

# the market

NZZ

Unabhängige Analyse und Meinung  
für bessere Entscheidungen an den Finanzmärkten



themarket.ch

## Wo an den Finanzmärkten die Musik spielt

Die Wirtschaft durchläuft einen Paradigmenwechsel. Lieferketten fragmentieren sich, und an den Börsen dominiert ein Bangen vor Inflation, Zinserhöhungen und Rezession. **The Market zeigt, welche Trends ziehen.**

Seite 4: Die Finanzmärkte auf schmalem Grat

Seite 6: Was für Schwellenländer spricht

Seite 8: Rajiv Jain: «Sie sind bullish für China? Dann kaufen Sie Brasilien»

Seite 10: Langfristtrends sprechen für Rohstofftitel

Seite 12: Reshoring: Welche Aktien vom Boom der Kapitalinvestitionen profitieren

Seite 14: Umbruch im Halbleitersektor

+++ Seite 3: Wenn der Staub sich legt Seite 17: Megan Greene: «Das Fed wird die Zinsen weiter erhöhen, selbst wenn etwas bricht» Seite 20: Die attraktivsten Schweizer Dividendenaktien Seite 22: Wie der Vermögensaufbau auch in unsicheren Zeiten gelingt Seite 29: Das Best Ideas Portfolio von The Market +++



**Lassen Sie uns gemeinsam  
in eine langjährige  
Partnerschaft investieren.**  
Asset Management von Baloise



 **baloise**

## MEINUNG

# Wenn der Staub sich legt

In der Weltwirtschaft vollzieht sich ein Paradigmenwechsel. Das Umfeld, das die Finanzmärkte in den vergangenen rund drei Jahrzehnten geprägt hat, verändert sich fundamental. **Von Mark Dittli**

Paradigmenwechsel ist ein grosser Begriff. Er sollte mit Bedacht verwendet werden. Doch in der Weltwirtschaft findet gegenwärtig eine fundamentale Veränderung des Umfelds statt, die die Bezeichnung verdient: Sie zwingt zu einem Umdenken. Wahrheiten, an die wir uns im Verlauf der vergangenen Jahrzehnte gewöhnt haben, gelten nicht mehr oder nur noch mit erheblichen Einschränkungen.

Es ist nicht leicht, diesen Wandel in seiner vollen Tragweite zu erfassen. Akute Fragen – Ist die Energiekrise in Europa gebannt? Fällt die Wirtschaft in eine Rezession? – und Schocks lenken von den wahren langfristigen Trends ab. Der Krieg in Europa ist ein derartiger Schock. Die Covid-Pandemie ebenso. Es ist normal, dass man diese Schocks als vorübergehende Störungen empfindet, bevor die Normalität wieder einkehrt. Und «normal» ist das Umfeld, das vor den Schocks geherrscht hatte. Man erhofft sich die Rückkehr zur alten Welt.

Das wird nicht geschehen. Der Prozess der Veränderung – der Paradigmenwechsel – erstreckt sich über Jahre, und er hat schon deutlich vor 2020 begonnen. Er wurde also weder von Covid noch von Russlands Aggression ursächlich ausgelöst. Dieser Prozess ist nicht abgeschlossen. Doch in Grundzügen ist die neue Welt, die sich präsentieren wird, wenn der Staub sich gelegt hat, bereits erkennbar.

## Ideologie versus Effizienz

Mehrere Trends summieren sich zu dieser fundamentalen Veränderung des weltwirtschaftlichen Umfelds. Zum Teil sind sie unabhängig voneinander entstanden, zum Teil sind sie eng verwoben, doch im Kern wirken sie alle in die gleiche Richtung: Sie führen zu einem höheren Inflationsdruck und damit zu einem strukturell höheren Zinsniveau. Die wichtigsten dieser Trends sind, erstens, die Fragmentierung der Weltwirtschaft. Zweitens die Rückkehr der protektionistischen Industriepolitik. Drittens die Dekarbonisierung und, viertens, die demografische Wende.

Der erste Trend ist in der öffentlichen Diskussion so allgegenwärtig, dass man Gefahr läuft, ihn nicht mehr ernst zu nehmen. Aber seine Tragweite darf nicht unterschätzt werden. Es geht dabei nicht primär um eine Deglobalisierung, sondern um ein Auseinanderdriften und eine Intensivierung der Konfrontation zwischen den beiden grössten Volkswirtschaften der Welt: den USA und China. Mehr als dreissig Jahre lang sind Amerika und China zusammengewachsen, hat sich die Volksrepublik in das liberale, von Washington geprägte Weltwirtschaftssystem eingefügt. Dieser Prozess hat auf globaler Basis enorme Effizienzfortschritte ermöglicht. Jede noch so unbedeutende Komponente in der Vielzahl der weltweit gehandelten Güter fand ihren günstigsten Hersteller – und dieser sass sehr oft in China. Zwischen 1995 und 2019 ist das Preisniveau der in den westlichen Volkswirtschaften verkauften langlebigen Konsumgüter um mehr als 40% gesunken.

Diese Entwicklung lässt sich nicht wiederholen. Der neue kalte Krieg zwischen den USA und China ist Tatsache. Sie stehen in einem ideologischen Konflikt, sie entfremden sich immer mehr – und beide Seiten beginnen, ihre Verbündeten zu Bekennern zu zwingen. Die Niederlande und Japan etwa kommen nicht umhin, Washingtons Sanktionen gegen Chinas Halbleiterindustrie mitzutragen. Die Entkopplung findet statt, Produktion wird verlagert. Wertschöpfungsketten werden rückgebaut: Nicht mehr maxi-



male Effizienz wird im Fokus stehen, sondern Sicherheit und ideologische Kompatibilität.

Der zweite Trend betrifft die Rückkehr der protektionistischen Industriepolitik. In der «alten» Welt war es normal, dass Entwicklungsländer im Prozess des Aufstiegs ihre heimische Wirtschaft schützten. Die USA taten dies im 19. Jahrhundert ebenso wie Japan und Südkorea in der Nachkriegszeit des 20. Jahrhunderts. Doch mit steigender Prosperität öffneten sie sich und fügten sich ins freie Welthandelssystem ein. Dirigistisch veranlagte Staaten wie Frankreich blieben im Westen die Ausnahme und wurden belächelt.

Doch die USA haben unter Donald Trump und Joe Biden eine historische Wende vollzogen. Trump führte medienwirksame Handelskriege, Biden hat das Thema auf eine neue Dimension gehoben: Auf Basis einer Reihe von Gesetzen wie dem Inflation Reduction Act und dem CHIPS Act werden enorme Summen aufgewendet, um Produktionskapazitäten in Bereichen wie Automobile, Batterien und erneuerbare Energien in Amerika anzusiedeln. Eine Veränderung ist nicht in Sicht, denn sowohl Demokraten als auch Republikaner haben sich der «America First»-Strategie verschrieben. Die Republikanische Partei von Ronald Reagan oder Bush Senior und Junior, die Amerika als Schutzmacht eines offenen, liberalen Welthandelssystems verstanden, ist tot. Die EU lässt sich nicht zweimal bitten und wälzt ebenfalls industriepolitische Projekte. Die Folge ist eine weniger effiziente und damit teurere Weltwirtschaft. Lichtblicke sind zwar Freihandelsbestrebungen in Ost- und Südostasien, doch sie vermögen die Abkehr der USA nicht zu kompensieren.

## «Chronischer Arbeitskräftemangel dürfte die Norm sein»

Der dritte Trend erwächst aus dem Bedürfnis, die Auswirkungen des Klimawandels abzuwenden. Vereinfacht gesagt geht es dabei darum, die Wirtschaft zu dekarbonisieren und zu elektrifizieren. Fossile Brennstoffe sollen als Energiequellen von Erneuerbaren ersetzt werden. Doch dieser Prozess wird viele Jahre in Anspruch nehmen, mit nachteiligen Effekten in der Übergangsphase: Erstens haben die Förderer fossiler Energieträger keine Anreize, in neue Produktionskapazitäten zu investieren. Dadurch bleibt das Angebot tendenziell knapp, während die Nachfrage weiter wächst. Zweitens benötigt die Elektrifizierung riesige Investitionen und Unmengen an Metallen wie Kupfer, Nickel, Aluminium, Kobalt sowie möglicherweise Uran. Doch auch diese Rohstoffe sind tendenziell knapp, da die Förder-

industrie während Jahren keinen Anreiz hatte, in neue Kapazitäten zu investieren.

Der Aufbau einer neuen Energie-Infrastruktur benötigt enorme Kapitalinvestitionen. Dazu kommt, dass viele Staaten deutlich mehr in Rüstung investieren müssen – auch das ein Paradigmenwechsel. Wer hätte vor zwei Jahren gedacht, dass Artilleriemunition und Panzer knapp werden könnten?

Der vierte Trend schliesslich, die demografische Wende, wird von Charles Goodhart und Manoj Pradhan in «The Great Demographic Reversal» treffend beschrieben: Eine Reihe von Faktoren – die Babyboom-Generation, die Öffnung Chinas ab 1978, der Mauerfall – stellte in den vergangenen vier Jahrzehnten ein schier unbegrenztes Angebot an Arbeitskräften sicher. Doch mittlerweile haben diese Trends gedreht, was zu chronischem Arbeitskräftemangel führt. Die verbleibenden Reservoirs an Arbeitskräften finden sich in Afrika und im Nahen Osten, doch für die Ansiedlung von Produktionskapazitäten im grossen Stil sind diese Regionen von zu hoher politischer Unsicherheit geprägt. Und die Migration dieser Arbeitskräfte nach Europa, Ostasien oder in die USA ist politisch inopportun.

## Umgekehrte Vorzeichen

Entkopplung der Weltwirtschaft, die Rückkehr protektionistischer Industriepolitik, Dekarbonisierung sowie die demografische Wende haben mannigfaltige Auswirkungen und einen gemeinsamen Nenner: Sie verringern die Effizienz des Wirtschaftssystems, sie verknappen das aggregierte Angebot und erhöhen die aggregierte Nachfrage. Daraus folgen strukturell höhere Preise – eine Umkehr der Entwicklung, die die vergangenen gut drei Jahrzehnte geprägt hat. Es wird sich dabei freilich nicht um einen linearen Prozess handeln. Wie die inflationären Episoden in den USA in den späten Vierziger- und den Siebzigerjahren gezeigt haben, folgt auf einen steilen Anstieg der Teuerung in der Regel eine rasche Disinflation, meist begleitet von einer Rezession. Bloss: Wenn sich die strukturellen Faktoren festgesetzt haben, flammt die Inflation im nächsten Aufschwung sofort wieder auf. Sie verhält sich wie ein Feuer, dem vorübergehend der Sauerstoff entzogen wurde.

Hierin liegt der wichtigste Umdenkprozess für alle, die in irgendeiner Form an den Finanzmärkten arbeiten: Die letzten vier Jahrzehnte waren von strukturell sinkenden Zinsen geprägt. Inflation war nie ein Thema, mit dem sich Anlegerinnen und Anleger beschäftigen mussten. Das war das alte Paradigma, ausgelöst von Überfluss im aggregierten Angebot und begleitet – prononciert nach der Finanzkrise von 2008 – von chronischem Mangel in der Nachfrage. Das bedeutete Überschussersparnisse und sinkende Zinsen. Das

### In Kürze:

- Seit den Achtzigerjahren war das wirtschaftliche Umfeld von sinkenden Zinsen geprägt
- Der Trend dürfte nun drehen
- Anlegerinnen und Anleger müssen umdenken

alte Paradigma war geprägt von Notenbanken, die zunehmend desperat versuchten, die Inflation auf über 1% anzuheben. Die kommenden Jahre könnten genau vom Gegenteil geprägt sein. Das neue Paradigma besteht aus chronischem Mangel im Angebot, begleitet von steigender Nachfrage. Das bedeutet in der Tendenz: steigende Preise, Knappheit an Kapital, steigende Zinsen. Das neue Paradigma könnte also geprägt sein von Notenbanken, die immer wieder – ebenso desperat? – ein Aufflammen der Inflation bekämpfen müssen.

