertes Portfolio empfehlen wir unseren Kunden nicht.

**Was empfehlen Sie?**

Wir schauen darauf, welche Unternehmen in Zukunftstechnologien positioniert sind und steigenden Umsatz in Zukunftsthemen erzielen, beispielsweise um die Energiewende zu



## «Nachhaltigkeitsrisiken verringern und positive Wirkung erzielen sind zwei vollkommen unterschiedliche Stossrichtungen»

ermöglichen. Dabei berücksichtigen wir als Ergänzung auch Investitionen in Industriemetalle. Es ist zwar kontrovers, den Bergbau zu finanzieren, aber diese Stoffe sind wichtig für die Transformation der Mobilität. Denn es gibt derzeit eine zu geringe Schürfkapazität, um die Nachfrage nach Metallen für den Ausbau erneuerbarer Energien zu decken.

## «Wir investieren in Unternehmen mit Zukunftstechnologien»

**Die meisten ESG-Investoren schliessen Bergbau aus. Sie nicht. Wieso?**

Der Konfusions-Raum, in dem wir uns derzeit befinden, ist voller Widersprüche. Einerseits müssen wir weg von fossilen Energien – bei der Mobilität, der Stromproduktion und der Heizung. Andererseits brauchen wir dafür Technologien, die in der Nutzung viel effizienter sind. Gleichzeitig stellt aber der Abbau der dafür notwendigen Rohstoffe noch nicht die Lösung dar, sondern ist weiterhin ein Problem. Wir wägen dazu den Vorteil der Nutzung gegenüber dem negativen Einfluss aus der Produktion ab. Wenn wir investieren, setzen wir auf die Anbieter, die möglichst hohen Standards entsprechen

**Wie schätzen Sie die Nuklearenergie ein?**

In Nukleartechnologie würden wir nicht investieren – nicht primär aus ökologischen Gründen. Die Gesteungskosten von Konkurrenzenergien aus Wind und Solar sind heute schon tiefer als bei Nuklearanlagen und werden in den nächsten zehn bis zwanzig Jahren weiter rasant sinken. Nukleartechnologie bleibt hingegen teuer. Dazu

kommen politische Risiken. Wenn jetzt mit dem politischen Prozess für den Bau einer Nuklearanlage begonnen wird und sie in vielleicht zwanzig Jahren ans Netz kommt, wird die Energiewelt vollkommen anders aussehen. Wir sehen Nukleartechnologie rein ökonomisch als nicht zukunftsfähig.

**Welche Themen nehmen Sie in den Fokus?**

Wir bewegen uns in einer Welt der Knappheit, und da wird Recycling immer wichtiger. Rohstoffe werden knapp und teuer. Wenn jemand sie wiederverwertet, lässt sich daraus ein interessantes Geschäftsmodell aufbauen. Wir kaufen zudem nicht Aktien des effizientesten Automobilherstellers, sondern setzen auf Anbieter von Batterie-, Sensor- und Softwaretechnologien.

**Bis vor Kurzen zeigte sich: ESG-Anlagen schnitten im Durchschnitt besser – zumindest nicht schlechter – ab als konventionelle Anlagen. Seit rund einem Jahr gibt es Zweifel, und der Vorwurf kommt auf, ESG erfülle den Zweck als Risikofilter gar nicht. Wie sehen Sie das?**

Die Performance von nachhaltigen Anlagen – auch in den letzten zwölf Monaten – ist nach wie vor vergleichbar bzw. leicht besser. Die Nachhaltigkeitsbranche ist aber noch im Teenager-Alter. Die zu lösenden Themen sind erkannt, und es wird sehr viel darin investiert, die Methoden und die Datenlage zu verbessern. Das gilt für die Finanzbranche, teilweise auch für die Wissenschaft. Die Weltklimaberichte der letzten Jahre waren in Bezug auf die ökologischen Konsequenzen jeweils sehr zurückhaltend formuliert. Je länger, je mehr zeigt sich jedoch, dass die Klimaerwärmung schneller und stärker voranschreitet als vor wenigen Jahren modelliert. Das hat vielfältige Auswirkungen, etwa auf die Nahrungsmittelproduktion, die

Migration, die Bodenpreise und auf Investitionen, die es zur Transformation braucht. Umweltfragen werden zu einem wichtigen ökonomischen Bewertungsfaktor.

**Wie steht es um ihre Messbarkeit?**

Wir kommen nun in eine Phase, in der vieles besser messbar und abschätzbar wird. Ein Beispiel: Wenn man Anleihen von US-Bundesstaaten kauft, einerseits von Texas im Süden der USA, andererseits von Massachusetts im Nordosten, hatte man bis vor wenigen Jahren die gleiche Rendite. Ihre finanzielle Bonität ist vergleichbar. Jetzt machen sich jedoch klimatische Veränderungen bemerkbar: Im Süden wird es heisser, die Energie- und die Nahrungsmittelproduktion werden aufwendiger. Das verschiebt erkennbar die Bewertung von Obligationen der zwei Bundesstaaten. Ich erwarte, dass in den nächsten Jahren immer mehr Daten vorliegen, die solche klima- oder umweltbedingten Unterschiede in der Bewertung von Wertpapieren deutlich hervortreten lassen.

**Wie sollen Anleger ein nachhaltig ausgerichtetes Portfolio aufbauen?**

Risikofähigkeit und Diversifikation stehen zuoberst. Mikrofinanz ist diesbezüglich ein guter Ergänzungsfaktor, da die Anlageklasse wenig mit anderen korreliert. Zudem kann man einen Teil des Portfolios direkt in Windanlagen investieren, also in einen Infrastrukturfonds, statt allein Aktien von Anlagebauern zu halten. Zentral ist immer, wie transparent ein Anbieter, dessen Finanzprodukt ich kaufen möchte, in Bezug auf die nachhaltige Berichterstattung ist.

## «Zentral ist immer, wie transparent ein Anbieter ist»

**Wie wird sich ESG weiterentwickeln?**

Sehr viel Vermögen wird in den nächsten Jahrzehnten vererbt. Studien zeigen, dass 80 bis 85% der Vermögen der Erbengeneration die Bank der Eltern verlassen. Die jüngeren Generationen haben andere Bedürfnisse. Es ist ein schleicher Prozess, aber er hat in der Summe das Potenzial, im Finanzmarkt zu einer grossen Umverteilung zu führen.

**Was wird ESG leisten, um Kapital mit Blick auf die Umwelt wirkungsvoller zu kanalisieren?**

Das wird eine riesige Herausforderung. Derzeit lässt sich beobachten, dass viele Unternehmen sich nicht mehr kotieren lassen, weil der regulatorische Aufwand zu gross geworden ist. Das zeigt sich auch in Bezug auf Nachhaltigkeit: Die EU-Taxonomie gilt für kotierte Unternehmen, sodass sie heikle oder schmutzige Geschäftsbereiche teilweise verkaufen. Damit ist das Problem für die Umwelt aber nicht gelöst, sondern wird einfach in die Hände von Private Equity verlagert. Ich gehe davon aus, dass auch im Bereich von Private Assets die Transparenzerwartungen und -vorschriften steigen werden. Das wird aber noch Zeit benötigen.

**Reicht die Zeit dafür?**

Als ich mit SAM in den Neunzigern begann, habe ich einmal ein Elektroauto gemietet. Ich schaffte damit kaum meinen Pendlerweg von zehn Kilometern. Heute fahre ich mit dem Tesla mit einer Batterieladung bis nach München. Viele Technologien im Bereich Mobilität, Energie oder Nahrungsmittel sind inzwischen konkurrenzfähig. Jetzt muss man sie breitflächig zur Anwendung bringen. Technologisch gibt es immense Chancen – aber wir sind etwas spät dran.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

[go.themarket.ch/x318](https://go.themarket.ch/x318)



Marketing Communication for  
Qualified Investors Only.  
Capital at risk.

# Same time- tested process. Alternative paths to performance.

Our alternative strategies leverage the same time-tested approach that has helped investors for over 50 years.

Create new opportunities with PIMCO's alternative strategies ►

[pimco.ch/alternatives](https://pimco.ch/alternatives)



PIMCO®

**Marketing Communication for Qualified Investors Only.** Investments can go up and down in value, so you could get back less than you put in. This advert should not be considered to be investment advice and should not be reproduced in any form, or referred to in any other publication, without express written permission. PIMCO (Schweiz) GmbH (registriert in der Schweiz, Firmen-Nr. CH-020.4.038.582-4), Brandschenkestrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz. ©2022, PIMCO.

A company of Allianz 

ANALYSE

# Mehrendite dank Dividenden-Aristokraten

Wenn die Kursperformance nachlässt, steigt die Bedeutung der Dividendenrendite. Angesichts der unsicheren Konjunkturperspektiven rücken insbesondere Aktien von Unternehmen in den Fokus, die mit einer langjährigen Historie steigender Ausschüttungen punkten. **Von Ruedi Keller**

Die fetten Börsenjahre sind vorbei. Das zumindest suggerieren der Blick in die Vergangenheit und die Erwartung, was angesichts steigender Zinsen und sich eintrübender Konjunkturaussichten auf die Märkte zukommt. Seit 1900 haben Aktien im Schnitt global jährlich 7% Rendite abgeworfen (vgl. Seite 6). Global blieb der reale Wertzuwachs damit selbst unter Berücksichtigung der Inflation bei mehr als 5% pro Jahr.

Ein starker Kurstreiber war in den vergangenen Dekaden aber auch das immer weiter sinkende Zinsniveau. Die zweistelligen Bondrenditen in den USA in den Achtzigerjahren sind bis 2020 auf weniger als 1% gesunken. In der Schweiz hat sich das Zinsniveau von über 5% sogar in negatives Terrain ermässigt.

«83% der Gesamtperformance von Aktien sind auf Dividenden zurückzuführen»

In dieser Zeitspanne war die Aktienperformance besonders ausgeprägt: Schweizer Aktien haben in den letzten Jahren das Renditetempo auf einen Mittelwert von 11% per annum erhöht, was deutlich über dem Schnitt der Vergangenheit liegt. Mit der laufenden Zinswende sowie den sich eintrübenden Konjunkturaussichten droht wieder eine klare Verlangsamung – die derzeit global rückläufigen Börsen zeigen es.

## Enormer Einfluss der Dividenden

Bemerkenswert an der Performance der vergangenen 120 Jahre ist, dass gemäss Berechnung der Credit Suisse 83% der Gesamtperformance von Aktien auf die Dividenden zurückzuführen sind. Für Europa errechnen die Analysten seit 1995 einen Anteil von 65%. Das ist an sich schon bedeutsam. Doch der Einfluss der Dividenden wird noch gewichtiger, wenn die Kursperformance sich erneut verlangsamen sollte und ihr Anteil an der Gesamrendite sinkt.

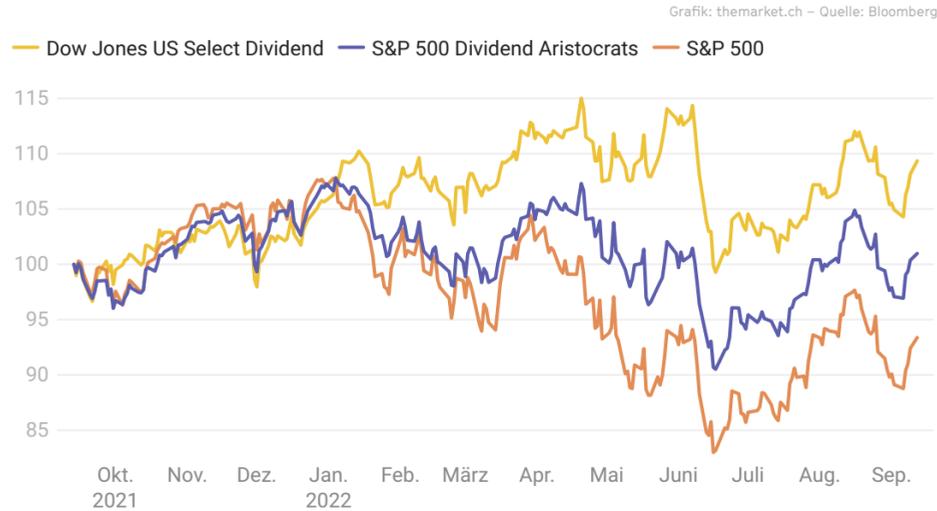
Aktuell rentiert der US-Aktienmarkt gemessen an den Ausschüttungen der Unternehmen im S&P 500 rund 1,6%, beim Schweizer SPI sind es 2,8%. Doch diese Werte sind nicht statisch. In der Vergangenheit haben die Unternehmen die Dividende im Schnitt jeweils um jährlich mehr als 1% erhöht – ein Renditewachstum, das unabhängig von der Kursperformance wirkt.