Das ist für Investoren nicht per se ein schlechtes Umfeld. Doch ein Paradigmenwechsel bedeutet, dass Themen und Gesetzmässigkeiten, die im alten Paradigma erfolgreich und gültig waren, in der neuen Welt hinterfragt werden müssen: hohe Bewertungen gewisser Aktiensegmente und Immobilienmärkte, die von niedrigen Zinsen begünstigt wurden. Private Equity und Private Debt, deren Wachstum primär darauf basierte, dass institutionelle Investoren in der «alternativlosen» Nullzinswelt nach Rendite lechzten. Zentralbanken, die stets dafür sorgten, dass die Finanzmärkte in guter Stimmung blieben. Wer im alten Paradigma zu den Gewinnern zählte, dürfte im neuen Paradigma zu den Verlierern gehören.

Die neue Welt wird in vielen Belangen grundlegend anders aussehen. Die Weltwirtschaft wird nicht mehr integriert, sondern fragmentiert sein. Die USA werden nicht mehr Garant des offenen Welthandels sein. Der Krieg, in kalter und heisser Form, ist zurück. Inflation und Zinsen werden strukturell höher sein. Investoren sollten sich darauf vorbereiten.



**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/y13](https://go.themarket.ch/y13)



## ANALYSE

## Die Finanzmärkte auf schmale Grat

Die Stimmung in der Weltwirtschaft hat sich aufgehellt. Aber der Inflationsdruck hält sich hartnäckig und zwingt die Zentralbanken, «Higher for Longer» zu gehen. **Von Mark Dittli**

Die Finanzmärkte tasten sich voran. Das noch junge Jahr war an den Börsen bisher vereinfacht gesagt von zwei Phasen geprägt. Der Januar stand unter dem Zeichen der «makellosen Disinflation»: Die Hoffnung, die Inflation würde sich rasch verflüchtigen und den Zentralbanken ermöglichen, die geldpolitische Straffung bald zu beenden, führte nach dem letztjährigen annus horribilis zu einer kräftigen Erholungsrally an den Aktien- und den Bondmärkten. Die Zeit seit Anfang Februar stand sodann unter dem Motto des «Higher for Longer»: Eine Reihe makroökonomischer Daten festigte das Bild, dass sich die Weltwirtschaft robuster hält und sich die Inflation hartnäckiger zeigt als erwartet. Diese Erkenntnis beendete die Partystimmung und fügte vor allem den Bondmärkten Verluste zu.

Die abwägende Haltung zwischen zu hoher Inflation auf der einen und der Befürchtung einer Rezession auf der anderen Seite prägt die Märkte seit bald einem Jahr. Der US-Leitindex, der S&P 500, schwankt in einem breiten Band zwischen 4200 und 3600. Der Kollaps der amerikanischen Silicon Valley Bank am 10. März zeigte zuletzt die Fragilitäten, die sich nach Jahren der ultralockeren Geldpolitik im Finanzsystem aufgestaut haben.

Was ist für den weiteren Jahresverlauf zu erwarten? The Market präsentiert eine Bestandsaufnahme der Grosswetterlage in der Weltwirtschaft und an den Finanzmärkten.

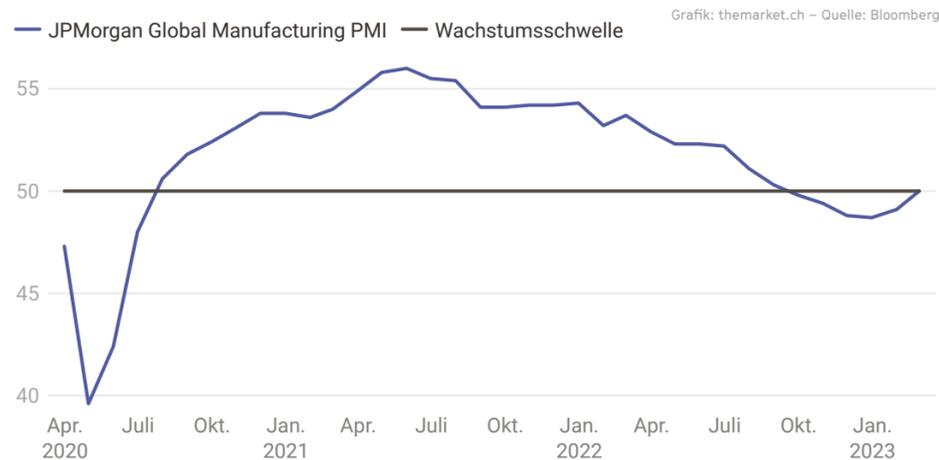
## 1. Das Makro-Umfeld

Im November 2022 lautete der Konsens zur Verfassung der Weltwirtschaft vereinfacht gesagt ungefähr so: Erstens, die USA werden im Lauf des Jahres 2023 in eine Rezession rutschen. Zweitens, China stagniert, weil sich die Regierung mit ihrer Zero-Covid-Politik ins Abseits manövriert hat. Und drittens wird in Europa eine Rezession im Winter angesichts der Energiekrise kaum zu vermeiden sein.

Doch es kam anders. Gegenwärtig herrscht wieder mehr Optimismus in der Weltwirtschaft. Der von JPMorgan erhobene Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index, PMI) für den globalen Industriesektor – ein vorlaufender Konjunkturindikator – ist im Februar auf 50 gestiegen und zeigt damit keine Kontraktion der wirtschaftlichen Aktivität mehr an (vgl. Grafik 1). Die PMI-Subkomponente der New Orders – quasi ein Vorlaufindikator des Vorlaufindikators – liegt sogar auf dem höchsten Stand seit einem Jahr.

Der von Bloomberg erhobene Global GDP Tracker, eine Art Echtzeitindikator für die Dynamik in der Weltwirtschaft, hat sich

## 1) Einkaufsmanagerindex: Die Weltwirtschaft belebt sich



## 2) Signifikante Erholung der Weltwirtschaft



markant belebt (vgl. Grafik 2). Abzulesen ist die Stimmungsaufhellung zudem am deutschen Ifo-Index der Geschäftsaussichten, da Deutschlands exportorientierte Wirtschaft eng am Puls der globalen Konjunktur hängt. Er hat im November seinen unteren Wendepunkt markiert und hat sich seither erholt.

«China verleiht  
Schwellenländern  
sowie Europa und  
Japan Impulse»

Makroökonomische Entwicklungen können nie monokausal erklärt werden, aber zwei Faktoren haben ab November massgeblich zur Belebung der wirtschaftlichen Dynamik beigetragen. Erstens hat Chinas Regierung

überraschend das Ende der Zero-Covid-Politik beschlossen; die zweitwichtigste Volkswirtschaft der Welt befindet sich seither auf dem Pfad der Öffnung. Zweitens hat ein milder Winter in Europa den Energiepreisen die Spitze gebrochen und die Krise entschärft. Der Preis für Erdgas in Europa hat sich seit dem Frühherbst um mehr als 80% ermässigt, die Lager sind gegenwärtig so voll wie kaum je in den vergangenen zehn Jahren. Eine enorme Hilfe für Europas Konjunktur waren zudem die fiskalpolitischen Unterstützungszahlungen, die von den Regierungen zur Abfederung der Energiekrise beschlossen wurden. Gemäss Berechnungen der kanadischen Research-Boutique BCA summierten sich diese Transferzahlungen auf 800 Mrd. €, wovon ein Viertel auf Deutschland entfiel.

Ein erstes Anzeichen für die positive Wende in China lieferten die Einkaufsmanagerindizes für den Monat Februar: Sowohl für den Industrie- als auch für den Dienstleistungs-

## In Kürze:

- Die Weltwirtschaft hält sich robuster als erwartet
- Das zwingt die Zentralbanken zu einer härteren Straffung
- Rezession: später, dafür umso heftiger?

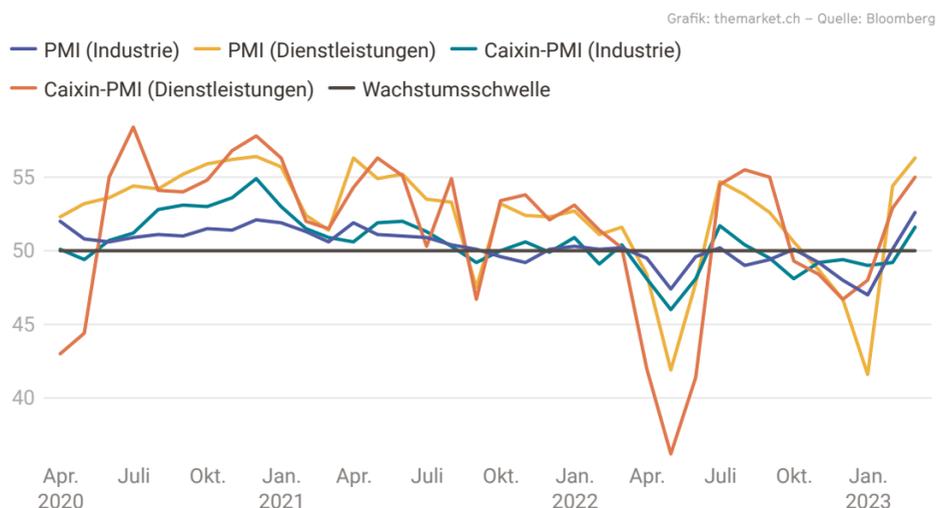
sektor sind die PMI – wir zeigen den offiziellen wie auch den vom Wirtschaftsmagazin Caixin erhobenen Index – markant über die Wachstumsschwelle von 50 gesprungen und haben die Erwartungen der Ökonomen übertroffen (vgl. Grafik 3).

Die wichtigste Volkswirtschaft der Welt schliesslich, die USA, hält sich nach wie vor überraschend robust – und dies, obwohl die US-Notenbank im Verlauf der vergangenen zwölf Monate die Leitzinsen so schnell in die Höhe geschraubt hat wie nie seit 1981. Der GDPNow-Indikator der Distriktnotenbank Atlanta, ein Echtzeitbarometer für die konjunkturelle Dynamik in den Vereinigten Staaten, zeigt für das erste Quartal ein Wachstum der US-Wirtschaft von 2,6% an.

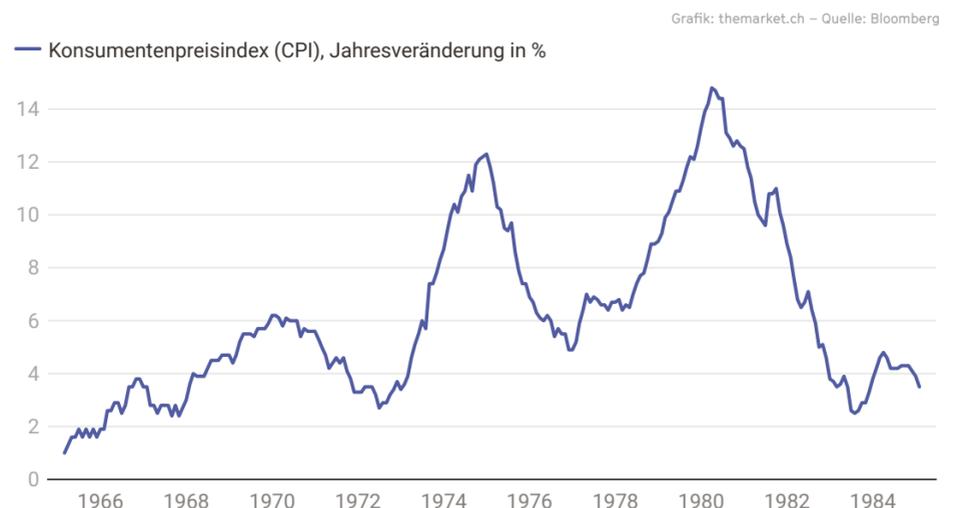
Ein wichtiger Grund für die Stärke der US-Wirtschaft sind der nach wie vor ausgetrocknete Arbeitsmarkt – die Arbeitslosenquote liegt mit 3,6% nahe dem niedrigsten Wert seit mehr als fünfzig Jahren – und die damit einhergehenden Konsumentenausgaben. Die Zahlen des Detailhandelsverkaufs stiegen im Januar im Jahresvergleich um 6,4% und liegen auf einem Rekordniveau. Zudem zehren die US-Haushalte immer noch von ihren Überschussersparnissen, die sie während der Pandemiejahre 2020 und 2021 dank der generösen Transferzahlungen der Regierung angehäuften haben. Gemäss BCA wurde von diesen Überschussersparnissen im Gesamtvolumen von rund 2,4 Bio. \$ bislang weniger als die Hälfte getilgt, woraus die Analysten folgern, dass immer noch rund 1,4 Bio. \$ an aufgestauten Konsumausgaben im US-Wirtschaftssystem schlummern.

Aus diesen Entwicklungen lässt sich mit Wissensstand per Anfang März ein erstes Fazit ziehen: Erstens, Chinas Wirtschaft erholt sich kräftig. Das verleiht auch Schwellenländern von Brasilien bis Indonesien sowie den Exportsektoren Japans und Europas Impulse. Zweitens, Europa ist an einer Rezession vorbeigeschrammt. Drittens, die US-Wirtschaft

## 3) China: Aufhellung nach Ende der Zero-Covid-Politik

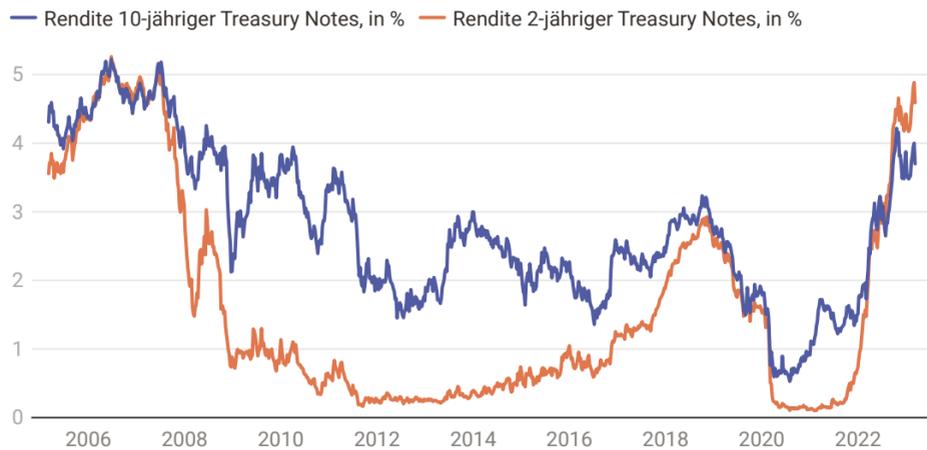


## 4) Inflation USA, 1965 bis 1985



## 5) Zinsen USA: auf höchstem Niveau seit 2007

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



## 6) Deutschland: auf Wiedersehen, Negativzinsen

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



## 7) USA: Treasuries machen Aktien Konkurrenz

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



wird immer noch von den riesigen Stimulusmassnahmen der Trump- und der Biden-Regierung angetrieben. Der Arbeitsmarkt stützt den Konsum (vgl. dazu das Interview mit Megan Greene, Seiten 17 bis 19). Das sind eigentlich gute Nachrichten. Die «harte Landung» ist ausgeblieben. Doch leider hat die überraschend robuste Entwicklung der Konjunktur eine Kehrseite: Sie hält die Inflation auf hartnäckig hohem Niveau.

## 2. Hartnäckige Inflation

Die Rückkehr der Inflation in den USA und in Europa auf die höchsten Werte seit vierzig Jahren war 2022 das dominierende Thema für die Finanzmärkte. Mittlerweile hat die Inflation zwar ihren Höhepunkt überschritten, aber sie sinkt langsamer als erhofft. Gemäss vorläufigen Daten sind die Konsumentenpreise in der Eurozone im Februar im Jahresvergleich um 8,5% gestiegen, nach 8,6% im Januar. Die Kernrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) ist im Februar in Europa wieder auf 5,6% geklettert, nach 5,3% im Vormonat.

In den USA ist der Index der Konsumentenpreise (Consumer Price Index, CPI) im Februar mit einer Jahresrate von 6% gestiegen. Die Kernrate (Core CPI) legte 5,5% zu, nach 5,6% im Vormonat. Das von der US-Notenbank (Fed) definierte Ziel einer Kerninflation von 2% ist noch meilenweit entfernt. Fed-Chef Jerome Powell hat in öffentlichen Auftritten mehrmals betont, er wolle im Zweifelsfall

lieber zu hart als zu sanft gegen die Inflation vorgehen. Powell hat die Entwicklung der Inflation in den Siebzigerjahren vor Augen, als das Fed unter dem Vorsitzenden Arthur F. Burns die geldpolitischen Zügel jeweils zu früh lockerte und damit ein sofortiges Wiederaufflammen der Inflation provozierte (vgl. Grafik 4).

Die Finanzmärkte haben im Verlauf des Monats Februar realisiert, dass die Zentralbanken bereit sind, «Higher for Longer» zu gehen: dass sie die Leitzinsen auf ein höheres Niveau heben und sie für längere Zeit dort belassen werden. Die Terminmärkte gehen mittlerweile davon aus, dass das Fed den Leitzins, die Fed Funds Rate, im laufenden Zyklus auf mehr als 5,5% (derzeit: 4,75%) erhöhen wird. Von der EZB wird bis Ende Jahr ein Leitzins von über 4% (derzeit: 3%) erwartet.

## «Der Bondmarkt reagiert auf das «Higher for Longer»-Szenario»

Chinas Öffnung spricht kurzfristig für weiteren Inflationsdruck, da mit der Öffnung und der (marginalen) Erholung des chinesischen Immobiliensektors unter anderem die Nachfrage nach Rohstoffen steigt. Für das laufende Jahr hat die Regierung zwar ein Wachstums-

ziel von «nur» 5% kommuniziert. Allerdings dürfte dabei bewusst tiefgestapelt worden sein, um dem neuen Premier Li Qiang die Gelegenheit zu geben, die Ziele zu übertreffen.

## 3. Signale vom Bondmarkt

Der Bondmarkt hat ab Anfang Februar mit einem signifikanten Zinsanstieg auf das «Higher for Longer»-Szenario reagiert. Die Rendite zehnjähriger Treasury Notes ist zeitweise über 4% gestiegen, die Rendite zweijähriger Treasuries erreichte Anfang März beinahe 5%. Erst mit dem Kollaps der Silicon Valley Bank hat eine «Flucht in Sicherheit» eingesetzt, worauf die Bondrenditen wieder leicht sanken. Sie bewegen sich aber immer noch auf dem Niveau von 2007 (vgl. Grafik 5). Nicht minder ausgeprägt war der Zinsschub in Europa, wie der Anstieg der Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen auf mehr als 2,7% und der Rendite zweijähriger Bunds auf über 3,2% zeigt (vgl. Grafik 6).

Der Bondmarkt signalisiert damit, dass die Zentralbanken härter gegen die Inflation vorgehen müssen. «Ich sehe nicht, wie die Inflation auf 2% sinken kann, ohne dass eine echte Zerstörung der Nachfrage dies erzwingt», sagt William White, der frühere Chefökonom der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, im Gespräch mit The Market.

## 4. Fragen für den Aktienmarkt

Die gegenwärtige makroökonomische Grosswetterlage lässt sich für den Aktienmarkt zu zwei Kernfragen destillieren: Bedeutet die robuste Verfassung der US-Wirtschaft, dass das Fed die Leitzinsen noch deutlich höher ansetzen muss, um der Inflation das Genick zu brechen? Und bedeutet das bisherige Ausbleiben einer Rezession, dass keine «harte Landung» mehr befürchtet werden muss – oder bedeutet es, dass der Abschwung zwar später, dafür aber umso heftiger ausfallen wird?

Die Aktienkurse sind damit zwei entgegengesetzten Kräften ausgeliefert: Die robuste globale Konjunktur dynamik stützt auf der einen Seite die Unternehmensgewinne. Besonders Aktien und Sektoren, die nah am Puls des globalen Konjunkturzyklus und an der Konsumnachfrage aus China stehen, genossen in jüngster Vergangenheit Rückenwind: Richemont, Swatch Group, LVMH, Holcim, Sika oder Caterpillar sind Beispiele.

Gleichzeitig bleiben die hoch bewerteten Wachstumssegmente – etwa der Technologiesektor – verwundbar, falls die Zinsen weiter steigen. Vor allem der nach wie vor stolz bewertete US-Aktienmarkt ist gefährdet, zumal der Treasury-Markt mit «risikofreien» Zinsen um 4% eine valable Alternative zu Aktien darstellt. Dies zeigt sich am folgenden Beispiel: Sechsmontatige Treasury Bills werfen gegenwärtig einen Zins von 5,1% ab. Die Gewinnrendite des S&P 500 (das inverse Kurs-Gewinn-Verhältnis) liegt nur unwesentlich höher (vgl. Grafik 7). Diese Überschlagerrechnung verdeutlicht, dass US-Aktien relativ zu Treasuries so hoch bewertet sind wie nie seit 2001. Mehr Sicherheitsmarge bieten nach Ansicht der Redaktion von The Market Aktien aus Europa, Japan und Emerging Markets, die im Vergleich zu den USA günstiger bewertet sind.

Die alles entscheidende Frage bleibt somit, ob es den Zentralbanken – besonders dem Fed – gelingt, die Inflation auf 2% zu drücken, ohne mit ihrer Straffung der Geldpolitik eine harte Rezession und/oder eine Finanzkrise zu provozieren. Diese Frage ist deshalb von grosser Relevanz, weil im Rahmen einer Rezession die Unternehmensgewinne sinken und die Aktienkurse damit auf breiter Front unter Druck geraten würden.

Die an den Finanzmärkten seit Beginn des Jahres geäusserte Hoffnung beantwortet die Frage mit einem Ja: Eine Rezession wird ausbleiben. Die historische Erfahrung spricht allerdings eine andere Sprache. Eine Gruppe von Ökonomen um Stephen Cecchetti und

## Video-Webinare von The Market



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

«The Big Picture Live»  
Montag, 20. März, um 16.00 Uhr

Registrierung und  
Aufzeichnungen bisheriger  
Webinare:  
[go.themarket.ch/y14](https://go.themarket.ch/y14)



Frederic Mishkin hat in einer aktuellen Studie mit dem Titel «Managing Disinflation» die disinflationären Phasen in den gut 75 Jahren seit dem Zweiten Weltkrieg in den USA, Grossbritannien, Kanada und Deutschland untersucht. Sie identifizierten siebzehn derartige Disinflationen – und jede war von einer Rezession begleitet. Auch zeigt die historische Erfahrung, dass geldpolitische Straffungszyklen des Fed immer irgendwo im globalen Finanzsystem zu «Unfällen» führen: Die Mexiko-Krise von 1994, die Asienkrise von 1997/98, das Platzen der Dotcom-Blase von 2000 oder der Zusammenbruch des US-Immobilienmarktes ab 2007 sind Beispiele von Krisen, die massgeblich von einer Straffung der Fed-Geldpolitik ausgelöst wurden.

Für eine generelle Entwarnung ist es daher zu früh. Vielmehr besteht die Gefahr, dass die derzeit robuste Konjunktur den Keim ihrer eigenen Zerstörung in sich trägt: Sie hält die Inflation auf einem hartnäckig hohen Niveau, was die Zentralbanken zwingt, noch härter auf die geldpolitische Bremse zu treten und die Zinsen weiter in die Höhe zu schrauben – um damit am Ende eine umso härtere Rezession zu provozieren. Möglicherweise wird das allerdings erst ein Thema für Ende 2023 oder 2024 sein. Bis dahin dürften die Märkte sich weiter vorwärts tasten und zwischen Hoffnung und Ängsten schwanken, ohne dass auf der Ebene der breiten Indizes viel passiert.