## Dividendenrekord in Sicht

Gemäss dem jüngsten Dividendenreport von Janus Henderson haben die Unternehmen ihre Dividenden im zweiten Quartal 2022 zu konstanten Währungen global gar 19% über den Vorjahreswert gehievt und damit die Pandemiedelle wettgemacht. 94% der Gesellschaften haben zuletzt die Ausschüttung erhöht oder zumindest konstant gehalten, womit Janus Henderson für das Gesamtjahr einen neuen Dividendenrekord von 1560 Mrd.\$ prognostiziert. Gerade in anspruchsvoller werdenden Zeiten zählt aber nicht einzig die Höhe der zu erwartenden Dividende, sondern ebenso eine hohe

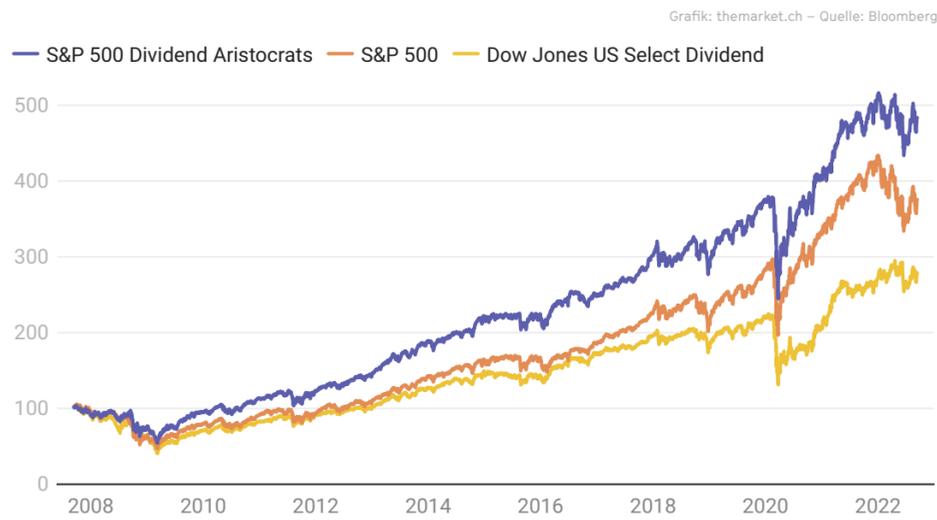
### 1) US-Dividendenaktien zeigen sich widerstandsfähig

Total Return (Kursperformance, inklusive Dividenden), indexiert per 13. September 2021



### 2) US-Aristokraten schwingen langfristig obenaus

Total Return (Kursperformance, inklusive Dividenden), indexiert per 13. September 2007



### 3) S&P 500 Dividend Aristocrats

Die zehn Titel mit der längsten ungebrochenen Reihe von Dividendenerhöhungen

Unternehmen	Jahre mit Dividendenwachstum	Marktkapitalisierung in Mrd. \$	Dividendenrendite*	Pay-out Ratio	KGV*
Dover	66	19,1	1,5%	26%	14,6
Genuine Parts	66	22,2	2,3%	52%	18,5
Procter & Gamble	66	348,4	2,5%	59%	22,9
Emerson Electric	65	51,4	2,4%	53%	16,1
3M Co	64	80,3	4,2%	58%	12,9
Cincinnati Financial	61	16,1	2,7%	14%	19,3
Coca-Cola	60	278,3	2,7%	74%	24,7
Johnson & Johnson	60	435,3	2,7%	53%	15,6
Colgate-Palmolive	59	67,6	2,3%	70%	24,5
Illinois Tool Works	58	63,7	2,4%	55%	21,4

\*Schätzung für das laufende Jahr (Bloomberg-Konsens)

Verlässlichkeit, dass die Ausschüttung auch tatsächlich fliessen wird.

Für Unternehmen, die dafür einstehen, kennt die US-Finanzwelt einen Namen: Dividenden-Aristokraten. In diesen Rang steigt auf, wer im S&P 500 vertreten ist und die Dividende seit mindestens 25 Jahren jährlich erhöht hat. Aktuell halten 64 Unternehmen diesen Adelstitel. Sie versammeln sich gleichgewichtet im S&P 500 Dividend Aristocrats Index. Darunter befinden sich auch sogenannte Dividendenkönige. Das sind Unternehmen, die ihre Dividende seit mindestens fünfzig Jahren stetig erhöht haben (vgl. Tabelle 3). Dazu zählen bekannte Namen wie Procter & Gamble (66 Jahre un-

getrübte Dividendenhistorie), 3M (64 Jahre) und Coca-Cola (60 Jahre), ebenso wie Johnson & Johnson und Colgate-Palmolive (jeweils 59 Jahre).

Die Dividendenrendite dieser Aristokraten gehört allerdings nicht zu den höchsten im Markt. Walgreens Boots Alliance bietet mit gut 5% für das laufende Jahr die höchste Rendite unter den US-Aristokraten. Andere Gesellschaften wie beispielsweise Albemarle oder West Pharmaceuticals kommen aber auf weniger als 1%. Im Schnitt liegen die 64 Aristokraten mit einer Dividendenrendite von 1,5% auf gleicher Höhe wie der amerikanische Gesamtmarkt. Was sie jedoch vom breiten Markt abhebt, ist die Verlässlichkeit

## In Kürze:

- Dividenden treiben die Performance
- Aristokraten versprechen verlässliche Ausschüttungen
- Steigende Dividenden bringen langfristig die beste Rendite

ihrer Auszahlungen. Sie ergibt sich mitunter dadurch, dass das lang erprobte Geschäftsmodell oft sehr resilient gegen Konjunkturschwankungen ist. Das oft eher langsame Wachstum der Unternehmen im S&P 500 Dividend Aristocrats Index ermöglicht ihnen zudem, mit dem Geld, das sie einnehmen, immer wieder erneut die Dividende zu alimentieren, statt damit den Geschäftsausbau voranbringen zu müssen.

Diese Widerstandskraft zeigt sich mitunter darin, dass bei Ausbruch der Pandemie lediglich 7% der US-Aristokraten eine Dividendenkürzung vornehmen mussten, während es bei Anlagestrategien, die in erster Linie auf eine möglichst hohe Dividende setzen, bis zu ein Drittel der Unternehmen traf.

«Erprobte Geschäftsmodelle sind weniger abhängig von der Konjunktur»

Vereinzelte gibt es jedoch auch Warnsignale unter den Aristokraten: Um die bislang langjährig makellose Dividende weiterzuschreiben, schütten einzelne mehr aus, als sie einnehmen. Dazu gehörte letztes Jahr beispielsweise IBM, die mit 5% die zweithöchste Dividende der Auswahl bietet. Gar dreimal so hoch wie der Gewinn war die letzte Ausschüttung bei Realty Income – und auch mit Blick auf das laufende Jahr ist beim Immobilienunternehmen keine Besserung in Sicht.

## Geringere Kursrückschläge

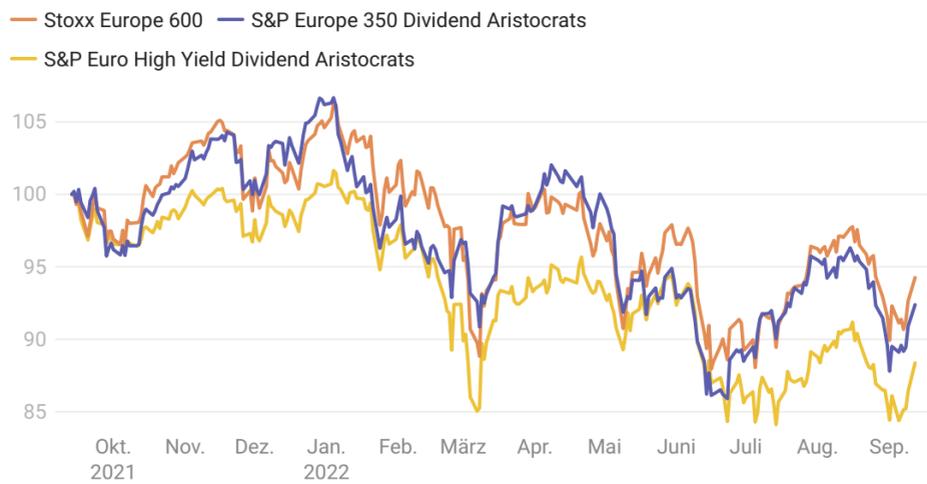
Die grosse Mehrheit der Dividenden-Aristokraten zählt zudem zu den sogenannten Value-Aktien. Sie hinken dem breiten Markt oft hinterher, wenn er boomt, zeigen sich jedoch widerstandsfähiger, wenn Wolken aufziehen. Diese Vorteile beweisen sie derzeit erneut: Während der breite US-Markt gemessen am S&P 500 und mit Blick auf die Gesamtrendite inklusive Dividenden im Jahresvergleich 5% eingebüsst hat, liegen die Aristokraten weiterhin leicht im Plus (vgl. Grafik 1). Mit einer Gesamtrendite von fast 10% noch besser abgeschnitten haben jüngst allerdings die hundert Unternehmen mit der aktuell höchsten Dividendenrendite. Sie sind im Dow Jones US Select Dividend Index versammelt.

Das Bild verändert sich jedoch deutlich, wenn eine längerfristige Perspektive eingenommen wird: Bereits mit Blick auf drei Jahre zurück haben die Aristokraten die Nase vorn. Richtig gross wird ihr Vorsprung

#### 4) Europäische Aristokraten halten derzeit nicht ganz mit

Total Return (Kursperformance, inklusive Dividenden), indexiert per 13. September 2021

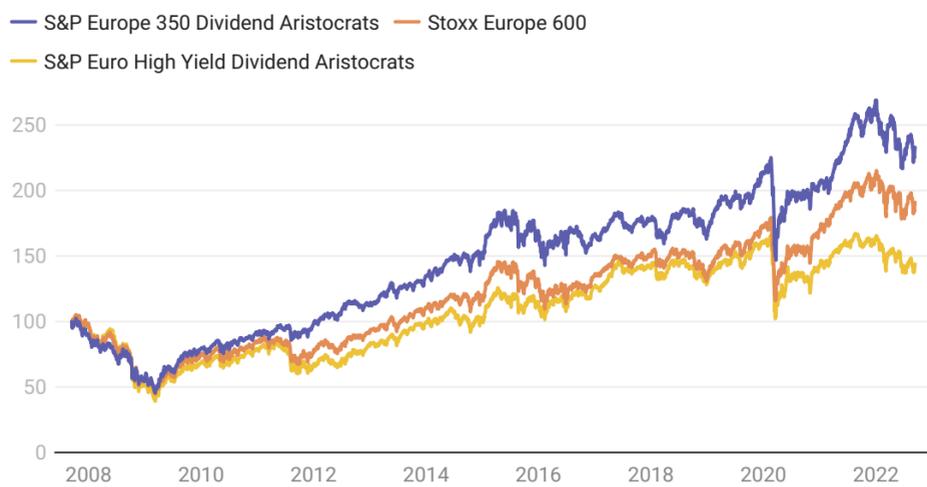
Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



#### 5) Auch europäische Aristokraten schneiden langfristig besser ab

Total Return (Kursperformance, inklusive Dividenden), indexiert per 13. September 2007

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



aber über fünfzehn Jahre. Gerade in den letzten vier Perioden mit steigenden Zinsen haben sie jeweils besser abgeschnitten als der Markt und so über die Zeit fast ein Viertel besser performt als der breite Markt. Gegenüber der Strategie, die auf die höchste Dividende setzt, beträgt der Unterschied in der Performance im Schnitt jährlich 4%.

Der Blick auf die Dividendentitel der USA zeigt: Obwohl die Aristokraten im Schnitt nicht mit einer ausserordentlich hohen Dividende punkten, liefern ihre stetig steigenden Ausschüttungen langfristig einen höheren Ertrag als die Aktien, die bereits beim Kauf eine sehr hohe Dividendenrendite aufweisen (vgl Grafik 2).

#### Wie sieht es in Europa aus?

Was in den USA ein länger erprobtes Investitionsmuster ist, lässt sich partiell auch auf den alten Kontinenten übertragen. S&P

Global bietet ihr Aristokratenkonzept auch hier als Index an – mit gewissen Anpassungen. Aufgrund der oft kürzeren Historie von europäischen Unternehmen werden bereits solche geadelt, die eine über zehn Jahre ununterbrochene Folge von Dividendenerhöhungen aufweisen.

«Stetig steigende Ausschüttungen liefern langfristig die bessere Gesamtperformance»

Die vierzig Unternehmen mit der längsten ungetrübten Dividendenhistorie finden gleichgewichtet Eingang in den Index S&P Europe 350 Dividend Aristocrats. Zusätzlich bietet S&P einen Index mit dem

#### 6) S&P Euro High Yield Dividend Aristocrats

Die zehn Titel mit der höchsten Dividendenrendite

Tabelle: themarket.ch – Quelle: Bloomberg

Unternehmen	Land	Marktkapitalisierung in Mrd. €	Dividendenrendite*	Pay-out Ratio	KGV*
Enagas	ES	5,1	8,9%	110%	15,9
BASF	DE	38,2	8,3%	56%	8,2
Rubis	FR	2,4	8,2%	64%	7,6
Ageas	BE	7,6	7,2%	60%	7,2
Allianz	DE	70,5	6,5%	67%	7,2
Bouygues	FR	11,4	6,0%	61%	9,0
Koninklijke Vopak	NL	2,8	5,9%	70%	8,5
Deutsche Post	DE	46,4	5,0%	44%	9,6
Munich Re	DE	32,7	5,0%	53%	8,5
Solvay	BE	8,6	4,8%	42%	8,1

\*Schätzung für das laufende Jahr (Bloomberg-Konsens)

Namen Euro High Yield Dividend Aristocrats an (vgl. Tabelle 6). Hier müssen Unternehmen eine mindestens zehn Jahre lange Historie ohne Dividendenkürzungen aufweisen. Die vierzig Aktien für den Index werden jedoch nicht anhand der längsten Dividendenhistorie ausgewählt, sondern anhand der höchsten Dividendenrendite. Ausserdem fokussiert dieser Index auf die Eurozone, schliesst also britische, dänische, norwegische, schwedische und Schweizer Unternehmen aus.

Für Europa zeigt sich bezüglich Performance ein leicht anderes Bild als für US-Aktien: Im Jahresvergleich kann eine Investition in die Aristokraten mit der längsten Dividendenhistorie nicht ganz mit dem Markt mithalten. Die Anlage in die nach Rendite ausgesuchten Aristokraten hinkt gar klar hinterher (vgl. Grafik 4). Mit Blick auf fünf Jahre dreht das Bild: Die langjährigen Aristokraten liegen vorne, die Renditechampions unter ihnen verlieren jedoch deutlich an Terrain. Über die Periode von fünfzehn Jahren ist klar: Auch die europäischen Aristokraten schlagen den Markt deutlich (vgl. Grafik 5).

Kongruent mit der Betrachtung des US-Marktes ist, dass die Strategie, die auf eine möglichst hohe Anfangsrendite setzt, über die Zeit hinweg weniger Ertrag abwirft als der Fokus auf eine langjährig ungetrübte Dividendenhistorie.

#### Wie investieren?

Wer erwartet, dass das Kurspotenzial von Aktien angesichts von Zinserhöhungen und einer sich eintrübenden Konjunktur künftig geringer sein wird als in der Vergangenheit, könnte gut beraten sein, stabilen und voraussichtlich weiter steigenden Dividenden mehr Platz im Portfolio einzuräumen. In den USA hat sich diese Strategie bislang klar bewährt – und es ist auch einfach, sie umzusetzen: In den S&P 500 Dividend Aristocrats kann beispielsweise direkt über den ETF ProShares S&P 500 Dividend Aristocrats investiert werden.

Offensichtlich sind die Vorteile der Strategie auch in Europa. Doch die Investition ist umständlicher: Ein ETF auf den paneuropäischen Index S&P Europe 350 Dividend Aristocrats ist nicht erhältlich. Direkt für Investments zugänglich ist lediglich der Euro High Yield Dividend Aristocrats. Dies über den ETF von State Street, SPDR S&P Euro Dividend Aristocrats, der auch an der Schweizer Börse SIX gehandelt wird. Mit dem SPDR S&P U.S. Dividend Aristocrats bietet State Street zudem eine ebenfalls auf hohe Dividenden ausgerichtete Variante zum amerikanischen S&P 500 Dividend Aristocrats. UBS hat mit dem S&P Dividend Aristocrats ESG einen ETF im Angebot, der die Strategie international umsetzt.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/x321



**Stabilität**  
statt  
**Spekulation**

Vermögenserhalt über Generationen basiert auf einer langfristigen Strategie.

Unsere bewährte Realwert-Strategie beinhaltet über 20 Jahre Erfahrung.



**RealUnit**  
MEIN REAL GEDECKTES GELD  
www.realunit.ch

Quelle: Janus Henderson

165 Mrd. \$ Summe der Dividendenausschüttungen europäischer Unternehmen im zweiten Quartal 2022

# MEHR LIQUIDITÄT MIT EINEM KREDIT ZU 0%

Nutzen Sie die aktuellen Investitionschancen! Mit einem Lombardkredit zu 0% sichern Sie sich blitzschnell die nötige Liquidität für neue Anlagen.\*

swissquote.com/lombard

\*Siehe Angebotsbedingungen.

Die Bereitstellung eines Kreditlimits birgt ein erhöhtes Risiko und ist nicht für alle Anleger geeignet.

ANALYSE

# Mit diesen Burggraben-Aktien besser schlafen

Bei langfristigen Investments ist eine Frage essenziell: Wie gut ist das Unternehmen gegen aufkommende Konkurrenz gefeit? The Market zeigt, welche Gesellschaften ihr Geschäftsmodell mit einem Burggraben besonders gut schützen. **Von Henning Hölder**

Wettbewerb sei etwas für Verlierer, hat der umstrittene US-Investor Peter Thiel einmal gesagt. Natürlich hat diese Aussage etwas Polemisches, dennoch trifft sie einen Punkt: Unternehmen streben danach, sich dem allgemeinen Wettbewerb möglichst gut zu entziehen. Der Grund ist simpel. Mehr Wettbewerb führt zu weniger Gewinnmarge, weniger Free Cashflow und weniger Umsatz – kurz, zu weniger Profitabilität. Sich vor Konkurrenz zu schützen, ist für Unternehmen ein Schlüssel zum langfristigen Erfolg. Hier kommt das Burggraben-Konzept (englisch: Economic Moat) ins Spiel. Damit machen Investoren wie Warren Buffett Aktien ausfindig, die sich besonders für eine Buy-and-Hold-Strategie eignen. «Ich suche nach rentablen Festungen, die durch unüberwindbare Gräben geschützt sind», schrieb Buffett in einem Aktionärsbrief dazu.

«Ich suche rentable Festungen, die durch unüberwindbare Gräben geschützt sind»

Kurz gesagt steht der Begriff Burggraben für einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil eines Unternehmens, der es Konkurrenten erschwert, Marktanteile zu gewinnen. Indem sie Wettbewerber fernhalten, sind Gesellschaften mit einem breiten und tiefen Burggraben in der Lage, grosse Teile ihres wirtschaftlichen Werts zu erhalten und langfristig eine bessere Rendite für ihre Aktionäre zu erzielen. Sie eignen sich daher besonders für Langfristinvestitionen.

Typische Burggraben-Unternehmen haben gemein, dass sie über einen längeren Zeitraum eine überdurchschnittlich hohe Kapitalrendite erwirtschaften. Sie arbeiten mit dem eingesetzten Kapital also hoch profitabel und schaffen stetig Aktionärswert. Anders als mit der Umsatzrendite, die sehr branchenspezifisch ist, lässt sich anhand der Kapitalrendite (Return on Invested Capital, kurz ROIC) die Ertragskraft von Unternehmen länder- und branchenübergreifend gut vergleichen. Doch was kennzeichnet solche Burggraben-Unternehmen?

### Starke Marken ziehen

Eine starke Marke ist von ausserordentlichem Wert, da sie Kunden in ihrer Kaufentscheidung stark beeinflusst. Der Primus in dieser Kategorie ist Apple. Das Apfel-Logo ist seit vielen Jahren die mit Abstand wertvollste Marke (vgl. Grafik 1). Gemäss dem Researchunternehmen Kantar BrandZ kommt es 2022 auf einen Wert von 947 Mrd. \$. Bemerkenswert: Damit konnte der Konzern den Markenwert gegenüber dem Vorjahr um rund 55% steigern. Ein Ende der Strahlkraft von Apple scheint noch lange nicht in Sicht.

Kurzfristig kann die Markenstärke eines Unternehmens von seinen Konkurrenten kaum nachgeahmt werden, was es vor Wettbewerbsdruck schützt. Apple kann seit vielen Jahren die Preise für ihre Produkte teils massiv erhöhen, ohne Kunden zu verlieren – dies erklärt den aussergewöhnlich hohen ROIC von 46% (2021). Ähnliches gilt für andere Tech-Riesen wie Microsoft und Alphabet (Google), deren Produkte und Dienstleistungen kaum wegzudenken sind.

### 1) Top fünfzehn der weltweit wertvollsten Marken 2022

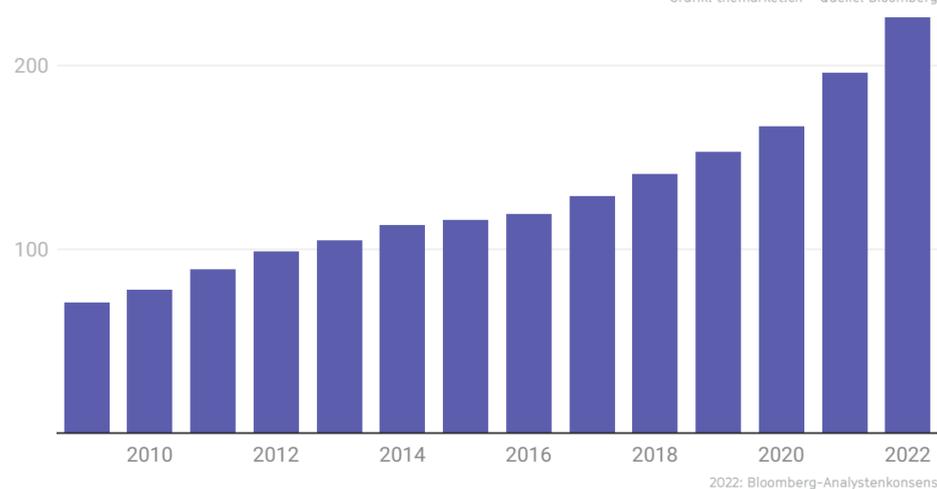
Grafik: themarket.ch – Quelle: Kantar BrandZ – 2022 Most Valuable Global Brands



### 2) Kontinuierlich steigender Umsatz von Costco

Umsatzentwicklung von Costco Wholesale seit 2009 (in Mrd. \$)

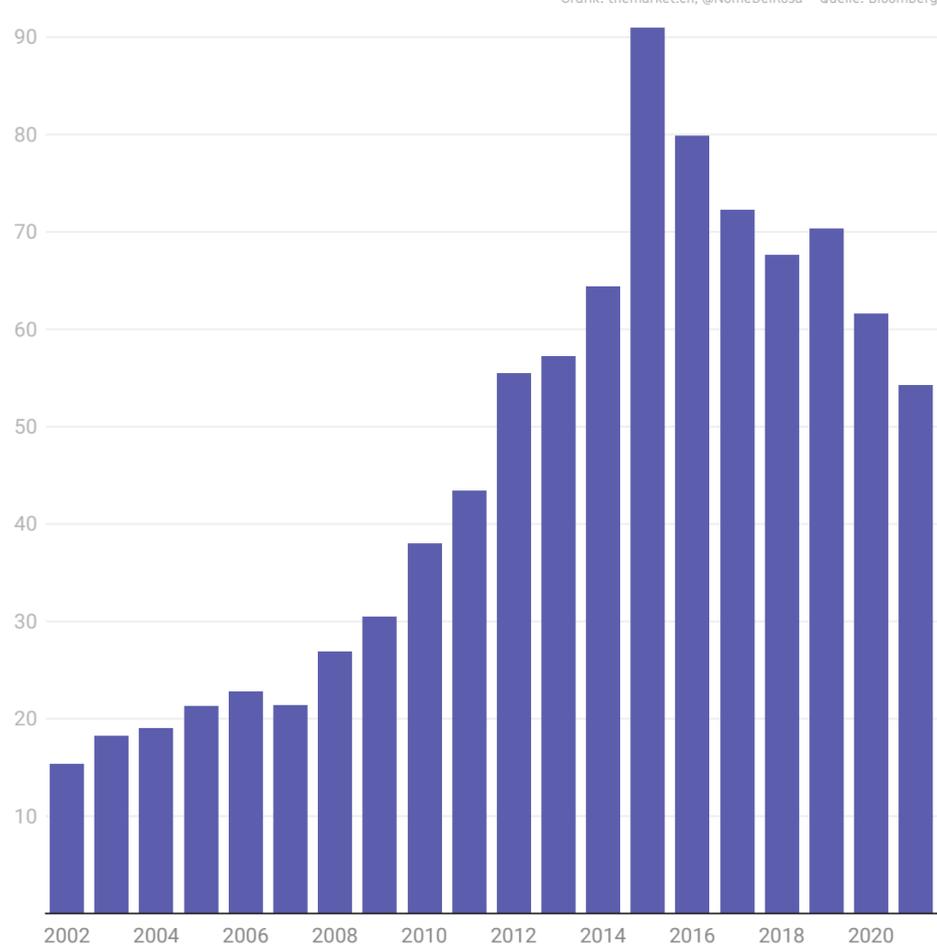
Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



### 3) Novo Nordisk mit besonders hoher Rendite

Entwicklung der Kapitalrendite ROIC von Novo Nordisk seit 2002 (in %)

Grafik: themarket.ch, @NomeDelRosa – Quelle: Bloomberg



### In Kürze:

- Wettbewerbsvorteile schützen vor Konkurrenz
- Burggraben-Aktien sind nie günstig zu haben
- Aktuell ist ein guter Zeitpunkt, um Positionen aufzubauen

Doch auch bei Konsum- und Nahrungsmittelkonzernen sorgen starke Marken im Sortiment für Schutz gegen die Konkurrenz. Ein Beispiel ist hier der Getränkemulti Coca-Cola – mit seinem gleichnamigen Hauptprodukt hält er noch immer eine der weltweit stärksten Marken im Getränkesektor. Das gilt ähnlich auch für Procter & Gamble, Kellogg Company oder Nestlé. Nicht von ungefähr baut CEO Mark Schneider das Portfolio des Schweizer Nahrungsmittelriesen sukzessive auf das höherpreisige Premium-Segment mit den teuren Marken um.

### Skaleneffekte erzielen

Auch die Grösse eines Unternehmens kann einen Burggraben schaffen, weil sie die Verhandlungsmacht gegenüber Lieferanten stärkt. Zudem können gleichbleibende Fixkosten auf eine grössere Zahl von verkauften Waren oder Dienstleistungen verteilt werden. Diese sogenannten Skaleneffekte ermöglichen es Unternehmen, ihre Produkte günstiger als die Konkurrenz anzubieten.

«Schiere Grösse kann einen Burggraben schaffen»

Neben Konsumgüterkonzernen spielen vor allem Detailhandelsriesen wie Walmart, Amazon oder Costco diesen Wettbewerbsvorteil regelmässig aus. Handelshäuser wie Costco nutzen zudem kostenpflichtige Membership-Programme, um ihre Kunden zu binden. Amazon fährt mit der Prime-Mitgliedschaft ein ähnliches Modell in ihrem Handelsgeschäft. Wegen ihrer starken Marktposition im ETF-Geschäft gehört BlackRock zu den wenigen Finanzunternehmen mit echten Burggraben-Qualitäten. Mit ihrer ETF-Produktgruppe iShares beherrscht sie fast die Hälfte des ETF-Marktes in Europa und knapp 40% in den USA. Dank der Skaleneffekte kann sie die Gebühren tiefer als die Konkurrenz ansetzen.

### Wechselkosten binden Kunden

Auch hohe Wechselkosten sorgen für eine starke Kundenbindung. Wer sich einmal mit den Office-Programmen von Microsoft eingerichtet hat, wird später kaum noch wechseln. Die Bequemlichkeit der Konsumenten führt dazu, dass Microsoft mit den Softwarelizenzen einen hohen und planbaren Ertrag generiert und damit ihre Produktlösungen stets noch verbessern kann.