Diese Phase der Gratwanderung zwischen zu hoher Inflation auf der einen und Rezession auf der anderen Seite kann sich quälend lang anfühlen. Doch sie ist Teil des Prozesses, der dazu dient, die extremsten Auswüchse des vergangenen Jahrzehnts an den Finanzmärkten – Negativzinsen und Spekulationsblasen in diversen Anlagesegmenten – zu korrigieren. Den besten Ratschlag, wie Anleger durch diese Phase navigieren sollen, gibt der amerikanische Value-Investor Howard Marks:

«Wir befinden uns im Übergang von der Phase «makellos» zu «hoffnungslos». Es gab grosse Exzesse, als die Leute dachten, die Welt sei «makellos», und wir werden Exzesse in die andere Richtung erleben, wenn die Leute glauben, alles sei «hoffnungslos». Aber im Zwischenstadium, wo wir uns gegenwärtig befinden, gibt es nichts Cleveres zu tun. Zu den wichtigsten Dingen zählt geduldiger Opportunismus: Versuchen Sie, Fehler zu vermeiden. Und wenn es nichts Cleveres zu tun gibt, dann liegt der Fehler darin, zu versuchen, clever zu sein. Jetzt ist ein guter Zeitpunkt, um abzuwarten, zu lesen, den Lärm zu ignorieren und zu versuchen, sich auf die Chancen vorzubereiten, wenn sie kommen.»

Lesen und teilen Sie diesen  
Artikel online:

[go.themarket.ch/y15](https://go.themarket.ch/y15)



## ANALYSE

# Was für Schwellenländer spricht

Das Börsenumfeld bleibt anspruchsvoll, die Rezessionsgefahr ist nicht gebannt, und die Inflation bleibt hartnäckig hoch. Doch die «Mutter aller Kehrtwenden» in China sorgt für ein erfreulicheres Umfeld für Schwellenländer. **Von Sandro Rosa**

«Der Hauptzweck der Börse besteht darin, so viele Menschen wie möglich zum Narren zu halten», meinte der amerikanische Spekulant und Politikberater Bernard M. Baruch einst. Kaum setzt sich am Markt nämlich eine Überzeugung durch, kommt es anders. Im Herbst war sich das Gros der Marktkommentatoren einig, dass China für Investitionen nicht mehr infrage komme – die Machtkonsolidierung in den Händen von Präsident Xi Jinping anlässlich des 20. Nationalkongresses der Kommunistischen Partei liess für chinesische Aktien wenig Gutes erwarten. Die Reformer wurden kaltgestellt, zunehmend hiess es «Ideologie vor Wirtschaft», was sich schön an der Null-Covid-Politik zeigte.

Tempi passati. Seit Ende Oktober ist der MSCI China, trotz der jüngsten Abschwächung, mehr als 30% vorgeprescht und hat damit den gesamten Schwellenländerindex nach oben gezogen. Europäische und US-Börsenbarometer vermochten nicht mitzuhalten. Ist der Zug damit bereits abgefahren – und wird, wer jetzt noch in Schwellenländer investiert, wiederum zum Narren gehalten?

## Attraktive Bewertungen

Vorderhand könnte durchaus Vorsicht geboten sein, scheinen Aktien aus Schwellenländern doch wieder hoch in der Anlegergunst zu stehen. Diesen Schluss lässt jedenfalls die jüngste Umfrage von Bank of America unter Fondsmanagern zu. Demnach haben die Profis ihre Allokation in Schwellenländeraktien zuletzt so kräftig erhöht wie selten. Folglich halten sie nun ein Übergewicht in Valoren aus Emerging Markets. Die Sentix-Umfrage unter europäischen Anlegern zeigt ebenfalls, dass mittlerweile ein wachsender Anteil der Anleger gegenüber Schwellenländeraktien optimistisch eingestellt ist. Kurzfristig erhöht das die Gefahr eines Rückschlags.

## «Fondsmanager sind in Schwellenländern nach wie vor untergewichtet»

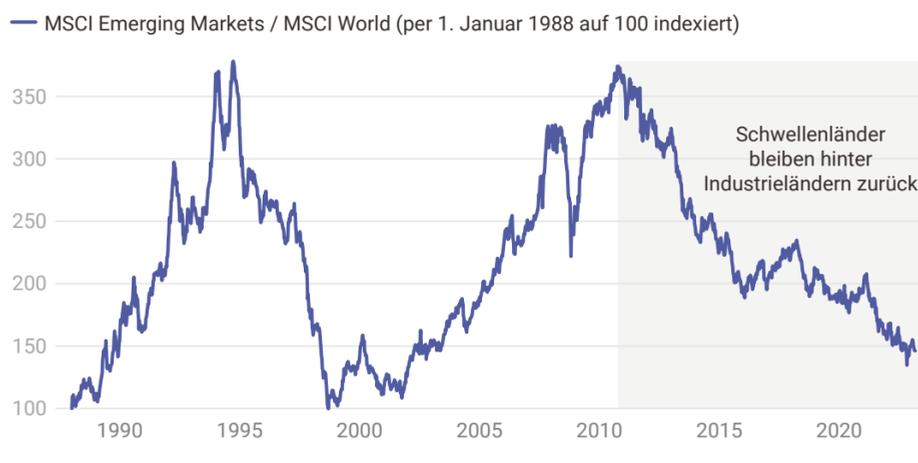
Eine Auswertung von Michael Howell von CrossBorder Capital, einem Unternehmen, das sich auf die Analyse von Kapitalflüssen spezialisiert, gibt aber teilweise Entwarnung. Sie zeigt, dass vor allem in Europa und Japan die guten Nachrichten in den Aktienkursen eingepreist sind. Trotz der Zuversicht der Fondsmanager sind diese gemäss Howell in vielen Schwellenländern nach wie vor untergewichtet. «Besonders attraktive Märkte sind China, Hongkong, Taiwan, Singapur, Brasilien, Korea und die USA», schreibt er in seinem jüngsten Marktbericht. Wie es scheint, haben viele Marktteilnehmer ihrem Stimmungswandel noch keine Taten folgen lassen.

Betrachtet man zudem die relative Performance des MSCI Emerging Markets zum MSCI World, der die Aktien aus den Industrieländern abbildet, wird das Ausmass des Zurückbleibens der Schwellenländer ersichtlich (vgl. Grafik 1). Seit mehr als einer Dekade fallen Letztere kontinuierlich zurück – obwohl die Wirtschaft vieler aufstrebender Länder in dieser Zeit kräftig gewachsen ist. Auch wenn die positive Stimmung kurzfristig womöglich zur Vorsicht mahnt, zeigt das langfristige Bild keinen Überschwang.

## 1) Lange Durststrecke für Schwellenländer

Zeigt die Linie nach oben, entwickeln sich Schwellenländeraktien besser als Valoren aus Industrieländern – und umgekehrt.

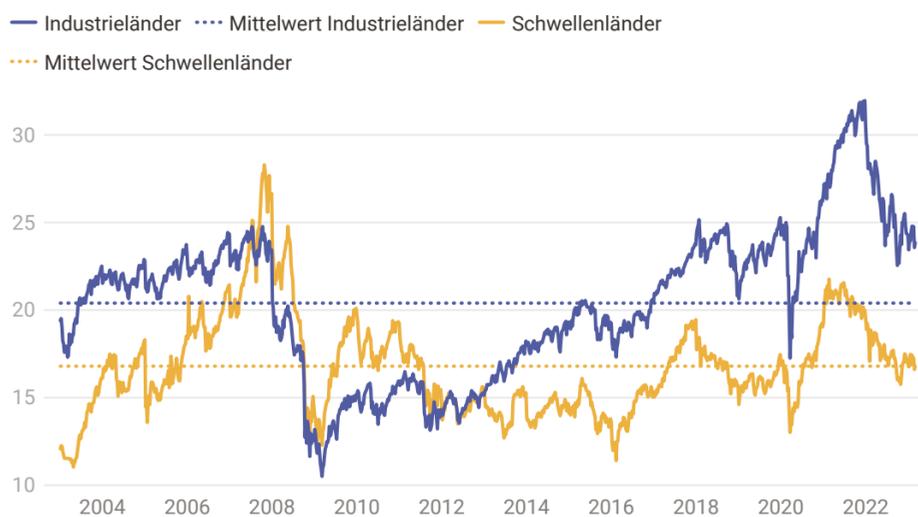
Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



## 2) Bewertungsvorteil für Schwellenländer

Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



Das enttäuschende Abschneiden während der vergangenen Dekade hat dazu geführt, dass viele Schwellenländer nun über einen Bewertungsvorteil verfügen. Das lässt sich gut anhand einer langfristigen Bewertungskennzahl wie des Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnisses zeigen, das den aktuellen Kurs mit den durchschnittlichen inflationsbereinigten Gewinnen der vergangenen zehn Jahre vergleicht. Während Industrieländeraktien (vgl. Grafik 2, blaue Linie) derzeit rund 20% über dem langfristigen Mittelwert handeln, notieren Schwellenländer (gelbe Linie) ziemlich genau auf dem Durchschnitt. Was auffällt: Die Diskrepanz zwischen den beiden Bewertungskennzahlen war selten grösser.

Interessant ist ein Blick auf die einzelnen Länder. Dafür hat The Market einen Bewertungsindikator kreiert, der fünf Kennzahlen umfasst: das erwähnte Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis, das vorwärtsgerichtete KGV, das Kurs-Umsatz- und das Kurs-Buchwert-Verhältnis sowie die Dividendenrendite. Sie werden mit den historischen Werten verglichen und in ein Gesamtmass zusammengefasst (vgl. Grafik 3). Bei allen gilt: Je niedriger der entsprechende Perzentilrang – er bewegt sich zwischen 0 und 100 –, desto attraktiver ist die Bewertung.

Dabei bestätigt sich der Befund, dass viele Emerging Markets günstig sind. Die Börsen in Lateinamerika stechen positiv hervor, aber auch Südafrika, Korea und Polen fallen durch eine günstige Bewertung auf. Innerhalb der Schwellenländer zählen die Vereinigten Arabischen Emirate, Indien und Indonesien

zu den teureren Märkten, wobei sie im Vergleich mit amerikanischen Aktien immer noch deutlich besser abschneiden.

## China sorgt für Rückenwind

Günstige Märkte können durchaus günstig bleiben – wenn es keinen Auslöser zur Besserung gibt. Die Kehrtwende in China könnte nun aber ein solcher Katalysator sein. Für den Marktbeobachter Louis-Vincent Gave vom Analysehaus Gavekal Research ist die Öffnung Chinas die «wahrscheinlich wichtigste makroökonomische Entwicklung des Jahres 2023», die der Weltwirtschaft einen willkommenen Impuls verleiht.

Zudem kurbelt Peking zum ersten Mal seit einem Jahrzehnt die Binnenkonjunktur an. Das sollte Rohstoffpreise, den chinesischen Konsum und europäische und japanische Exporteure beflügeln. Aber auch umliegende asiatische Länder dürften profitieren.

## «Peking kurbelt erstmals seit einem Jahrzehnt den Binnenkonsum an»

Christopher Wood, Stratege bei Jefferies, ist ebenfalls zuversichtlich: «Ich sehe für Schwellenländer, besonders in Asien, die beste Kaufchance seit vielen Jahren», sagte er kürzlich

## In Kürze:

- Schwellenländer haben grosses Aufholpotenzial
- Ein schwächerer Dollar könnte den Aktien helfen
- Lateinamerika, Südafrika, Korea und Polen sind günstig

im Gespräch mit The Market. Die Abkehr Chinas von der Null-Covid-Politik stimmt ihn optimistisch für ganz Asien. Denn mit den drastischen Massnahmen habe China die Dynamik in vielen asiatischen Ländern unterdrückt – dieser Hemmschuh falle nun weg. «Für eine Outperformance in Asien brauchen wir nicht einmal einen Boom in China, eine Normalisierung reicht bereits», glaubt Wood. Angesichts des grossen Gewichts Asiens im MSCI Emerging Markets Index sollte davon auch der breite Index profitieren.