Apple versteht es wie kaum ein anderes Unternehmen, die Kundschaft in «Gefangenschaft» zu halten. Der Konzern erlegt seinen Kunden in seiner Produktpalette derart hohe

## 4) Aktien mit Burggraben (Auswahl)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg

Aktie	Branche	KGV*	EV/Ebit*	ROIC (in %)**	Wichtigste Burggräben
Alphabet (Google)	Software	19	16	24	Netzwerkeffekte, starke Marke
Amazon	E-Commerce + Cloud	88	94	9	Marktposition, Skaleneffekte
Apple	Hardware + Software	25	20	46	Starke Marke, Lock-in-Effekt
ASML	Halbleiter	36	32	36	Technologie, monopolähnliche Position
BlackRock	Finanz	20	-	13	Marktposition, Skaleneffekte
Coca-Cola	Nahrungsmittel	25	25	11	Starke Marken, Skaleneffekte
Costco Wholesale	Detailhandel	40	30	18	Marktposition, Skaleneffekte
Givaudan	Aromen und Duftstoffe	32	29	11	Marktposition
Kellogg Company	Nahrungsmittel	17	18	9	Starke Marken, Skaleneffekte
McDonald's	Systemgastronomie	27	24	19	Immobilienvermögen, starke Marke
Microsoft	Software	25	20	32	Skaleneffekte, Lock-in-Effekt, starke Marke
Nestlé	Nahrungsmittel	24	23	18	Starke Marken, Skaleneffekte
Novo Nordisk	Pharma	33	24	54	Know-how, technologischer Vorsprung
Procter & Gamble	Konsum	23	19	18	Starke Marken, Skaleneffekte
Union Pacific	Verkehr	20	17	12	Infrastruktur, natürliches Monopol
Walmart	Detailhandel	23	18	12	Marktposition, Skaleneffekte

Stand: 9. September 2022 \*KGV und EV/Ebit jeweils vorausschauend auf Ende des laufenden Geschäftsjahres \*\*ROIC jeweils Ende des vergangenen Geschäftsjahres

Wechselbarrieren auf, dass sie praktisch im Apple-Universum eingeschlossen sind.

Das eigene Betriebssystem, das auf allen Apple-Geräten läuft und dadurch eine hohe Produktkompatibilität garantiert, ist zentraler Bestandteil dieser Lock-in-Strategie. Viele iPhone-Nutzer besitzen wegen der einfachen Synchronisation gleichzeitig einen Apple-Laptop oder ein -Tablet.

Unternehmen, die im Besitz geschützter Technologien und Patente sind, haben ebenfalls einen starken Wettbewerbsvorteil. Auch wenn Patente auslaufen, hat die Pharmagesellschaft Novo Nordisk es geschafft, sich im Bereich der Diabetestherapien nachhaltig als Branchenführer zu positionieren. Sie besitzt Patente auf zahlreiche Medikamente, die Ende 2020 fast ein Drittel des gesamten Diabetesmarktes kontrollierten. Dank dem grossen Know-how gelingt es ihr

gar, die Vormachtstellung im Diabetesmarkt weiter auszubauen. Dies verschafft ihr hohe Margen und selbst für ein Pharmaunternehmen phänomenale Kapitalrenditen (ROIC 2021: 54,3%, vgl. Grafik 3).

### «Apple nimmt die Kundschaft in Gefangenschaft»

Dass eine führende Technologie eine monopolistische Marktposition mit sich bringen kann, zeigt ASML. Der niederländische Halbleiterkonzern ist das einzige Unternehmen weltweit, das die Ultraviolett-Lithografie beherrscht. Nur diese Technologie ermöglicht die Produktion von Chips der nächsten Generation mit Strukturgrössen von unter

sieben Nanometern. In kaum einer anderen Branche ist der gesamte Sektor derart abhängig von einem einzigen Player. Manche Unternehmen profitieren bereits von monopolistischen Marktstrukturen. So etwa die grösste US-Eisenbahngesellschaft, Union Pacific, die als Infrastrukturunternehmen grosse Teile des Schienennetzes besitzt und damit kaum Konkurrenz fürchten muss. Das stellt langfristig hohe Gewinnmargen und Cashflows sicher. Bei Konzernen wie Google spielen zudem Netzwerkeffekte eine wichtige Rolle. Gemäss diesem Prinzip steigt der Nutzen, je mehr Akteure daran teilhaben. Dass Netzwerkeffekte aber auch verpuffen können, zeigt das Beispiel Meta (Facebook). Noch vor wenigen Jahren galt das soziale Netzwerk als unantastbar, heute büsst es täglich an Nutzerzahlen ein.

Viele Burggräben lassen sich weniger in Kategorien einordnen, sondern sind viel-

mehr unternehmensspezifisch. So sorgt das Immobilienvermögen von McDonald's für einen niedrigeren Break-Even-Punkt. Der Fast-Food-Konzern besitzt rund 80% der Gebäude, in denen er seine Restaurants betreibt. Zudem sind die regelmässigen und planbaren Franchise-Einnahmen ein gutes Moat-Kriterium. Der Schweizer Aromen- und Dufthersteller Givaudan baut sich seinen Burggraben mit der Exklusivität seiner Rezepturen auf. Sobald ein Aroma für einen Parfumerhersteller in die Produktion geht, hat Givaudan den Kunden langfristig an sich gebunden. Nur sie kennt die Rezeptur und kann das Aroma deshalb exklusiv zu hohen Preisen herstellen. Mit einem weltweiten Marktanteil von einem Viertel gehören die Schweizer hier zu den Marktführern.

### Bewertung nicht vernachlässigen

Es ist klar, dass ein Unternehmen mit einem oder mehreren Burggräben entsprechend hoch bewertet ist. Fast allen Titeln ist gemein, dass sie gemessen an den traditionellen Kennzahlen wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis kaum als günstig angesehen werden können – es aber wohl auch nie sein werden.

Daher bietet es sich an, dann zuzuschlagen, wenn sich der Markt – wie derzeit – in einer allgemeinen Korrekturphase befindet. Der aktuell angespannten Stimmung an den Börsen können sich auch Qualitätswerte nicht entziehen. Wer zudem nicht auf Einzeltitel setzen will, für den bieten sich ETF wie der VanEck Morningstar Global Wide Moat UCITS an, die mehrere Aktien mit Burggraben-Qualität umfassen.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/x323](https://go.themarket.ch/x323)



## In eine nachhaltige Zukunft investieren. Bevor es zu spät ist.

Investitionen in eine nachhaltige Zukunft sind ein Muss, wirtschaftlich wie ethisch. Wer umweltfreundliche Unternehmen und Projekte fördert und die Energiewende beschleunigt, macht die Welt nachhaltiger. Damit wir alle eine bessere Zukunft haben.

Finanzanlagen unterliegen Risiken, unter anderem dem Risiko von Kapitalverlusten.

Erfahren Sie mehr über Investitionen für eine nachhaltige Zukunft.

[AXA-IM.CH/VERANTWORTLICHES-INVESTIEREN](https://AXA-IM.CH/VERANTWORTLICHES-INVESTIEREN)

Die hier von AXA Investment Managers bereitgestellten Informationen dienen Werbezwecken und richten sich an professionelle Anleger nach Schweizer Recht. Es liegt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten vor. Die hier enthaltenen Meinungsäusserungen geben die aktuelle Einschätzung von AXA Investment Managers zum Zeitpunkt der Erstellung wieder. Diese Einschätzung kann sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Wertentwicklung oder Rendite der Vergangenheit bietet keine Gewähr und ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung oder Rendite einer Anlage. Eine Haftung oder Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen wird von AXA Investment Managers nicht übernommen. Dieses Dokument sowie weitere Unterlagen können auch kostenlos bei AXA Investment Managers, Affolternstrasse 42, CH-8050 Zürich oder unter [www.axa-im.ch](https://www.axa-im.ch) bezogen werden. Wir bitten Privatanleger, sich an ihren Anlageberater zu wenden.

# Feste Autorinnen und Autoren von The Market



**Alfons Cortés**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x324a](https://go.themarket.ch/x324a)

Senior Partner von Unifinanz Trust in Vaduz, seit 1971 professionell an der Börse. Schreibt jeden zweiten Donnerstag für The Market.



**Karen Horn**

Ihr neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x324b](https://go.themarket.ch/x324b)

Publizistin und Dozentin für ökonomische Ideengeschichte und Wirtschaftsjournalismus an der Universität Erfurt.



**Myret Zaki**

Ihr neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234c](https://go.themarket.ch/x234c)

Leiterin der Fakultät für Kommunikation an der Hochschule für Journalismus und Medien in Lausanne und freie Kolumnistin.



**Peter E. Huber**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234d](https://go.themarket.ch/x234d)

Gründer und Geschäftsführer der Huber Portfolio GmbH in Oberursel DE. Spezialisiert auf antizyklische Investitionen an Aktien- und Bondmärkten.



**Felix W. Zulauf**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234e](https://go.themarket.ch/x234e)

Gründer und Inhaber von Zulauf Asset Management in Baar. Langjähriger Beobachter der internationalen Finanzmärkte.



**Lyn Alden**

Ihr neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234f](https://go.themarket.ch/x234f)

Gründerin von Lyn Alden Investment Strategy. Spezialisiert auf Asset-Allocation-Themen. Autorin eines vielbeachteten Investment-Newsletters.



**Jörg Wuttke**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234g](https://go.themarket.ch/x234g)

Präsident der EU-Handelskammer und Chefpräsident eines grossen deutschen Konzerns in China. Lebt seit mehr als dreissig Jahren in Peking.



**Alexander M. Ineichen**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234h](https://go.themarket.ch/x234h)

Gründer von Ineichen Research and Management, die sich auf Research im Zusammenhang mit Risikomanagement und Nowcasting spezialisiert.



**Howard Marks**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234i](https://go.themarket.ch/x234i)

Co-Chairman von Oaktree Capital Management, die auf notleidende Kredite spezialisiert ist und rund 125 Mrd. \$ an Kundengeldern verwaltet.



**Dylan Grice**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234j](https://go.themarket.ch/x234j)

Mitgründer von Calderwood Capital, einer auf Portfoliokonstruktion und alternative Anlagen spezialisierten Investmentgesellschaft.



**Anne Stevenson-Yang**

Ihr neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234k](https://go.themarket.ch/x234k)

Mitgründerin von J Capital Research, die vor Ort recherchiert und sich durch das fundierte Wissen zum chinesischen Aktienmarkt auszeichnet.



**Heinz-Werner Rapp**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234l](https://go.themarket.ch/x234l)

Vorstand und CIO beim unabhängigen deutschen Investmenthaus Feri sowie Gründer des Feri Cognitive Finance Institute.



**George Magnus**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234m](https://go.themarket.ch/x234m)

Unabhängiger Ökonom und Mitarbeiter am China Centre der Universität Oxford. Von 1995 bis 2012 Chefökonom bei der UBS Investment Bank.



**Louis-Vincent Gave**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234n](https://go.themarket.ch/x234n)

Gründungspartner und CEO von Gavekal Research, einer Research-Boutique in London und Hongkong. Lebt seit 2002 in Hongkong.



**Charles Biderman**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234p](https://go.themarket.ch/x234p)

Gründer von TrimTabs Investment Research, die sich auf die Analyse der täglichen Liquiditätsflüsse an den amerikanischen Börsen spezialisiert.



**Kevin Duffy**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234q](https://go.themarket.ch/x234q)

Mitgründer von Bearing Asset Management, einer auf Makrotrends spezialisierten Investment-Boutique in den USA.



**Michael Pettis**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234r](https://go.themarket.ch/x234r)

Professor für Finanztheorie an der Guanghua School of Management an der Peking University. Lebt seit 2002 in Chinas Hauptstadt.



**Daniel Woker**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234s](https://go.themarket.ch/x234s)

Ehemaliger Botschafter der Schweiz in Australien, Singapur und Kuwait. Mitgründer (zusammen mit Philippe Welti) von Share-an-Ambassador.



**Nicolas Zahn**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234t](https://go.themarket.ch/x234t)

Business Consultant, spezialisiert auf die Schnittstelle zwischen Politik und Technologie. Mitglied der Think Tanks Foraus und Reatch.



**David Rosenberg**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/x234u](https://go.themarket.ch/x234u)

Gründer und Präsident von Rosenberg Research, einer auf makroökonomische Themen fokussierten Beratungsfirma für globale Finanzanlagen.



# The Market stellt sich vor

Ein Überblick über die Angebotspalette, die Leserinnen und Leser des digitalen Finanz- und Anlagemagazins The Market ([themarket.ch](https://themarket.ch)) erwarten dürfen.

Lärm. Rauschender Lärm. Das ist, woraus die Finanzmärkte grösstenteils bestehen. Schlagzeilen flimmern über Bildschirme, Tickersymbole flackern, auf TV-Kanälen, Websites und meist auch in Zeitungen wird über das Neueste, Grösste, Schnellste berichtet. Die neuesten News, die heissesten Tipps. In diesen Chor stimmt The Market nicht ein. Eine weitere Lärmquelle hat die Finanzwelt nicht nötig. Die Redaktion setzt sich vielmehr das Ziel, den Lärm zu filtern, relevante Entwicklungen, wichtige Trends sowie spannende Anlagethemen zu identifizieren und sie dann zu analysieren.

## Analyse, Meinung und Einordnung

Abonnentinnen und Abonnenten dürfen pro Tag auf [themarket.ch](https://themarket.ch) drei bis fünf hochwertige, zum Denken anregende Lesestücke zum Geschehen an den Finanzmärkten erwarten, unterteilt in folgende Inhaltsformate:

**Analyse:** Das ist Herzstück im Angebot von The Market. Von Montag bis Freitag präsentiert die Redaktion eine spezifische Anlageidee, sezziert ein Unternehmen oder eine Branche, beleuchtet eine wichtige Marktentwicklung oder blickt auf die Weltwirtschaft – schonungslos und unabhängig. Es ist unser Anspruch, Ihnen mit unserer täglichen Analyse etwas zu bieten, was Sie sonst nirgends lesen. Das ist ein hoher Anspruch, und es wäre vermessen, zu behaupten, das würde uns immer gelingen. Aber wir versprechen, dass wir es versuchen und unser Bestes geben. Jeden Tag.

**Meinung:** Unabhängige Meinung ist ein rares Gut in der Finanzwelt. The Market liefert sie zwei bis drei Mal pro Woche, geschrieben von der eigenen Redaktion sowie von einem Netzwerk fester Autorinnen und Autoren. Dazu zählen u. a. Alfons Cortés, Lyn Alden, Felix Zulauf, Myret Zaki, Peter E. Huber, Dylan Grice, Howard Marks, Jörg Wuttke und Louis-Vincent Gave (vgl. Seite 24).

**Interview:** Rund ein Mal pro Woche lesen Sie auf [themarket.ch](https://themarket.ch) ein in die Tiefe gehendes Gespräch mit dem CEO oder dem Verwaltungsratspräsidenten eines kotierten Unternehmens, einer renommierten Ökonomin oder einem herausragenden Investor. Wir möchten Ihnen damit einen Einblick in das Denken der interviewten Person geben, Ihnen neue Horizonte eröffnen. Wir können Ihnen nicht garantieren, dass jedes Gesprächsthema Sie interessiert, aber wir garantieren Ihnen, dass es keine langweiligen Menschen sind, mit denen wir sprechen.

**Mrs Market:** Das kürzeste und schärfste Inhaltsformat ist die Börsenkolumne Mrs Market. Sie wird vom festen Redaktionsteam geschrieben. Mrs Market hat die Aktienmärkte im Blick und scheut sich nicht, mit ihrer Meinung anzuecken.

**Grafik der Woche:** Jeden Donnerstag präsentieren wir Ihnen ein zum Denken anregendes Finanzthema anhand einer Grafik.

**Hinter der Headline:** Dieses Format richtet sich nach der Tagesaktualität und blickt – oft aus überraschender Perspektive – hinter die Kulissen relevanter Nachrichten. Was bedeutet ein unerwarteter Notenbankentscheid für die Märkte? Was steht hinter einer über Nacht angekündigten Grossfusion? «Hinter der Headline» gibt die Antworten.

## «Unabhängige Analyse und Meinung – für bessere Entscheidungen an den Finanzmärkten»

**The Market Risk Barometer:** Jeweils am Montag gegen die Mittagszeit publizieren wir diesen von uns entwickelten Sentiment-Index. Das The Market Risk Barometer gibt Auskunft über die aktuell an den Finanzmärkten vorherrschende Stimmung und kann als Contrarian-Indikator genutzt werden – denn herrscht Euphorie an den Börsen, ist Vorsicht angebracht. Grassiert die Panik, bieten sich oft die besten Kaufgelegenheiten.

**The Market Chart Pack:** Jeden Montag stellen wir Ihnen zudem eine eigene Grafiksammlung zur Entwicklung der Konjunktur und der wichtigsten Anlageklassen in Form eines E-Paper zur Verfügung.

Ausserdem bieten wir auf [themarket.ch](https://themarket.ch) thematische Übersichten:

**Empfehlungen:** Unsere gesammelten Kaufempfehlungen, inklusive der von der Redaktion geführten Aktienportfolios.

**The Market Best Ideas Portfolio** vereint in einer breiten Aktienauswahl unsere besten Anlageideen. Seit dem 20. Januar 2021 kann das Qualitätsportfolio in Form eines Tracker-Zertifikats an der SIX Swiss Exchange gehandelt werden (Valor: 56'238'816, Symbol: TMBITQ, ISIN: CH0562388162).

**The Market Dividend Opportunities Portfolio** umfasst Schweizer Aktien mit überdurchschnittlicher Dividendenrendite. Seit dem 10. Mai 2021 kann das Portfolio als Tracker-Zertifikat an der SIX Swiss Exchange gehandelt werden (Valor: 59'660'820, Symbol: TMDOTQ, ISIN: CH0596608205).

**The Market Asset Allocation** stellt auf Basis von Exchange Traded Funds (ETF) ein international breit diversifiziertes und robustes Portfolio zusammen. Es kann als Tracker-Zertifikat an der SIX Swiss Exchange gehandelt werden (Valor: 113'975'794, Symbol: TMAAPZ, ISIN: CH1139757947).

**Unternehmen:** Diese Kategorie zeigt die Übersicht zu allen Beiträgen, in denen Einzelunternehmen im Zentrum stehen.

**Strategie:** Diese Kategorie vereint alle Artikel, in denen Anlagestrategien besprochen werden. Sie zeigt Analysen zu Märkten und den unterschiedlichen Anlagekategorien.

**Fünf Newsletter** ergänzen das Angebot:

**The Market Daily:** Montag bis Freitag gibt dieser Newsletter spätestens um 8 Uhr einen kurzen Überblick über die wichtigsten Themen des Tages und präsentiert das aktuelle Angebot auf The Market.

**The Pulse:** Unser Redaktionsmitglied in Kalifornien, Christoph Gisiger, berichtet jeweils am Mittwoch über die Entwicklun-

gen in der Tech-, der Biotech- und der Venture-Capital-Szene an der US-Westküste.

**The Big Picture:** Jeweils am Freitag schreibt Mark Dittli über die Grosswetterlage an den globalen Finanzmärkten und die Themen, die Investoren im Auge behalten müssen.

**The ESG Observer:** Im Monatsrhythmus beleuchten wir Anlagethemen mit Blick auf Umwelt, Gesellschaft und gute Unternehmensführung (ESG).

**The ETF Navigator:** Einmal im Monat werfen wir einen Blick auf alles rund ums Thema Exchange Traded Funds (ETF).

## Umfassende Börsendaten

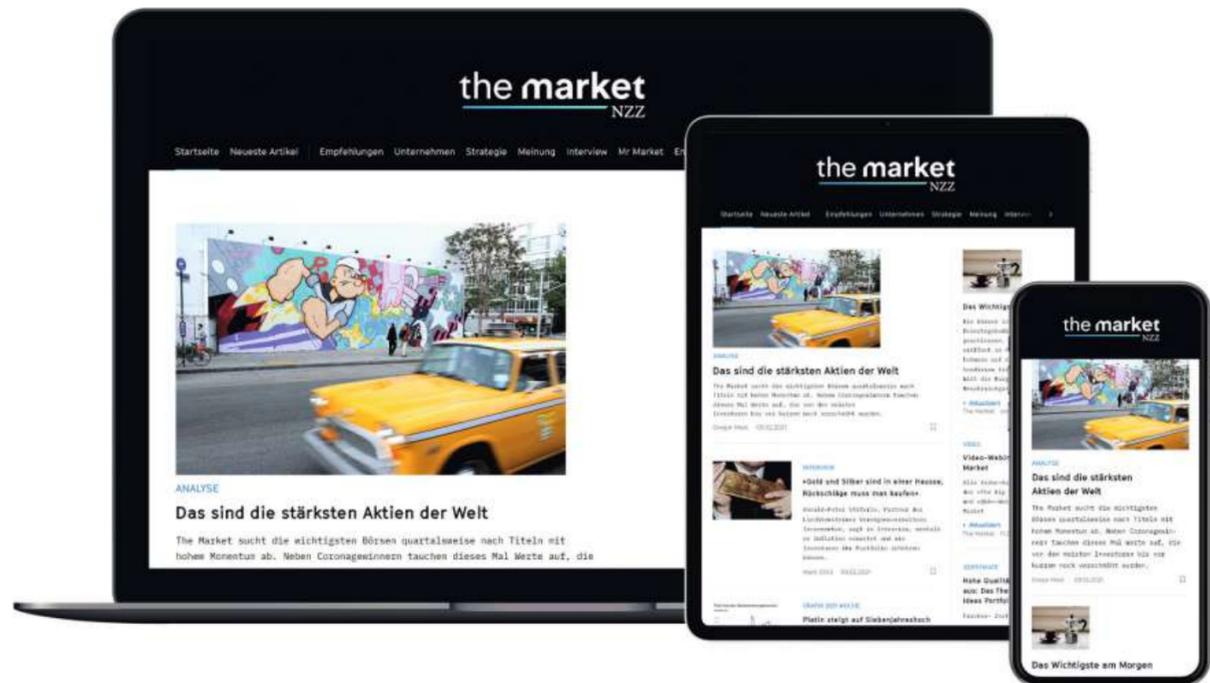
Unter [themarket.ch/boerse](https://themarket.ch/boerse) finden Sie ein breites Angebot an Aktienkursen, Indizes, Zinsen, Rohstoffen und Währungen. Klarheit und der Fokus auf das Wesentliche stehen auch hier im Vordergrund. Abonnentinnen und Abonnenten erhalten Echtzeitkurse der SIX Swiss Exchange, personalisierte Portfolio- und Watchlist-Funktionen sowie Chart-Werkzeuge für anspruchsvolle Analysen. Jeden Handelstag um 8 Uhr liefern wir Ihnen die Vorbörsenkurse der wichtigsten Titel an der SIX und der deutschen Börse.

## Jetzt online testen

Besuchen Sie uns auf: [themarket.ch](https://themarket.ch)

Die Börsendaten-Plattform finden Sie unter: [themarket.ch/boerse](https://themarket.ch/boerse)

Jetzt The Market 2 Monate lang für 25 Franken testen: [go.themarket.ch/abo25](https://go.themarket.ch/abo25)



## Die Redaktion von The Market



Sandro Rosa



Gabriella Hunter



Mark Dittli



Christoph Gisiger



Ruedi Keller



Henning Hölder



Giorgio Müller



Gregor Mast

PORTFOLIO

# The Market Asset Allocation bleibt nicht verschont

Zunehmende Rezessionsängste und die klare Absage der US-Notenbank an eine baldige Lockerung belasten die Börsen. Auch die Asset Allocation muss Federn lassen. **Von Sandro Rosa**

Die jüngste Erholungsrally an den Börsen hat mit der Publikation der US-Inflationsdaten am 13. September ein abruptes Ende gefunden. Die Teuerung fiel mit 8,3% höher aus als von den Marktteilnehmern erwartet, und die Anzeichen verdichteten sich, dass sich die Inflation strukturell festgesetzt hat. Beunruhigend war insbesondere, dass sich die Kernrate der Inflation, die die volatilen Preise für Energie und Nahrungsmittel ausklammert, von 5,9 auf 6,3% beschleunigt hat.

## «Der Balanceakt der Notenbanken ist nicht einfacher geworden»

In diesem Umfeld sind die Chancen auf eine baldige Kehrtwende der US-Notenbank nahezu bei null. Langsam dämmert auch den Marktteilnehmern, dass der Straffungszyklus heftiger ausfallen wird als bislang erhofft. Damit nimmt allerdings auch das Risiko einer «harten Landung» zu.

### Es heisst wieder «Risk off»

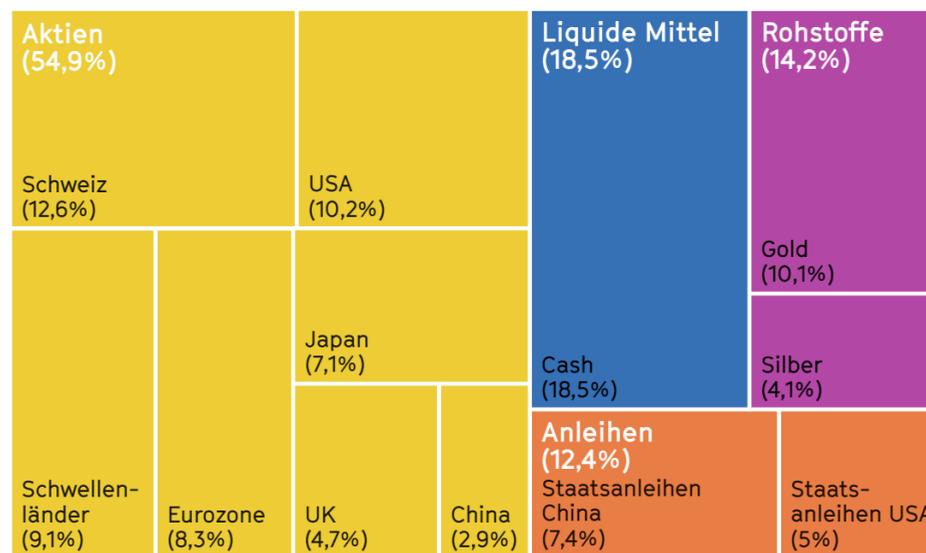
Auch in Europa setzt die hartnäckige Teuerung – die Inflationsrate hat in der Eurozone im August 9,1% erreicht – die Währungshüter und auch die Politik zunehmend unter Druck. So hat die Europäische Zentralbank an ihrer letzten Sitzung am 8. September die Leitzinsen ebenfalls um 75 Basispunkte auf 1,25% angehoben. Gleichzeitig schreitet die Wachstumsabschwächung voran, während die stark gestiegenen Energiekosten die Konsumenten in ganz Europa zwingen, den Gürtel enger zu schnallen. Energieintensive Unternehmen sehen sich mit explodierenden Kosten – und in einigen Fällen bereits mit dem Konkurs – konfrontiert. Die Gefahr einer Rezession ist beträchtlich.

Der Balanceakt der Notenbanken, die Inflation zu bekämpfen und das Wachstum nicht abzuwürgen, ist in den vergangenen Wochen somit nicht einfacher geworden. Vorderhand heisst es deshalb wieder «Risk off» an den Märkten.