## Strikte Geldpolitik als Pluspunkt

Ein weiterer Pluspunkt für Schwellenländer ist die konservativere Geldpolitik in den vergangenen Jahren. So haben sie sich bei der Ausweitung der Geldmenge im Vergleich zum Westen deutlich zurückhaltender gezeigt. Gemäss Robeco haben auch im Höhepunkt der Pandemie nur wenige Schwellenländer die Geldmenge M2 um mehr als 10% ausgeweitet. In den USA (Zunahme um mehr als 25%), in der EU (über 12%) und in Japan (10%) waren die Notenbanken um einiges aggressiver. Auch bei der Inflationsbekämpfung preschten viele Schwellenländer vor. Während westliche Notenbanken lange mit Leitzinserhöhungen warteten, weil sie die Teuerung als transitorisch einstufen, schritten die Währungshüter insbesondere in Lateinamerika und in Osteuropa früh und beherzt ein. «In einer Welt, in der nichtkonventionelle Geldpolitik alltäglich geworden ist, zeichnen sich die Zentralbanken der Schwellenländer im Allgemeinen durch ihre orthodoxe Haltung aus», schreibt Arnout van Rijn, Portfoliomanager beim Vermögensverwalter Robeco.

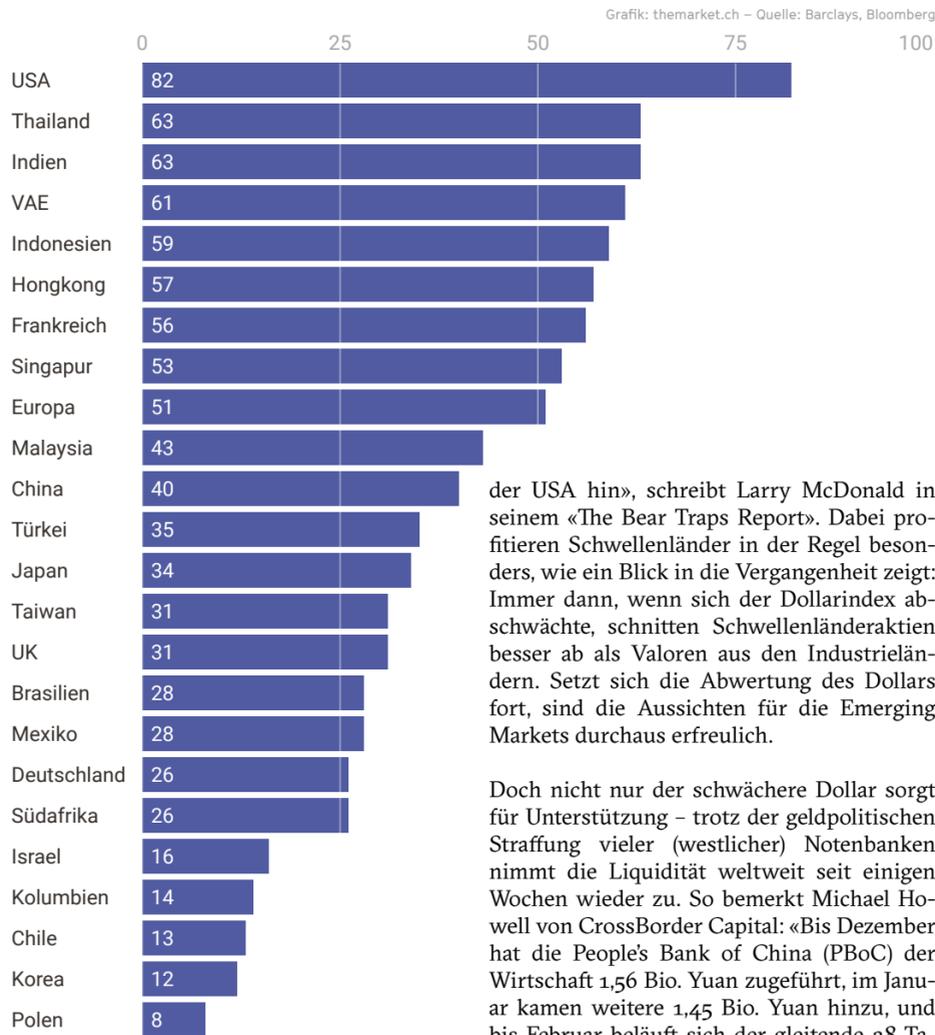
In der Folge sind die Realzinsen – die Zinsen abzüglich der Inflation – in vielen Schwellenländern deutlich positiv. Anders als in den USA, wo die hartnäckige Inflation die Erwartungen einer baldigen Lockerung schwinden lässt, verfügen die Notenbanken in Schwellenländern über Spielraum für Lockerungen. «Die geldpolitischen Strafzyklen in den Schwellenländern sind zu Ende oder stehen kurz davor, und zwar mehrere Monate früher als in den Industrieländern», ist Shilan Shah vom Londoner Research-Haus Capital Economics überzeugt. «Es ist nach wie vor wahrscheinlich, dass die Schwellenländer ihre Geldpolitik bis Mitte des Jahres lockern werden.» Das dürfte dem Wachstum zugutekommen und ein besseres Abschneiden der dortigen Börsen ermöglichen.

## Liquidität nimmt zu

Ein schwächerer Greenback würde den Börsen in den Emerging Markets diesbezüglich helfen. «Wir glauben, dass das Fed die Zinserhöhungserwartungen enttäuschen wird, was einen schwachen Dollar begünstigt. Ein schwächerer Dollar deutet auf ein Aufwärtspotenzial bei Aktien ausserhalb

### 3) Bewertungsübersicht über die wichtigsten Aktienmärkte

Bewertungsperzentil: Je höher der Wert – er bewegt sich zwischen 0 und 100 –, desto teurer ist ein Aktienmarkt. In die Bewertung fliessen die Dividendenrendite, das Shiller-Kurs-Gewinn-, das Kurs-Buchwert-, das Kurs-Umsatz- sowie das vorwärtsgerichtete Kurs-Gewinn-Verhältnis ein.



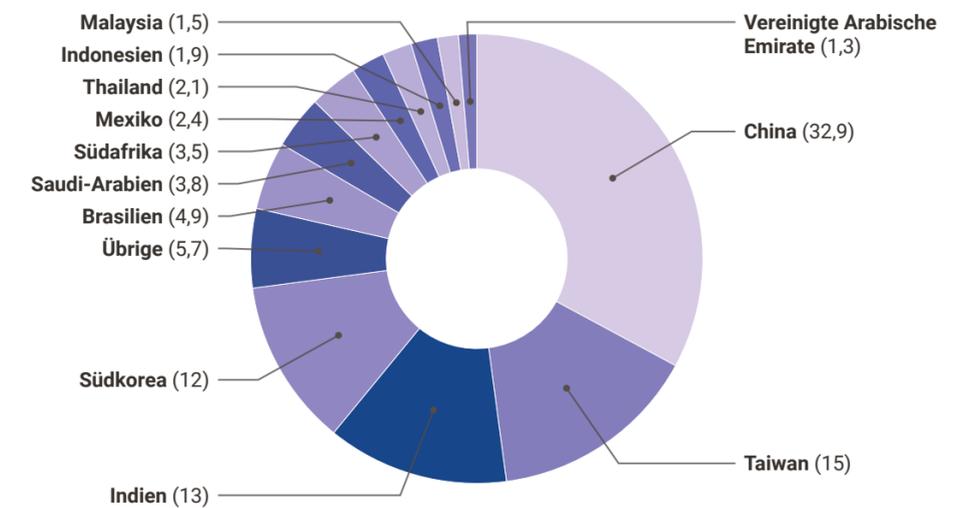
der USA hin», schreibt Larry McDonald in seinem «The Bear Traps Report». Dabei profitieren Schwellenländer in der Regel besonders, wie ein Blick in die Vergangenheit zeigt: Immer dann, wenn sich der Dollarindex abschwächte, schnitten Schwellenländeraktien besser ab als Valoren aus den Industrieländern. Setzt sich die Abwertung des Dollars fort, sind die Aussichten für die Emerging Markets durchaus erfreulich.

Doch nicht nur der schwächere Dollar sorgt für Unterstützung – trotz der geldpolitischen Straffung vieler (westlicher) Notenbanken nimmt die Liquidität weltweit seit einigen Wochen wieder zu. So bemerkt Michael Howell von CrossBorder Capital: «Bis Dezember hat die People's Bank of China (PBoC) der Wirtschaft 1,56 Bio. Yuan zugeführt, im Januar kamen weitere 1,45 Bio. Yuan hinzu, und bis Februar beläuft sich der gleitende 28-Tage-Gesamtwert auf gewaltige 1,93 Bio. Yuan.»

### 4) Asien dominiert

Ländergewichte im MSCI Emerging Markets Index (in %)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



In bloss zwei Monaten haben die Chinesen der Wirtschaft das Drei- bis Dreieinhalbfache der Liquidität zugeführt, die sie in den gesamten beiden Jahren zuvor bereitgestellt hatten. Zwar glaubt Howell nicht, dass Peking dieses Tempo aufrechterhalten kann und wird, allerdings scheinen diverse andere Notenbanken dem Beispiel der PBoC zu folgen und den Märkten ebenfalls mehr Liquidität zuzuführen. «Angetrieben von der Öffnung Chinas, einem sinkenden Dollar und stabilen Rohstoffmärkten dürfte die Liquidität der Schwellenländer bis 2023 stark steigen», lautet das Fazit von CrossBorder Capital.

#### Wie Anleger investieren können

In der Summe haben sich die Aussichten für Schwellenländer in den vergangenen Monaten aufgehellt. Angesichts der Öffnung Chinas, der zunehmenden Liquidität, eines möglicherweise schwächeren Dollars und

vergleichsweise attraktiver Bewertungen dürfte sich ein Übergewicht in Schwellenländeraktien in den nächsten Jahren auszahlen.

Wer in Emerging Markets investieren möchte, kann das z.B. mit einem ETF wie dem Amundi MSCI Emerging Markets machen (ISIN: LU1681045453, Ticker: AUEM SW Equity). Für Anleger, die sich mit dem hohen Gewicht Chinas von rund 33% im ETF unwohl fühlen (vgl. Grafik 4), gibt es Alternativen, die chinesische Aktien ausschliessen, wie etwa den Lyxor MSCI Emerging Markets ex China ETF (ISIN: LU2009202107, Ticker: EMXC SW Equity).

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y17](https://go.themarket.ch/y17)



#### ANZEIGE



## Wärmepumpen erzeugen mehr als nur heisse Luft

Der Ersatz von Heizungen auf Basis fossiler Brennstoffe durch elektrische Wärmepumpen ist in mehrfacher Hinsicht ein Gewinn: durch Drosselung der Inflation, Sicherung der Energieautonomie und Dekarbonisierung des emissionsintensiven Gebäudebereichs.

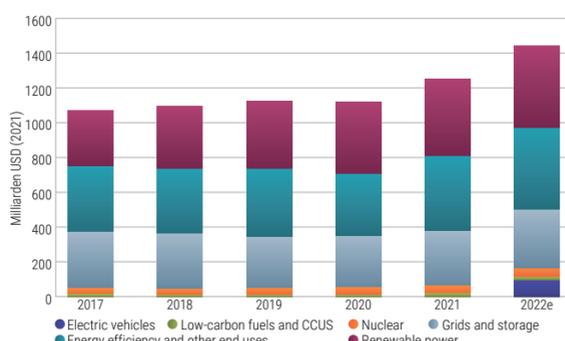
**ROBECO**  
The Investment Engineers

#### Effektives Mittel gegen steigende Energiepreise

Die Energie zum Beheizen von Wohnhäusern, Büros, Schulen und Fabriken macht 10 % der globalen Emissionen pro Jahr aus. Bei der Heizenergie für Gebäude steht Erdgas an erster Stelle. Es deckt 42 % des globalen Bedarfs, wovon der grösste Teil (70 %) für das Beheizen von Räumen genutzt wird. Obwohl die Dekarbonisierung von Gebäuden mehrere Lösungen erfordert (einschliesslich erneuerbarer Energien und energiesparender Renovierungen), werden elektrische Wärmepumpen entscheidend dafür sein, die Wärmeversorgung von Gebäuden nicht nur umweltfreundlicher, sondern auch sicherer und erschwinglicher zu machen.

Wärmepumpen sind drei- bis fünfmal energieeffizienter als Erdgasheizungen. Das bedeutet, dass bis zu einem Fünftel weniger Energie zum Beheizen desselben Raumvolumens benötigt wird. Es bedeutet auch einen deutlich niedrigeren Endverbrauch. Dadurch sinkt die Energienachfrage, während sich für Millionen von Haushalten, die unter energiebedingtem Preisdruck leiden, höhere Einsparungen ergeben.

Abbildung 1 | Auf Augenhöhe mit erneuerbaren Energien



Investitionen in energieeffiziente Technologien wie elektrische Wärmepumpen sind beinahe so hoch wie die im Bereich erneuerbare Energien. N.B. Summe für 2022 geschätzt.  
Quelle: IEA, World Energy Investments 2022

1. European Heat Pump Association. 15. Dezember 2022. „Which countries are scrapping fossil fuel heaters?“  
2. IEA, The Future of Heat Pumps 2022.

#### Bahnbrechend in punkto Energiesicherheit

Den politischen Entscheidern sind die Vorteile im Hinblick auf die Energieversorgung, die Preisstabilität und die Netto-Null-Ziele bewusst – sie verfolgen einen „Zuckerbrot-und-Peitsche“-Ansatz mit entsprechenden Subventionen und Vorgaben. Fördermittel gibt es inzwischen in Regionen, auf die mehr als 70 % des weltweiten Raumwärmebedarfs in Wohngebäuden entfallen. Darüber hinaus verschärfen die Behörden in vielen Ländern die Bauvorschriften für neue und bestehende Gebäude, die von strengeren Mindeststandards für die Energieeffizienz bis hin zum völligen Verbot von Heizkesseln für fossile Brennstoffe reichen. Landesweite Verbote gibt es bereits in Dänemark, Frankreich, den Niederlanden und Norwegen. In anderen EU-Mitgliedstaaten sind gesetzliche Regelungen in Arbeit.<sup>1</sup>

Der kürzlich verabschiedete US Inflation Reduction Act (IRA) – der den individuellen „Energy Efficient Home Improvement Credit“ auf 30 % erhöht – sollte die Installation von Wärmepumpen durch Verbraucher und Bauherren am US-Markt ebenfalls drastisch beschleunigen. Weltweit haben die Investitionen in umweltfreundliche Energien seit 2020 stark zugenommen. Dabei werden die geschätzten Zuflüsse in energieeffiziente Technologien im Jahr 2022 fast genauso hoch sein wie die in erneuerbare Energien (470 Mrd. USD bis 472 Mrd. USD).

#### Die Marktchance – Durchsetzung von Wärmepumpen

Wärmepumpen stellen eine bewährte Technologie dar. Weltweit gibt es davon 190 Millionen installierte Geräte. In den letzten drei Jahren wurden in Europa 7 Millionen Wärmepumpen verkauft. Das entspricht einer Steigerungsrate von 40 %. Darüber hinaus wird erwartet, dass das REPowerEU-Programm bis 2030 für eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 20 % sorgen wird. Skandinavien macht die Wachstumschancen deutlich: Finanzielle Anreize in Verbindung mit Vorschriften haben in Schweden, Finnland und Norwegen zu einer Verbreitung in den Haushalten von 40-60 % geführt. Dem steht ein Wert von 20 % im übrigen Europa gegenüber.

#### Bedarfsgetriebener Investitionszyklus

Die Innovation zur Bewältigung dieser Herausforderungen schreitet schnell voran, insbesondere in Regionen wie den USA und Europa, wo die Regierungen beträchtliche Finanzierungsanreize bieten. Die Aussichten sind vielversprechend, denn weltweit haben sich die Investitionen in neue Hersteller bzw. in den Kapazitätsausbau bestehender Hersteller von Wärmepumpen zwischen 2016 und 2021 fast verdreifacht. Ehrgeizige Programme wie US IRA und REPowerEU tragen zusätzlich zur Verbreitung von Wärmepumpen bei und signalisieren für Hersteller und Installateure eine hohe künftige Nachfrage. Allein in der EU kündigten führende Hersteller für den Zeitraum von 2022-2026 Investitionen von mehr als 4 Mrd. Euro zum Ausbau der Wärmepumpenproduktion an.<sup>2</sup>

Regierungen auf der ganzen Welt verschärfen die Vorschriften und erhöhen die Subventionen, welche die Produktion und die Verbreitung von Wärmepumpen sowie die diesbezügliche Forschung und Entwicklung im privaten und im öffentlichen Sektor ankurbeln. Wärmepumpen sind ein wichtiger Faktor im Rahmen der Energiewende. Wir erwarten in den kommenden Jahren eine Konsolidierung und erhebliche Kapitalzuflüsse in die Unternehmen aus der Heiztechnik-Wertschöpfungskette – von den vorgelagerten Geräteherstellern bis zu den nachgelagerten Installateuren und Händlern.

Robeco Switzerland Ltd  
[www.robeco.ch](http://www.robeco.ch) | [info@robeco.ch](mailto:info@robeco.ch)



Autorin:  
**Sanaa Hakim,**  
Senior Equity Analyst,  
Robeco

Expertise in Sustainable Investing von  
**ROBECOSAM**

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 © 2023 Robeco Switzerland – alle Rechte vorbehalten.

## INTERVIEW

# «Sie sind bullish für China? Dann kaufen Sie Brasilien»

Rajiv Jain, Gründer und Chief Investment Officer der Fondsboutique GQG Partners, spricht im Interview über seine besten Anlageideen und sagt, weshalb die Bewertungskorrektur im Tech-Sektor noch nicht vorbei ist. **Von Mark Dittli**

«Das beste Unternehmen ist eine schlechte Investition, wenn die Bewertung zu hoch ist», sagte Rajiv Jain in einem Gespräch mit The Market Ende 2021, als er vor den hohen Bewertungen in beliebten Sektoren wie Technologie und Konsum warnte. Die Erfahrung von 2022 gibt ihm recht: Steigende Zinsen haben an den Börsen zu einer schmerzhaften Bewertungskontraktion geführt.

«Dieser Prozess ist noch nicht abgeschlossen», meint der Gründer der in Florida beheimateten Anlageboutique GQG Partners, die fast 90 Mrd. \$ in global ausgerichteten Aktienfonds verwaltet. Jain findet nur vereinzelte Kaufgelegenheiten im Tech-Sektor, beispielsweise ASML. Im Interview erklärt er, weshalb er weiterhin auf Aktien aus dem Energiesektor setzt, was ihm an europäischen Banken und an Novartis gefällt, weshalb Brasilien und Indien spannende Perspektiven bieten und was Alibaba mit Roger Federer gemeinsam hat.

## Herr Jain, was sind die wichtigsten Faktoren, wenn Sie die Makrolage betrachten?

Es gibt vier grosse Themen, die Anleger im Auge behalten müssen. Erstens die Öffnung Chinas. Zweitens den Zustand der US-Wirtschaft und den künftigen Kurs der Fed-Politik. Drittens den Krieg in Europa und viertens die generelle Verfassung der Schwellenländer. Diese Themen fliessen in die übergreifende Frage ein, was mit der Inflation geschieht. Ich erwarte, dass sie weiter zurückgeht, glaube aber nicht, dass sie auf 2% sinken wird. China ist ein wichtiger Wachstumsmotor, der die Anleger erfreut, aber man darf nicht vergessen, dass es nicht länger eine deflationäre Kraft für die Weltwirtschaft ist. Es könnte zu einer inflationären Kraft werden, da viele Rohstoffmärkte angespannt sind.

«China könnte zu einer inflationären Kraft werden, da viele Rohstoffmärkte angespannt sind»

## In den USA wächst die Hoffnung, dass das Fed den Straffungszyklus bald beenden und die Wirtschaft eine Rezession vermeiden wird. Stimmen Sie dem zu?

Wenn ich mir die Aussagen diverser Industriekonzerne anhöre, erhalte ich nicht den Eindruck, dass sich die US-Wirtschaft abkühlt. Nucor etwa ist optimistisch, was die inländische Stahlnachfrage angeht. Wenn dieses Bild stimmt, warum sollte das Fed dann bald lockerer werden? Das passt nicht zusammen: Entweder die Wirtschaft fällt in eine Rezession, dann wird das Fed die Zinsen senken. Oder eine Rezession bleibt aus, doch dann wird es länger keine Zinssenkungen geben.

## Aber genau das scheint die Erwartung an den Märkten zu sein: Das Fed nimmt den Fuss vom Bremspedal, und der Wirtschaft gelingt eine sanfte Landung.

Wenn die US-Notenbank ihre Glaubwürdigkeit wiederherstellen will, was sie tun sollte, dann muss sie die Zinsen weiter erhöhen. Die



## Rajiv Jain

Rajiv Jain ist Chairman, CIO und Fondsmanager von GQG Partners. Er hat die Vermögensverwaltungsboutique 2016 in Fort Lauderdale, Florida, gegründet. Zuvor hatte er 22 Jahre für Vontobel Asset Management in New York gearbeitet, zuletzt als Co-CEO und Head of Equities. Er hält einen Abschluss in Finance und International Business der University of Miami sowie einen Abschluss in Buchhaltung der Universität Ajmer im indischen Bundesstaat Rajasthan.

Terminmärkte hingegen rechnen bereits für die nächsten zwölf Monate mit deutlichen Zinssenkungen. Ich halte das für eine Illusion. Das würde nur im Szenario einer schweren Rezession geschehen.

## Was ist mit dem dritten Thema, dem Krieg in Europa?

Seit Februar gelten neue Sanktionen gegen raffinierte Erdölprodukte aus Russland. Das Problem ist jedoch, dass Europa zu wenig Raffineriekapazitäten hat. Bis anhin konnte Russland Öl nach Asien verkaufen, während Europa weiterhin Raffinerieprodukte aus Russland bezog. Heute ist China das einzige Land der Welt, das über nennenswerte freie Raffineriekapazitäten verfügt. Das wirkt sich auf Produkte wie Diesel und ihre Preise in Europa aus. In Sachen Energie herrscht in Europa eine gefährliche Selbstgefälligkeit. Auch die USA verfügen nicht über freie Raffineriekapazitäten. Sollte der Ölpreis wieder gegen 120 \$ pro Fass steigen, werden die Inflationserwartungen und die Bondrenditen anziehen.

**Erwarten Sie das, einen Ölpreis von 120 \$?** Das ist möglich. Ein wichtiger Grund, warum der Ölpreis nicht höher ist, liegt in Chi-

na Lockdown-Massnahmen im vergangenen Jahr. Zweitens haben die USA einen beträchtlichen Teil ihrer strategischen Ölreserven verkauft. Nun will Washington die Reserven auffüllen, und China öffnet sich. Das könnte für steigende Ölpreise sprechen.

## Zum Abschluss der Makrobetrachtung: Was ist mit dem vierten Thema, der Situation der Schwellenländer?

Im Grossen und Ganzen befinden sie sich in guter Verfassung. Das Kreditwachstum zieht an. Das Bankensystem in Ländern wie Indien und Brasilien ist gesund. Die meisten Schwellenländer bieten positive Realzinsen. Brasilien hat eine niedrigere Inflation als die meisten Industrieländer. Wer hätte das gedacht? Der risikoreichere Teil der Welt sind also die westlichen Volkswirtschaften.