### Robuste Schwellenländer

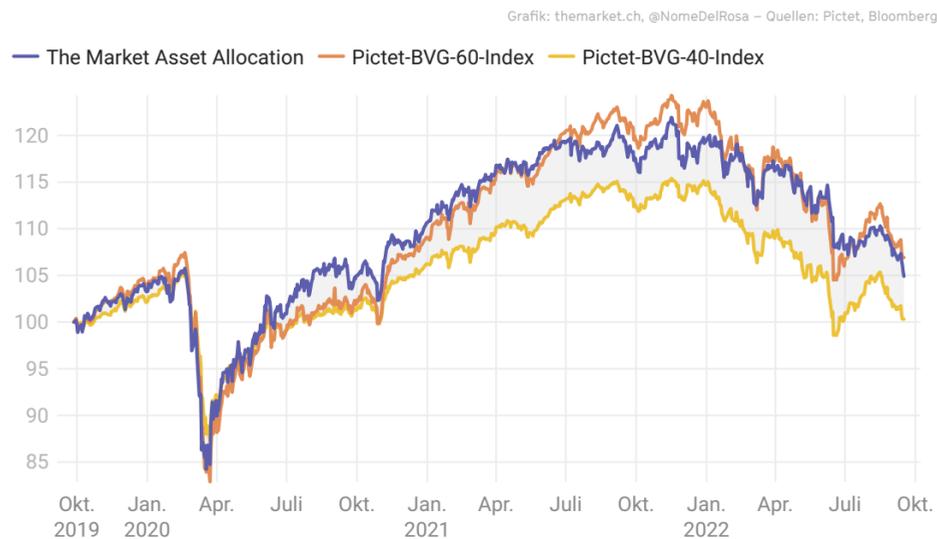
Der Stimmungseintrübung an den Märkten vermochte sich die Asset Allocation von The Market nicht zu entziehen. Seit August hat das Portfolio in Franken gerechnet rund 4% an Wert verloren, womit es sich in etwa

### The Market Asset Allocation – September 2022



### The Market Asset Allocation

Entwicklung seit Lancierung am 27. September 2019, Performance in Franken gerechnet



im Einklang mit dem Pictet-BVG-60-Index und dem Pictet-BVG-40-Index entwickelt hat. Alle Positionen verzeichneten in dieser Periode Rückschläge. Das Gros der Aktien-ETF büsste in Franken zwischen 4,3% (USA) und 6,5% (Aktien aus der Eurozone) an Wert ein. Als vergleichsweise widerstandsfähig entpuppten sich Schwellenländeraktien, die bloss 2,7% nachgaben. Gold und Silber hielten sich zwar besser als Aktien, vermochten allerdings nicht von der erhöhten Nervosität zu profitieren. Mit einem Minus von nicht ganz 1% halfen chinesische Staatsanleihen,

den Verlust der Asset Allocation einiger-massen in Grenzen zu halten.

Einmal mehr hat die Währungsentwicklung die Performance des Portfolios belastet. Angesichts der zunehmenden Gefahr einer Rezession bei gleichzeitig hohem Inflationsdruck vermochte der Franken seinem Status als sicherer Hafen gerecht zu werden. Alle für das Portfolio relevanten Währungen – Euro, Dollar, Pfund, Yen und Renminbi – haben sich in den vergangenen Wochen zum Franken abgeschwächt.

### In Kürze:

- Die Nervosität an den Börsen nimmt zu
- Eine robuste Anlagestrategie ist deshalb Pflicht
- Die Asset Allocation verfügt über einen hohen Cash-Anteil

Seit der Lancierung im September 2019 bis zum 16. September hat die The Market Asset Allocation in Franken eine Gesamtertragsrendite von 4,9% erzielt. Damit hat das Portfolio besser abgeschnitten als der Pictet-BVG-40-Index (-0,6%), liegt aber hinter dem Pictet-BVG-60-Index (+5,6%).

### Hohe Bargeldquote als Puffer

Per Schlusskurs am 16. September beläuft sich die Aktienquote auf 54,9%, Anleihen haben im Portfolio ein Gewicht von 12,4%, und der Anteil liquider Mittel beträgt immer noch hohe 18,5%. Das ist genügend trockenes Pulver, um in den kommenden Wochen und Monaten in Schwächephasen Risikopositionen aufstocken zu können. Die Edelmetalle Gold und Silber sind mit 14,2% vertreten und dürften, sollten die Märkte ruppig bleiben, ebenfalls für Stabilität sorgen.

## «Die Asset Allocation verfügt über genügend trockenes Pulver für Zukäufe»

Die untenstehende Tabelle zeigt die ETF-Positionen mit ihrem Anteil im Portfolio. Seit dem 18. März können Anlegerinnen und Anleger direkt in ein Tracker-Zertifikat investieren, das die The Market Asset Allocation abbildet. Es hat das Kürzel TMAAPZ und den Valör 113'975'794. Die Gesamtkostenquote beläuft sich auf 0,6%.

Lesen Sie alles zur The Market Asset Allocation online:

[go.themarket.ch/x326](https://go.themarket.ch/x326)



### The Market Asset Allocation Portfolio: September 2022

\*TER in % = Gesamtkostenquote

Quellen: Amundi, BlackRock, Franklin Templeton, Goldman Sachs, SIX, State Street, UBS, ZKB, themarket.ch

Anlageklasse	Index	ETF	ISIN	TER* in %	Währung	Nachbildung	Anteil im Portfolio in %
Aktien Schweiz	MSCI Switzerland 20/35	UBS ETF (LU) MSCI Switzerland 20/35 UCITS ETF (CHF) A-acc	LU0977261329	0,20	CHF	Physisch	12,6
Aktien Eurozone	MSCI EMU	UBS ETF (LU) MSCI EMU UCITS ETF (EUR) A-acc	LU0950668870	0,18	EUR	Physisch	8,3
Aktien UK	FTSE 100	iShares FTSE 100 UCITS ETF GBP (Acc)	IE00B53HP851	0,07	GBP	Physisch	4,7
Aktien USA	S&P 500	iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc)	IE00B5BMR087	0,07	USD	Physisch	10,2
Aktien Japan	MSCI Japan	UBS ETF MSCI Japan UCITS ETF (JPY) A-acc	LU0950671825	0,19	JPY	Physisch	7,1
Aktien Schwellenländer	MSCI Schwellenländer	Amundi MSCI Emerging Markets	LU1681045453	0,20	USD	Synthetisch	9,1
Aktien China	FTSE China	Franklin FTSE China UCITS ETF	IE00BHZRR147	0,19	USD	Physisch	2,9
Gold	LBMA Goldpreis	UBS ETF (CH) - Gold (USD) A-dis	CH0106027193	0,23	USD	Physisch	10,1
Silber	LBMA Silberpreis	ZKB Silver ETF AA CHF	CH0183135976	0,60	CHF	Physisch	4,1
Staatsanleihen USA	ICE U.S. Treasury 7-10 Year Bond Index	iShares \$ Treasury Bond 7-10yr UCITS ETF CHF Hedged (Acc)	IE00BK7Y2R57	0,10	CHF	Optimiert	5
Staatsanleihen China	FTSE GS China Government Bond Index	Goldman Sachs Access China Govt Bd UCITS ETF - USD Acc	IE00BJSBC011	0,20	USD	Optimiert	7,4
Cash							18,5
<b>Total</b>							<b>100</b>

+++ Valor 113975794 | SIX-Symbol TMAAPZ | ISIN CH1139757947 +++

Neu

## Tracker-Zertifikat auf das The Market Asset Allocation Portfolio



Investieren in ein global diversifiziertes ETF-Portfolio

- Ausgewogenes ETF-Portfolio mit einer Transaktion
- Breite Streuung von Risiken
- Transparent und aktiv von The Market verwaltet
- AAA-Emittent
- Tiefe Gesamtkosten (TER) von 0,6% p.a.

the market  
NZZ



Das Ziel der Asset Allocation von The Market ist es, Anlegerinnen und Anlegern eine kostengünstige und einfache Möglichkeit zu bieten, ihr Vermögen diversifiziert zu investieren. In der Auswahl der einzelnen Positionen wird auf eine breite Streuung über Regionen und Anlageklassen hinweg geachtet, damit sich das Portfolio in unterschiedlichen Marktszenarien bewährt und eine insgesamt ansprechende Performance erzielt. Das Portfolio eignet sich für Investorinnen und Investoren mit langem Anlagehorizont und wird ausschliesslich mittels liquiden Exchange Traded Funds umgesetzt.

**Ab sofort können Sie von der weiteren Entwicklung des The Market Asset Allocation Portfolio Index profitieren.**

**Jetzt einsteigen!**

Weitere Infos unter [go.themarket.ch/aa](https://go.themarket.ch/aa)

**Valor** 113975794  
**SIX-Symbol** TMAAPZ  
**ISIN** CH1139757947



[go.themarket.ch/aa](https://go.themarket.ch/aa)



Kontakt für produktbezogene Fragen:  
Zürcher Kantonalbank  
Telefon +41 44 293 66 65 | E-Mail [derivate@zkb.ch](mailto:derivate@zkb.ch)

PORTFOLIO

# Das Dividendenportfolio fokussiert auf robuste Ausschüttungen



Das The Market Dividend Opportunities Portfolio vereint Dividendenwerte und Aktien, die steigendes Ausschüttungspotenzial versprechen. **Von Ruedi Keller**

Die Redaktion von The Market führt ein aktiv gestaltetes Dividendenportfolio, in das Schweizer Aktien aufgenommen werden, die eine überdurchschnittliche Dividendenrendite bei gleichzeitig hoher Ausschüttungswahrscheinlichkeit bieten. Seit dem 10. Mai 2021 kann das The Market Dividend Opportunities Portfolio in Form eines Tracker-Zertifikats an der SIX Swiss Exchange gekauft werden (Valorenr. 59'660'820, Symbol TMDOTQ, ISIN: CH0596608205).

Die Auswahl der Aktien basiert auf einer fundamentalen Analyse, wobei drei Qualitätskriterien im Vordergrund stehen:

- Eine nachhaltige Entwicklung der Dividende mit dem Ziel, Aktien zu selektionieren, die eine attraktive Dividendenrendite gepaart mit einer hohen Ausschüttungsverlässlichkeit bieten.
- Eine vernünftige Ausschüttung in Bezug auf den Gewinn, sodass die Unternehmen wenn möglich nicht zulasten der Substanz ausschütten, sondern den Cashflow für die Dividende operativ erwirtschaften.
- Ein verlässlicher Cashflow und eine solide Bilanz, die erwarten lassen, dass auch künftig Ausschüttungspotenzial vorhanden sein wird.

Im Portfolio befinden sich beispielsweise die Genussscheine von Roche sowie die Aktien von ABB, Swisscom und Zurich Insurance. Insgesamt machen solche qualitativ hochwertigen Dividendentitel mehr als 70% des Portfoliowerts aus (vgl. Grafik 1).

## «Das Ziel ist eine langfristig attraktive Gesamtperformance»

Ergänzt wird die Auswahl um Opportunitäten. Es handelt sich um Aktien, die eine ansprechende Perspektive bieten, beispielsweise auf steigende Dividenden. Das Ziel der aktiv gestalteten Mischung ist, über einen langfristigen Anlagehorizont eine attraktive Gesamtperformance zu erreichen.

### Opportunitäten nutzen

Das Portfolio setzt als Opportunitätsposition beispielsweise auf Cembra Money Bank: Nach dem Verlust der Kreditkartenpartnerschaft mit Migros hat der Kurs der Aktie stark gelitten. Das Erholungspotenzial ist jedoch intakt. Die Ausschüttungen bleiben dank der soliden Kapitalausstattung gesichert sowie mit einer Rendite von rund 6% höchst attraktiv (vgl. Tabelle 2).

Weiter sind die Valoren des Flughafens Zürich enthalten. Sie versprechen mit der Erholung des Flugverkehrs weiteres Kurspotenzial. Die Halbjahreszahlen haben gezeigt, dass das Unternehmen nach Verlusten während der beiden Pandemiejahre nun wieder in die Gewinnzone vorstösst. Für das laufende Jahr wird zwar erst eine kleine Dividende erwartet. Doch mit zunehmender Erholung dürfen künftig wieder steigende und attraktive Ausschüttungen erwartet werden. Mit Blick auf Sonderausschüttungen sind als Opportunitätsposition die Papiere von Bystronic enthalten. Nach der Fokussierung und dem Verkauf von Unternehmensteilen verfügt die Gesellschaft über einen hohen Bargeldbestand, aus dem überschüssige Liquidität an die Aktionäre ausgeschüttet wird.

### Widerstandsfähige Auswahl

Die Performance des The Market Dividend Opportunities Portfolio hat sich zu Jahresbeginn äusserst erfreulich entwickelt – auch dank dem mit Blick auf die steigenden Zinsen auf 36% hochgestuften Gewicht von Finanzwerten (vgl. Grafik 4). Mit dem Angriff auf die Ukraine kamen diese Titel jedoch unter verstärkten Druck, erholten sich allerdings ebenso schnell. Seit Jahresbeginn hat das Portfolio mit Stichtag 16. September 2022 8% nachgegeben. Der breite Schweizer Markt ist deutlich stärker gesunken und hat gemessen

### In Kürze:

- Das Dividend Opportunities Portfolio setzt auf Aktien mit hoher Ausschüttung
- Opportunitätspositionen ergänzen die Auswahl
- Die Rendite beträgt 4,4%

am Swiss Performance Index 17,4% verloren. Seit Indexierung des The Market Dividend Opportunities Portfolio am 3. Mai 2021 notiert das Tracker-Zertifikat inklusive aller Kosten 5,8% unter dem Ausgangswert. Der SPI hat in der Zeit unter grösseren Ausschlägen 4,9% nachgegeben (vgl. Grafik 3). Aktuell vereint das The Market Dividend Opportunities Portfolio neunzehn Dividendenwerte und fünf Opportunitätspositionen. Für das laufende Jahr versprechen sie eine Rendite von im Schnitt 4,4%. Der SPI bietet eine Dividendenrendite von knapp 3%.

Lesen Sie alles zum The Market Dividend Portfolio online:

[go.themarket.ch/x328](https://go.themarket.ch/x328)



### 1) The Market Dividend Opportunities Portfolio: Risikoprofil

Stand: 16. September 2022



### 2) The Market Dividend Opportunities Portfolio: Positionen

Opportunitätspositionen sind grau hinterlegt (Renditeschätzung: Bloomberg-Konsens)

Aktie	Sektor	Dividendenrendite (Schätzung 2022)	Gewicht per 16. Sept. 2022
ABB	Industrie	3,3%	3,57%
Adecco	Industrie	8,4%	1,95%
Baloise	Finanz	5,3%	3,27%
Bystronic	Industrie	2,7%	2,05%
Cembra Money Bank	Finanz	5,9%	4,33%
DKSH	Industrie	3,0%	4,02%
EFG International	Finanz	4,7%	4,37%
Ems-Chemie	Grundstoffe	3,5%	2,95%
Flughafen Zürich	Industrie	1,6%	3,79%
Helvetia	Finanz	5,5%	3,84%
Holcim	Grundstoffe	5,1%	3,20%
Julius Bär	Finanz	5,4%	3,02%
Landis+Gyr	Industrie	4,3%	3,52%
Mobilezone	Zyklischer Konsum	6,1%	5,56%
Mobimo	Immobilien	4,4%	3,20%
Novartis	Gesundheit	4,3%	4,03%
Roche GS	Gesundheit	2,9%	4,41%
SGS	Industrie	3,4%	3,48%
St. Galler KB	Finanz	3,5%	4,38%
Swatch Group I	Zyklischer Konsum	2,7%	3,21%
Swiss Life	Finanz	5,3%	4,68%
Swisscom	Kommunikationsdienste	4,4%	4,11%
Valiant	Finanz	5,2%	3,83%
Zurich Insurance	Finanz	5,2%	4,59%
Cash			10,63%

### 3) Tracker-Zertifikat auf das The Market Dividend Opportunities Portfolio

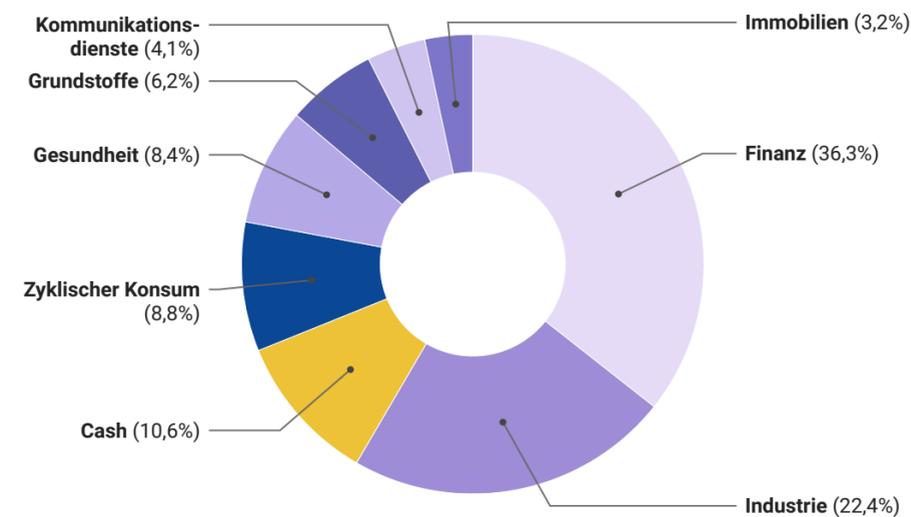
Seit Indexierung am 3. Mai 2021 bis 16. September 2022

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



### 4) The Market Dividend Opportunities Portfolio: Sektorgewichte

Sektoren in % des Portfolios (Stand: 16. September 2022)



## PORTFOLIO

# Das The Market Best Ideas Portfolio setzt auf Aktien mit hoher Qualität

Starke Marktstellung, konsistent hohe Kapitalrenditen, solide Bilanzen und eine aktionärsfreundliche Politik: Auf diese Attribute achtet das The Market Best Ideas Portfolio. **Von Mark Dittli und Gregor Mast**



Hohe Qualität verringert das Risiko von Totalverlusten und erhöht in der langen Frist die Wahrscheinlichkeit einer ansprechenden Anlagerendite. Dieser Maxime folgt das The Market Best Ideas Portfolio, das im März 2020 lanciert wurde und seit Januar 2021 als Tracker-Zertifikat an der SIX Swiss Exchange gehandelt werden kann.

Das Portfolio umfasst eine Auswahl der besten Anlageideen der Redaktion von The Market. Es besteht aus dreissig bis vierzig Aktien von Unternehmen aus der Schweiz und anderen Ländern, wobei der Fokus mit einem Portfoliogewicht von rund 60% auf dem Schweizer Markt liegt. Dabei wird stets auf eine breite Diversifikation geachtet. Die ausländischen Papiere dienen unter anderem der Abbildung von Sektoren, die am Schweizer Markt kaum vertreten sind: Technologie, Energie oder Rohstoffe. Rund 15% der Titel im Portfolio entfallen auf die USA, was angesichts der dortigen Vielzahl an qualitativ hochwertigen Unternehmen nicht erstaunt.

## «Qualitätsaktien wie Sika, VAT oder Geberit haben eine Bewertungskorrektur erlitten»

Viele Qualitätsaktien wurden von der Liquiditätsflut der Zentralbanken in den vergangenen Jahren immer weiter in die Höhe getrieben – mit dem Resultat, dass sie per Ende 2021 überaus stolze Bewertungen erreicht hatten. Im laufenden Jahr haben viele dieser Titel unter dem Einfluss steigender Zinsen eine Bewertungskorrektur erlitten. In der Schweiz betraf dies beispielsweise Namen wie Sika, Ems-Chemie, Belimo, VAT, Straumann oder Geberit. An der Qualität dieser Unternehmen hat sich zwar nichts geändert, aber die Bewertungskorrektur ihrer Valoren belastete das Best Ideas Portfolio. Seit der Lancierung des Zertifikats am 12. Januar 2021 beträgt die Gesamterrendite netto, d.h. nach Abzug aller Kosten, -4,5% (Stichtag: 16. September 2022). Damit hat das Portfolio leicht schlechter abgeschnitten als der Swiss Performance Index (+0,6%) und der in Dollar gerechnete MSCI World Index (-3,6%).

### Qualitäts- und Risikopositionen

Ausgewählt wird über Fundamentalanalyse, wobei als Qualitätsmerkmale eine hohe und über den Zyklus möglichst stabile Kapitalrendite (Return on Invested Capital, ROIC), eine steigende Dividende und/oder ein steigender materieller Buchwert je Aktie sowie eine geringe Verschuldung definiert sind. Neben den Qualitätstiteln enthält das Portfolio eine kleine Anzahl Risikopositionen, die nach Ansicht der Redaktion ein überdurchschnittliches Rendite-Risiko-Profil versprechen, zum Beispiel Turnaround-Situationen oder stark unterbewertete Aktien.

Die Redaktion von The Market berichtet auf themarket.ch monatlich über die Entwicklung des Portfolios. Kommt es zu Veränderungen – Käufen, Verkäufen oder Reba-

### In Kürze:

- Breit diversifiziertes Aktienportfolio mit den besten Anlageideen der Redaktion von The Market
- Qualität als Auswahlkriterium
- Gesamtkostenquote 0,75%

lancing –, wird ad hoc darüber informiert. Derzeit umfasst das Portfolio Valoren von 37 Unternehmen, von denen dreissig als Qualitäts- und sieben als Risikopositionen geführt werden. Die taktische Bargeldquote beträgt aktuell 9,25%. Sie dient als «trockenes Pulver», um im Fall von Rückschlägen zukaufen zu können.

Nach den Börsenturbulenzen bleiben wenige Aktien mit positiver Performance. Am besten abgeschnitten haben seit der Lancierung die Titel des dänischen Insulinherstellers Novo Nordisk, des britisch-niederländischen Ölförderers Shell, der US-Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway sowie von Komax, dem Schweizer Hersteller von Kabelverarbeitungsmaschinen.

### Inflation sorgt für Turbulenzen

Das dominante Thema an den Finanzmärkten bleibt die Inflation. Im August sind die Konsumentenpreise in den USA zum Vorjahr 8,3% gestiegen und haben damit die Erwartungen einmal mehr übertroffen. Die Börsen reagierten weltweit mit deutlichen Kurseinbussen. Obwohl sich die Teuerung von dem im Juni verzeichneten Höchst bei 9,1% leicht zurückgebildet hat, zeigen geglättete Masse wie die der Distriktnotenzentralbanken von Cleveland und Atlanta keine Trendumkehr. Aus diesem Grund ist auch eine baldige Kehrtwende der US-Notenbank wenig wahrscheinlich, was an den Börsen weiterhin für Turbulenzen sorgen dürfte.

Wegen der Zinsstraffung des Fed leiden auch Gold und Goldminen. The Market hat die Schwäche im Juli genutzt, um die Position im weltgrössten Goldförderer Newmont aufzustocken. Qualitativ zählt Newmont zum Besten, was der Sektor zu bieten hat. Rund 90% der Produktion befinden sich an politisch sicheren Standorten. Die Bilanz ist robust, die Dividendenrendite von mehr als 5% attraktiv. Im Gegenzug wurden in den Papieren von Novo Nordisk und Bossard Gewinne mitgenommen.

Das Tracker-Zertifikat wird an der SIX Swiss Exchange unter dem Kürzel TMBITQ und der Valorenummer 56'238'816 gehandelt (ISIN: CH0562388162). Die Gesamtkostenquote (TER) beläuft sich auf 0,75%. Die Tabelle rechts zeigt alle Positionen mit ihrem jeweiligen Gewicht im Portfolio in alphabetischer Reihenfolge per 16. September 2022.

Lesen Sie alles zum The Market Best Ideas Portfolio online

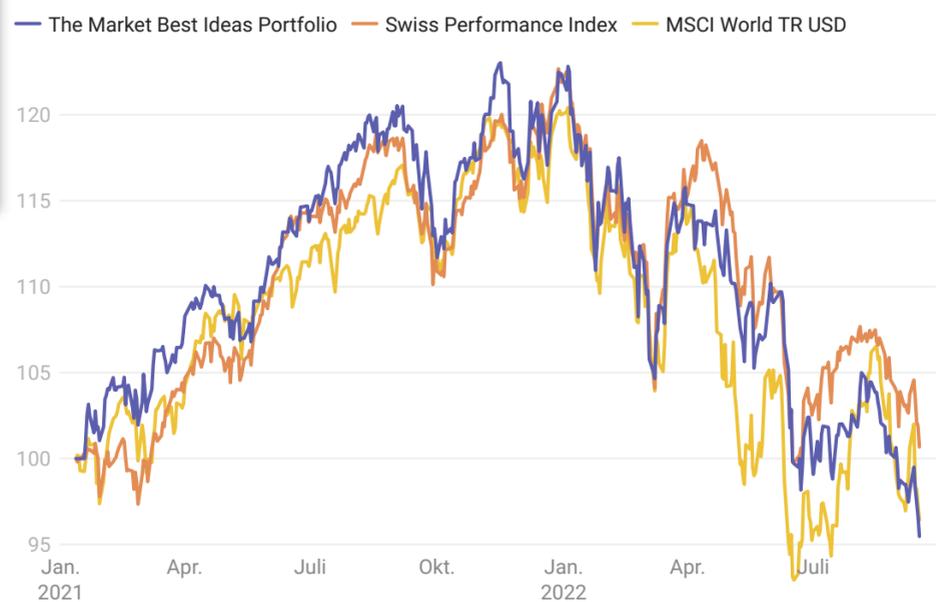
[go.themarket.ch/x329](https://go.themarket.ch/x329)



### Tracker-Zertifikat The Market Best Ideas Portfolio seit Start

Performance (netto, inkl. Kosten), inkl. Dividenden, per 16. September 2022, indexiert (12. Januar 2021 = 100)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



### The Market Best Ideas Portfolio – Qualitätstitel und Risikopositionen

Qualitätstitel (transparent) und Risikopositionen (grau hinterlegt), Stand 16. September 2022

Name	Land	Sektor	Gewicht per 16. Sept. 2022
Alphabet	USA	Kommunikationsdienste	3,26%
Baloise	Schweiz	Finanz	2,21%
Barry Callebaut	Schweiz	Basiskonsum	2,39%
Belimo	Schweiz	Industrie	2,24%
Berkshire Hathaway B	USA	Finanz	3,25%
BHP	Australien	Grundstoffe	2,39%
Bossard	Schweiz	Industrie	2,19%
Clariant	Schweiz	Grundstoffe	2,23%
DKSH	Schweiz	Industrie	2,60%
Ems-Chemie	Schweiz	Grundstoffe	1,83%
Fresenius	Deutschland	Gesundheit	1,41%
Geberit	Schweiz	Industrie	2,25%
Helvetia	Schweiz	Finanz	2,77%
Holcim	Schweiz	Grundstoffe	2,82%
Julius Bär	Schweiz	Finanz	3,58%
Kardex	Schweiz	Industrie	1,62%
Komax	Schweiz	Industrie	2,91%
Logitech	Schweiz	IT	2,46%
Lonza	Schweiz	Gesundheit	2,58%
Mastercard	USA	IT	2,53%
Microsoft	USA	IT	3,14%
Nestlé	Schweiz	Basiskonsum	2,69%
Newmont	USA	Grundstoffe	2,59%
Novo Nordisk	Dänemark	Gesundheit	3,31%
Pan American Silver	Kanada	Grundstoffe	1,45%
Roche GS	Schweiz	Gesundheit	2,63%
Sanofi	Frankreich	Gesundheit	2,34%
Schindler PS	Schweiz	Industrie	2,10%
Shell	Niederlande	Energie	3,52%
Sika	Schweiz	Grundstoffe	2,41%
Straumann	Schweiz	Gesundheit	1,78%
Swatch Group I	Schweiz	Zyklischer Konsum	2,27%
Temenos	Schweiz	IT	2,57%
VAT	Schweiz	Industrie	2,51%
Ypsomed	Schweiz	Gesundheit	2,77%
Zur Rose	Schweiz	Basiskonsum	0,14%
Zurich Insurance	Schweiz	Finanz	3,01%
Cash			9,25%

## IMPRESSUM

The Market, die Finanzplattform für versierte Anlegerinnen und Anleger, erscheint täglich online sowie als Newsletter: [themarket.ch](https://themarket.ch)

Mit dieser Beilage erscheint The Market in gedruckter Form, um Ihnen die digitalen Inhalte von The Market vorzustellen.