## Die Börsen sind risikofreudig ins Jahr gestartet. Was halten Sie davon?

Es ist nicht unüblich, dass im Januar besonders die Aktien gut abschneiden, die im Vorjahr grosse Verluste erlitten haben. In der Regel verflüchtigt sich dieser Effekt im Februar – und das hat sich auch dieses Jahr bestätigt. Viele Wachstumstitel haben zudem von der

Hoffnung profitiert, dass das Fed die geldpolitische Straffung bald beenden könnte. Aber eben: Ich erwarte nicht, dass wir schon bald Zinssenkungen sehen werden. Historisch betrachtet ist die erste Zinssenkung überdies meist kein gutes Signal für die Aktienmärkte, da sie ein Zeichen für eine schwache Wirtschaft ist. Das Fed begann beispielsweise Ende 2007 mit Zinssenkungen, der Kollaps von Lehman Brothers folgte erst neun Monate später. Nach der Dotcom-Blase begann das Fed Anfang 2001 mit Zinssenkungen, aber der Markt stürzte danach erst recht ab.

## Halten Sie die Rally in Aktien wie Tesla oder Amazon also für trügerisch?

Ja. So sehen Bullenfallen aus. Bärenmärkte sind sehr knifflig, sie werden immer wieder von heftigen Erholungsbewegungen unterbrochen – und sofort kriegen die Anleger wieder Angst, sie könnten etwas verpassen. Diese Angst verspürt jeder Investor, auch ich. Aber die Fundamentaldaten vieler Unternehmen aus dem Tech-Sektor schwächen sich ab. Amazon kämpft mit Margenproblemen, Google zeigt eine ernsthafte Wachstumsschwäche. Können sie auf ihren Wachstumspfad zurückfinden? Ja. Kann ich mich irren?

Ja. Aber man kann nicht sagen, dass ihr Geschäft brummt. Die Bewertungen vieler dieser Aktien sind noch nicht einmal auf das Niveau von 2019 gefallen.

#### Sie sagen also, der Prozess der Bewertungskontraktion wird noch länger andauern?

Ja. Oder diese Unternehmen beginnen, die Erwartungen zu übertreffen und ihr Wachstum zu beschleunigen. Das kann sein, aber ich halte die Wahrscheinlichkeit für gering. Die Bewertungen sind eine Funktion der Zinsen: Wenn diese bei 5% liegen, ist das ein anderes Umfeld als 2019, als sie bei null lagen. Viele Tech-Konzerne erzielen immer noch zu hohe Gewinne im Vergleich zu ihrem langfristigen Wachstumspfad. Der Chiphersteller Nvidia etwa musste Lagerbestände abschreiben und daher einen Gewinnrückschlag von 30% einstecken. Dennoch ist er mit dem 45-Fachen des für 2023 erwarteten Gewinns bewertet, was nicht billig ist. In den letzten Jahren wurde im Tech-Sektor überinvestiert, diese Übertreibungen müssen abgebaut werden. Diese Prozesse dauern oft vier bis fünf Jahre.

#### Sehen Sie keine Kaufgelegenheiten bei gefallenem Tech-Unternehmen?

In Einzelfällen, ja. Aber auf breiter Basis, nein. Im Halbleiterbereich gibt es einige interessante Fälle von Monopol- oder Duopol-situationen. Wir mögen zum Beispiel den niederländischen Ausrüster ASML, trotz der höheren Bewertung. Er ist grundsollide. Im Bereich Software hingegen finden wir kaum etwas, was attraktiv ist.

#### Das Pendant zu den Tech-Giganten waren in der Schweiz Wachstumsliebhaber wie Sika oder Lindt & Sprüngli. Ihre Bewertung ist deutlich gesunken. Sehen Sie in diesem Bereich bereits Chancen?

Noch nicht. Ich war skeptisch, als wir im Dezember 2021 über diese Namen sprachen. Ehrlich gesagt haben sie sich viel besser entwickelt, als es angesichts des kräftigen Zinsanstiegs zu erwarten gewesen wäre.

## «Energieunternehmen werden noch Jahre in der Lage sein, viel Wachstum zu erzielen»

#### Wo sehen Sie die besten Kaufchancen?

Wir haben immer noch ein Übergewicht in den Sektoren Energie, Gesundheit und Basiskonsum. Alles in allem glauben wir, dass die Anlagerenditen in den nächsten Jahren eher von «Dingen, die man braucht» als von «Dingen, die man will» kommen werden. Energie ist das beste Beispiel. Energieunternehmen werden noch Jahre in der Lage sein, viel Wachstum zu erzielen.

#### Energietitel laufen bereits seit mehr als zwei Jahren gut. Bieten sie noch Potenzial?

Ich denke, wir sprechen hier von einem mehrjährigen Zyklus. Zudem: Wie viele Investoren besitzen effektiv bereits Energieaktien? Ich schätze, dass 60% das nicht können oder wollen. In Europa fassen wahrscheinlich 90% der institutionellen Anleger Valoren aus dem Sektor fossiler Energie nicht an. Sie investieren auf der Grundlage ideologischer Vorstellungen statt auf Basis der wirtschaftlichen Realität. Ironischerweise ist Europa heute einer der grössten Importeure von Kohle und der grösste Importeur fossiler Energieträger. Zu sagen, dass wir keine fossile Energie brauchen, ist heuchlerisch. Deutschland erhöht jetzt wieder die Zahl der Braunkohlekraftwerke, die dreckigste Art der Stromerzeugung überhaupt. Aber Investitionen in Erdgas sollen schlecht sein? Das ist absurd.

#### Wie setzt man am besten auf den Sektor? Mit Aktien wie Exxon oder TotalEnergies?

Ja, unter Berücksichtigung der Risiken sind diese Namen sinnvoll. Im europäischen Ölssektor liegt noch viel Potenzial. Die Titel der italienischen Eni haben sich im Verlauf der

## «Alibaba und Tencent sind wie Roger Federer im Alter von 39 Jahren: Grossartige Geschichte, aber die besten Jahre sind vorbei»



vergangenen Jahre kaum bewegt, aber Eni ist heute bei einem Ölpreis von 80 \$ viel profitabler als vor fünfzehn Jahren. Diese Unternehmen bieten einen attraktiven freien Cashflow, solide Bilanzen, sie zahlen eine sehr gute Dividende und sind im Allgemeinen unterbewertet. Das ist Musik in unseren Ohren.

#### Petrobras ist Ihre grösste Position. Was gefällt Ihnen am brasilianischen Ölriesen?

Natürlich ist das politische Risiko höher, aber wir glauben, dass es geringer ist, als der Konsens annimmt. Die Aktien werden zum drei- bis vierfachen Gewinn gehandelt, die Dividendenrendite beträgt 30%. Die Bewertung kompensiert das Risiko mehr als genug.

#### Der Pharmasektor war letztes Jahr ebenfalls ein Gewinner. Titel wie Eli Lilly, AstraZeneca und Novo Nordisk erzielten glänzende Renditen. Mögen Sie sie noch?

Ja, sie sind immer noch sehr attraktiv. Sie sind zwar teurer, aber sie verfügen über eine starke Basis und gute Wachstumsaussichten. Die von Ihnen genannten Namen sind von hoher Qualität, ihre Pipeline ist sehr hochwertig.

#### Vor einem Jahr haben Sie sich positiv über Roche geäussert, aber der Schweizer Konzern hat an der Börse den Anschluss an die Konkurrenz verloren. Was ist passiert?

Mit Blick auf die nächsten zehn Jahre ist Roche immer noch ein grossartiges Unternehmen. Man sollte die Aktien besitzen. Aber zuletzt musste Roche einige herbe Fehlschläge einstecken. Deshalb gefallen uns Lilly, AstraZeneca und Novo Nordisk im Moment besser als Roche. Langfristig betrachtet mögen wir übrigens auch Novartis. Sie macht unter dem derzeitigen CEO die richtigen Dinge, die Forschungspipeline sieht sehr interessant aus. Die Aktie ist günstig, aber das Wachstum von Novartis ist gedämpft, weil noch einige Patente auslaufen werden.

#### Wo kaufen Sie derzeit noch zu?

Wir mögen europäische Banken, etwa UniCredit, BNP oder UBS. Die Gewinnschätzungen steigen, das Kreditwachstum nimmt zu, und die Bewertung ist immer noch attraktiv.

#### Was halten Sie von Credit Suisse?

Wir halten keine Aktien von CS. Die Bank findet leider immer wieder Wege, um in Schwierigkeiten zu geraten. Gleichzeitig denke ich aber, dass die Anleger zu pessimistisch sind, was die langfristige Überlebensfähigkeit von Credit Suisse angeht. Nach der jüngsten Kapitalerhöhung liegt die CET1-Quote bei 14%. Die Kosten müssen gesenkt werden, aber langfristig gesehen hat die Bank ein Geschäft, das sich gut entwickeln kann. Natürlich hängt alles von der Umsetzung ab, insbesondere von der Reduzierung des Engagements im Investment Banking bei gleichzeitiger Stabilisierung der ertragreicheren Segmente.

## «In den USA beobachten wir den Beginn eines Investitionsbooms»

#### Sie haben die angespannten Rohstoffmärkte erwähnt. Eine grössere Position in Ihren Fonds ist Glencore. Was ist da Ihr Case?

Glencore ist eines der am besten positionierten Unternehmen im Bereich Metalle und Bergbau. Der Geschäftsmix, von Kupfer über Nickel bis hin zu Kohle, ist profitabel und vielversprechend. Der Konzern schüttet einen Grossteil des Gewinns an die Aktionäre aus, die Aktien sind immer noch attraktiv bewertet. Die Umstellung der Weltwirtschaft auf erneuerbare Energien erfordert enorme Mengen an Metallen. Elektrofahrzeuge benötigen Kupfer, Nickel und Kobalt. Es ist die grösste Heuchelei der ESG-Agenda, dass Investoren Aktien von Rohstoffproduzenten nicht anfassend wollen. Woher sollen denn all diese Metalle für den Übergang zu erneuerbaren Energien kommen? Ein weiterer Trend: In den USA beobachten wir den Beginn eines Investitionsbooms. In den Zentralen europäischen Unternehmen wird ernsthaft über eine Verlagerung der Produktion in die USA und nach China diskutiert, wo die Energieversor-

gung gesichert ist. BASF kann in Europa nicht wirtschaften, wenn der Preis für Flüssiggas längerfristig bei 12 \$ liegt. Das hat nichts mit Ideologie zu tun, das ist reine Mathematik.

#### Was die Allokation in Ihrem Schwellenländerportfolio angeht, so sind Indien und Brasilien am stärksten übergewichtet.

Fast 50% unseres Portfolios entfallen auf Indien und Brasilien. «Übergewicht» ist noch untertrieben. Rund 88% des Portfolios sind ausserhalb Chinas investiert.

#### Ist die Öffnung Chinas kein Argument, wieder mehr dort zu investieren?

Nein. Natürlich ist das Ende der Zero-Covid-Politik aufregend. Aber es ist nicht so, dass China drei Jahre lang abgeschottet war. Die Lockdown-Massnahmen waren vor allem im vergangenen Jahr ein Problem. Zweitens leiden die grossen Tech-Namen in China unter strukturellen Problemen. Ihr Wachstum hat sich dramatisch verlangsamt. Die Regierung sagt zwar, dass sie die Tech-Konzerne jetzt wieder weniger hart anfassen wird, aber ich bin mir da nicht so sicher. Bei Unternehmen wie Alibaba und Tencent hat die Regierung eine «goldene Aktie» übernommen, für mich als Investor sind das damit praktisch staatliche Gesellschaften. Wir haben kein Problem mit staatlichen Unternehmen per se, aber wir bezahlen nicht gerne den 25- bis 30-fachen Gewinn für ihre Aktien. Alibaba oder Tencent sind wie Roger Federer im Alter von 39 Jahren: Grossartige Erfolgsbilanz, eine tolle Geschichte, aber die besten Jahre sind vorbei.