## Folgen Sie The Market

Twitter: [@TheMarket\\_CH](https://twitter.com/TheMarket_CH)  
LinkedIn: [/company/the-market-ch](https://company/the-market-ch)  
Facebook: [/TheMarketCH](https://TheMarketCH)  
Newsletter: [go.themarket.ch/newsletter](https://go.themarket.ch/newsletter)

## Leserservice

Telefon +41 44 258 10 00,  
[leserservice@nzz.ch](mailto:leserservice@nzz.ch)

## Abonnement

Probe-Abo 2 Monate: CHF 25.-  
[go.themarket.ch/abo25](https://go.themarket.ch/abo25)  
Abo 1 Monat: CHF 37.-  
Abo 6 Monate: CHF 210.-  
Abo 1 Jahr: CHF 369.-

Kombi-Spezialpreis für NZZ-  
Abonnentinnen und -Abonnenten:  
Abo 6 Monate: CHF 169.-  
Abo 1 Jahr: CHF 296.-



**Mehr Tiefe.  
Weniger Aufregung.**

## Chefredaktor

Mark Dittli (MD)  
[mark.dittli@themarket.ch](mailto:mark.dittli@themarket.ch)

## Stellvertretender Chefredaktor

Sandro Rosa (SR)  
[sandro.rosa@themarket.ch](mailto:sandro.rosa@themarket.ch)

## Redaktion

Ruedi Keller (RK)  
[ruedi.keller@themarket.ch](mailto:ruedi.keller@themarket.ch)

Gregor Mast (GM)

[gregor.mast@themarket.ch](mailto:gregor.mast@themarket.ch)

Christoph Gisiger (CG, Los Angeles)

[christoph.gisiger@themarket.ch](mailto:christoph.gisiger@themarket.ch)

Gabriella Hunter (GAH)

[gabriella.hunter@themarket.ch](mailto:gabriella.hunter@themarket.ch)

Giorgio Müller (GVM)

[giorgio.mueller@themarket.ch](mailto:giorgio.mueller@themarket.ch)

Henning Hölder (HOE)

[henning.hoelder@themarket.ch](mailto:henning.hoelder@themarket.ch)

## Freie Autorinnen und Autoren

Lyn Alden (New York)  
Charles Biderman (Sacramento)  
Marc Chandler (New York)  
Alfons Cortés (Vaduz)  
Kevin Duffy (Philadelphia)  
Peter Frech (Zürich)  
Louis-Vincent Gave (Hongkong)  
Stefan Gerlach (Zürich)  
Dylan Grice (London)  
Erwin W. Heri (Zürich)  
Karen Horn (Zürich)  
Peter E. Huber (Frankfurt)  
Pascal Hügli (Zürich)  
Alexander M. Ineichen (Zug)  
Ralf Kubli (Zürich)  
George Magnus (London)  
Howard Marks (Los Angeles)  
Simon Mikhailovich (New York)  
Michael Pettis (Peking)  
Heinz-Werner Rapp (Bad Homburg)  
Tad Rivelle (Los Angeles)  
David Rosenberg (Toronto)  
Tim Schäfer (New York)  
Bill Smead (Phoenix)  
Anne Stevenson-Yang (New York)  
Ronald-Peter Stöferle (Schaan)  
Philippe Welti (Zürich)  
William R. White (Toronto)

Daniel Woker (Zürich)  
Georg von Wyss (Schwyz)  
Jörg Wuttke (Peking)  
Nicolas Zahn (Zürich)  
Myret Zaki (Genf)  
Luigi Zingales (Chicago)  
Felix W. Zulauf (Zug)

## Konzeption und Gestaltung der Beilage

Laurent Burst

## Bildnachweise

Alle Charts: The Market | Alle Illustrationen und Bildverfremdungen: Laurent Burst | Alle Portraitbilder von den Autorinnen und Autoren sowie Seiten 4, 8, 15, 17, 18: zur Verfügung gestellt | Seite 1: Olena Sergienko, unsplash | Seite 2: Casey Horner, unsplash | Seite 9: Tim Boyle, Bloomberg | Seite 10: leonovo, Adobe Stock | Seite 11: mavoimages, Adobe Stock | Seite 12 links: Krakenimages.com, Adobe Stock | Seite 12 rechts: contrastwerkstatt, Adobe Stock | Seite 13: insta\_photos, Adobe Stock

## Service und Verkauf

Ruedi Minger (Leiter Verkauf)  
[ruedi.minger@themarket.ch](mailto:ruedi.minger@themarket.ch)  
Telefon +41 44 468 20 22

Fabio Pasinetti (Leiter Produktmanagement)

[fabio.pasinetti@themarket.ch](mailto:fabio.pasinetti@themarket.ch)  
Telefon +41 44 468 20 25

The Market Media AG

Zurlindenstrasse 134  
CH-8003 Zürich  
Tel. +41 44 468 20 20

## Mediadaten

[go.themarket.ch/mediadaten](https://go.themarket.ch/mediadaten)

## Aktionariat

60% Mitglieder der Redaktion  
40% Neue Zürcher Zeitung AG

the market  
NZZ

Sie möchten wissen,  
was in der US-  
Technologieszene läuft?

Wir liefern Ihnen mit **The Pulse** jede Woche  
einen Einblick aus Kalifornien:



Unabhängige Analyse und Meinung  
für bessere Entscheidungen  
an den Finanzmärkten.

[themarket.ch](https://themarket.ch)



[themarket.ch/the-pulse](https://themarket.ch/the-pulse)

## MEINUNG

# Chinas nächstes Problem: die Arbeitsmarktkrise

Der Kollaps im Immobiliensektor hat die chinesische Wachstumsmaschine zum Stillstand gebracht. Als Folge davon nimmt die Arbeitslosigkeit drastisch zu. Westliche Konsumgüterkonzerne mit bedeutender Präsenz in der Volksrepublik werden das empfindlich spüren. **Von Anne Stevenson-Yang**

Chinas Konjunktur verspürte lange so kräftigen Schub wie eine Rakete auf dem Weg ins Weltall. Doch nun hat sie sich verlangsamt und kehrt zur Erde zurück. Die Zero-Covid-Politik und die Immobilienkrise hatten die chinesische Wirtschaft in jüngster Vergangenheit in einen unnatürlichen Zustand der Schwerelosigkeit versetzt, worauf sie einige Quartale in einer wachstumslosen Sphäre schwebte. Nachdem es nicht gelungen ist, die Erdanziehungskraft zu überwinden, hat das Raumschiff seinen Kurs gedreht und fällt auf die Erde zurück. Die Umkehr des Wachstums wird kein schöner Anblick sein: Millionen von Chinesen sind bereits arbeitslos, die Nachfrage bricht ein.

In den späten Neunzigerjahren wurden ausländische Besucher von Chinas Expansions-tempo überwältigt: Das Bruttoinlandsprodukt wuchs 15 bis 17% pro Jahr, und das bei niedriger Inflation. Die Menschen aus den ländlichen Regionen zogen an die Küste, wo sie in Siedlungen nahe den Fabriken lebten und achtzig Stunden pro Woche arbeiteten, um Exportgüter für die Welt herzustellen. Die Bauern kultivierten Nutzpflanzen und verkauften ihre Ernte auf den «freien Märkten», die im ganzen Land entstanden waren. Das Geld brachten sie zurück nach Hause, um sich neue Häuser zu bauen.

## «Millionen Chinesen sind arbeitslos, die Nachfrage bricht ein»

Jahrzehntlang war das Land in Armut gehalten worden. Die Ersparnisse waren zwar hoch, Investitionen in Industrie oder Infrastruktur blieben jedoch aus. Plötzlich änderte sich alles. Handel wurde möglich. Die Lebensqualität verbesserte sich.

Es war eine grossartige Zeit: dreissig Jahre Optimismus, dreissig Jahre investitionsgetriebenes Wachstum. Die Konjunkturmachmaschine stotterte zwar temporär 1998 und dann nochmals 2008, doch die Verantwortlichen in der Regierung verdoppelten, verdreifachten und vervierfachten die Investitionen und überfluteten die Wirtschaft mit Investitionskapital.

Als die Parteichefs in der globalen Finanzkrise von 2008 einen Einbruch der internationalen Nachfrage befürchteten, reagierten sie darauf, indem sie massive Ressourcen in Immobilien investierten. Nachdem die Investitionen in den vorangegangenen Jahrzehnten grösstenteils zur Steigerung der Produktivität in den Ausbau des Strassen-, des Schienen- und des Telecomnetzes geflossen waren, begann Peking nach 2008, die Wirtschaft bloss noch mit Kapital zu füttern, um die Konjunkturmachmaschine am Laufen zu halten, womit die Produktivität nicht mehr zunahm.

Letztlich bedurfte es nur eines leichten Schubers, um die Maschine ausser Kraft zu setzen – und er kam mit dem Immobilien-crash im Sommer 2021.

### Schwachesignale vom Arbeitsmarkt

Jetzt geht es in den Nachrichten in China fast nur noch um Arbeitslosigkeit. Die Regierung berichtet, dass etwa ein Fünftel der Leute unter 25 Jahren keine Arbeit finden kann. Obwohl amtliche Statistiken zur Beschäftigung älterer Menschen intransparent sind, deuten sporadische, unabhängige Erhebungen in den ländlichen Gebieten auf hohe Arbeitslosigkeit hin. Beamte in den wohlhabendsten Regionen müssen massive Gehaltskürzungen hinnehmen.

Ausländische Investoren sind seit langem der Ansicht, dass praktisch nur die 350 Mio. Menschen in den Küstenstädten, die einigermaßen wohlhabend sind, für Chinas Wirtschaft eine Rolle spielen. Aber auch in dieser Bevölkerungsschicht geht die Beschäftigung zurück: Banken, Unternehmen aus dem privaten Bildungswesen, Maklergesellschaften und andere Unternehmen aus dem Dienstleistungssektor entlassen grosse Teile ihrer Belegschaft. Die chinesischen Medien sind voll von Berichten über Entlassungen in Technologieunternehmen. Auch im Pharmasektor wird Personal abgebaut. Die Einnahmen aus der Einkommenssteuer für Privatpersonen gehen zurück.

Was zunächst graduell begonnen hatte, hat sich in eine Lawine verwandelt. Ehemals mächtige Unternehmen wie Tencent stossen Teile ihres Portfolios ab. Warren Buffetts Investmentgesellschaft Berkshire Hathaway

trennt sich von ihrer Beteiligung am Elektroauto- und Batteriehersteller BYD. Der Gründer von Huawei hat seinen Mitarbeitern unlängst erklärt, dass sich das Unternehmen auf das «Überleben» konzentrieren müsse. Chinesische Immobiliengesellschaften, die an der Börse Hongkong kotiert sind, melden für den bisherigen Jahresverlauf einen Gewinnrückgang von 87%.

## «China wird nicht mehr das Zentrum für Luxusausgaben sein»

Um diesem alarmierenden Trend entgegenzuwirken, senken die chinesischen Banken die Zinsen und vergeben vermehrt Kredite. Die People's Bank of China kämpft gegen den Wertverfall des Renminbis. Obschon sie dafür offenbar ihre Devisenreserven mehr und mehr aufbraucht, sagt sie vorher, dass der Renminbi bald auf einen Wechselkurs von sieben zu eins zum Dollar sinken wird; eine Marke, die lange als kritisch galt.

### Konsum schwächt sich ab

Die offiziell ausgewiesene Arbeitslosenquote ist in einem Land wie China, das sich nicht an die Reformen in der Arbeitswelt nach 1995 angepasst hat, nahezu bedeutungslos. In China werden die Menschen auf dem Land (etwa 60% der Bevölkerung) und die meisten Arbeiter in der sogenannten Gig Economy nicht in der Statistik erfasst. Menschen ohne Arbeitsvertrag – und dazu zählt das Gros der Wanderarbeiter in den Städten – werden nur unzureichend berücksichtigt. Wir wissen auch, dass China alles unternehmen wird, um seine Notlage vor der Aussenwelt zu verbergen.

Doch das wird immer schwieriger, weil die Zahlen der kotierten Unternehmen weiterhin enttäuschen. Hohe Arbeitslosigkeit bedeutet ein geringeres Einkommen der Haushalte, und das bedeutet weniger Konsumausgaben, was wiederum höhere Arbeitslosigkeit bedeutet. Der Umsatz von Basiskonsumgüterkonzernen wie Coca-Cola, Unilever, Tingyi und Uni-President im chinesischen Markt wird einbrechen. Die

Smartphone-Verkäufe sind stark rückläufig. Der Sportschuhhersteller Nike macht düstere Prognosen. Starbucks verzeichnete im letzten Quartal einen Umsatzrückgang von 40%. China wird nicht mehr das globale Zentrum für Luxusausgaben sein. Und die Nachfrage nach Rohstoffen wie Kohle, Kupfer und Eisenerz tendiert bereits stark nach unten.

In China ansässige Führungskräfte von internationalen Konzernen sind die Letzten, die das Problem eingestehen werden. Manager wie der Finanzchef von Adidas beteuern weiterhin ihr «Bekenntnis» zum chinesischen Markt. Man fragt sich, wen sie damit überzeugen wollen.



Anne Stevenson-Yang

Anne Stevenson-Yang ist Mitgründerin von J Capital Research. 2010 in China gegründet, hebt sich J Capital Research speziell durch das fundierte Know-how zum chinesischen Aktienmarkt hervor. Zuvor hatte Stevenson-Yang in China eine Online-Medienpublikation ins Leben gerufen und eine Firma für Kundensoftware gegründet. Insgesamt hat sie mehr als 25 Jahre Erfahrung in China. 2013 hat sie ein lesenswertes Buch mit dem Titel «China Alone: China's Emergence and Potential Return to Isolation» verfasst.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/x331](https://go.themarket.ch/x331)



Quelle: Bank of America

–37,3% durchschnittlicher historischer Kursrückgang in einem Bärenmarkt des S&P 500

Albin Kistler



## VERTRAUENS SCHAFFER

Wir gehen mit Ihrem Geld um wie mit unserem eigenen.

Wir halten Wort.

# EIN **SCHATZ**, DER SIE AUCH NACH JAHREN NICHT ENTTÄUSCHEN WIRD.

Schützen Sie Ihr Vermögen vor Inflation und investieren Sie in Edelmetalle.



Als Pionier im Edelmetallgeschäft stehen wir für goldene Zeiten für Ihr Vermögen.  
Gewichten Sie daher die Anlageklasse Edelmetalle mit mindestens 15 bis 25 Prozent  
und profitieren Sie von unserer langjährigen Erfahrung. Wir beraten Sie gerne:  
**online oder persönlich vor Ort.**