#### Sehen Sie bessere Chancen in Indien und Brasilien?

Ja, weil sich das Wachstum der Unternehmensgewinne dort beschleunigt.

#### Ist Indien nach den Avancen im vergangenen Jahr nicht zu teuer?

Indien ist immer teuer. Aber ein Teil davon hat mit der Indexkonstruktion zu tun. Staatliche Banken sind in Indien zum Sechsfachen des Gewinns bewertet, wie in China. Ölgesellschaften werden in Indien zum fünf- bis sechsfachen Gewinn gehandelt, genau wie in China. IT-Dienstleister werden ähnlich bewertet. Vergleicht man Äpfel mit Äpfeln, ist der Bewertungsunterschied zwischen Indien und China nicht erheblich. Zweitens: Die Wachstumsdynamik in Indien ist besser. Wir befinden uns in der Anfangsphase eines strukturellen Investitionszyklus, das Kreditwachstum liegt auf einem Zehnjahreshoch. Unternehmen nehmen keine Kredite auf, weil die Zinsen niedrig sind, sondern wenn sie produktive Projekte damit umsetzen können. Wenn die Kreditaufnahme von Unternehmen in einem Land wie Indien zunimmt, ist das ein gutes Zeichen. Die Banken sind in guter Verfassung, ihre Bilanzen sauber.

#### Brasilien's Börse hat im vierten Quartal nach der Wahl von Lula einen Einbruch erlitten. War das gerechtfertigt?

Ich investiere seit fast dreissig Jahren in Schwellenländern, und ich habe eine Reihe von Lula-Ängsten miterlebt, etwa 1994 oder 1998. Und was geschah, als Lula 2002 tatsächlich gewonnen hatte? Die folgenden Jahre waren enorm gut für brasilianische Aktien. Politik ist viel Lärm, aber schauen Sie sich die Fundamentaldaten an: Das Bankensystem in Brasilien ist solide, das Gewinnwachstum ist stark, die Bewertungen sind attraktiv, man erhält Unmengen an Dividenden. Brasilien bietet einen viel besseren Weg, auf die Erholung Chinas zu setzen, als China direkt. Sind Sie bullish für China? Dann kaufen Sie Brasilien! Und noch ein Hinweis am Rande: Welche Region der Welt verstaatlicht ihre Energieversorger, welche Region privatisiert sie? Brasilien hat gerade seinen grössten Energieversorger privatisiert, während sie in Frankreich und Deutschland verstaatlicht wurden.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

[go.themarket.ch/y19](https://go.themarket.ch/y19)



ANALYSE

# Langfristrends sprechen für Rohstoffaktien

Die Öffnung Chinas, die Energiewende und geringe Investitionen in neue Minen schaffen ideale Voraussetzungen für Rohstoffunternehmen. **Von Giorgio Müller**

Was gibt es Besseres für einen Hersteller, als dass der Bedarf stetig steigt und das Angebot mit der Nachfrage nicht mithält, weil es nicht auf die Schnelle erhöht werden kann? Die Förderer von Industriemetallen und anderen Bodenschätzen befinden sich in einer solch komfortablen Lage. Das macht sie für langfristig engagierte Investoren attraktiv. Doch als Investor muss man bereit sein, mit den grossen Kursschwankungen zu leben. Im Vergleich mit dem Gesamtmarkt tendieren Rohstoffwerte dazu, über- und unterzuschies- sen (vgl. Grafik 1). Seit einigen Jahren sind die Ausschläge milder. Doch auf kurze Frist geben die Wirtschaftszyklen den Takt an.

«Das Erwachen der chinesischen Wirtschaft und die Dekarbonisierung heizen die Nachfrage nach Metallen an»

Der Rohstoffbereich wird zurzeit von drei Megatrends bestimmt: Das Erwachen der chinesischen Wirtschaft nach Beendigung der rigorosen Non-Covid-Strategie und die Dekarbonisierung des Energiesektors werden die Nachfrage nach Metallen längere Zeit anheizen. Gleichzeitig halten die vergleichsweise sehr bescheidenen Investitionen für die Erschliessung neuer Bodenschätze das Angebot knapp. Kumuliert führen diese Trends zu tendenziell steigenden Preisen.

### China ist in den Kursen drin

Für einen kurzfristigen, aber spürbaren Boom sollte die Nachfragebelegung in China sorgen. In vielen Anwendungen, die den Einsatz von Metallen erfordern, gehört China zu den grössten Nachfragern. Wenn sich die chinesische Wirtschaft nur einigermaßen einpendelt, wird das zu einer starken Steigerung des Bedarfs führen. Der Effekt dürfte in den Kursen der Bergbauaktien indes berücksichtigt sein. Seit vergangenem Sommer haben die Titel der meisten Bergbaumultis 30 bis 40% zugelegt (vgl. Grafik 2). Von den typischen kurzfristigen Ausschlägen – nach oben wie nach unten – werden die Investoren meist auf dem falschen Fuss erwischt. Es ist deshalb

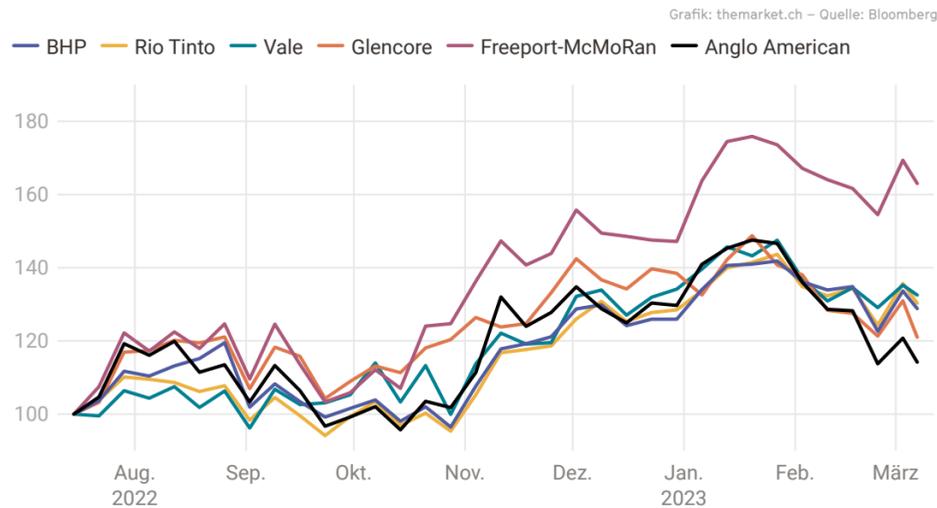
### 1) Kurse von Bergbauaktien schlagen deutlich stärker aus

Kursentwicklung MSCI World und MSCI World Metals & Mining seit Anfang 2003, indiziert



### 2) Seit Sommer 2022 im Gleichschritt aufwärts und runter

Aktienkursentwicklung der grössten Bergbauunternehmen seit Mitte Juli 2022, indiziert



ratsam, auf die längerfristigen Trends zu setzen. Die präsentieren sich im Rohstoffbereich nun in einem so guten Licht wie seit langem nicht mehr. Ein Katalysator dafür sind die Auswirkungen, die die Energiewende auf die Nachfrage nach Industriemetallen hat. Ohne genügend Metalle werden die ambitionösen Ziele der Klimapolitik nicht erreicht.

Ob neue Stromnetze, Photovoltaikanlagen, Windkraftwerke oder Elektrofahrzeuge, immer ist damit ein steigender Bedarf an Metallen verbunden. Umfangmässig sind davon vor allem Eisenerz, Kupfer und Aluminium

betroffen. Aber auch das für Batterien benötigte Lithium und Kobalt braucht es künftig in enormen Mengen. Die sich abzeichnenden Mankos sind beeindruckend: Am Beispiel Kupfer legt das schottische Forschungs- und Beratungsunternehmen Wood Mackenzie dar, wie wichtig dieses Metall für die Erreichung der Klimaschutzziele ist. Selbst in einem Basiszenario, das von einer (zu starken) Klimaerwärmung um 2,2 bis 2,4 Grad bis 2050 ausgeht, reicht das erwartete Angebot bei weitem nicht aus, um die prognostizierte Nachfrage zu decken. Für andere Metalle gilt dasselbe. Der Einsatz erneuerbarer statt fos-

### In Kürze:

- Energiewende bedingt die Schürfung von mehr Metallen
- Rohstoffaktien schwanken kurzfristig stark
- Langfristtrend ist erfreulich

siler Energien senkt zwar die Emissionen von Treibhausgasen. Hingegen braucht es dafür auch viel mehr Metalle. In einem Elektrofahrzeug steckt wegen der Batterie etwa sechsmal so viel Metall wie in einem Auto mit einem Verbrennungsmotor. Allein der Kupferanteil ist dreimal so hoch. Kostenmässig entfallen trotzdem nur etwa 2% auf dieses Metall, was eine hohe Preiselastizität erwarten lässt. Das freut die Bergbauunternehmen. Wenn sich Elektrofahrzeuge in den kommenden Jahren also durchsetzen, führt das zu einer stark steigenden Metallnachfrage.

«Der Metallanteil pro zusätzlicher Energiemenge hat um 50% zugenommen»

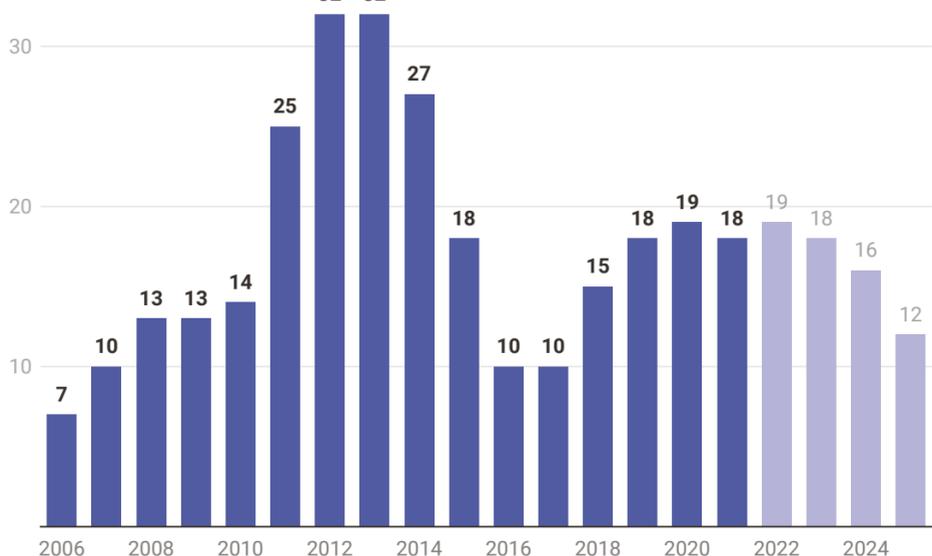
Im Energiebereich braucht es wegen der guten Leitfähigkeit des Metalls immer mehr Kupfer, sowohl für Stromnetze als auch für Windturbinen und Photovoltaikanlagen. Für die Produktion der gleichen Strommenge ist für eine Windturbine neunmal mehr Metall nötig als für ein Erdgaskraftwerk. Laut der Internationalen Energieagentur (IEA) hat der Metallanteil pro zusätzlicher Energiemenge seit 2010 um 50% zugenommen. Gemäss Berechnung von Glencore, die sich auf das Szenario der IEA stützt, werden bis 2030 mehr als 50 Mio. m<sup>3</sup> Kupfer fehlen. Das entspricht fast 17% der bis dann erwarteten Gesamtnachfrage oder 5,6 Mio. m<sup>3</sup> jährlich.

Angesichts der extremen Nachfragesituation ist es angebracht, das Angebot zu erhöhen, also neue Minen zu bauen oder die Kapazitäten bestehender zu erhöhen. Projekte gibt es

### 3) Neue Kupferkapazitäten halten mit Nachfrage nicht Schritt

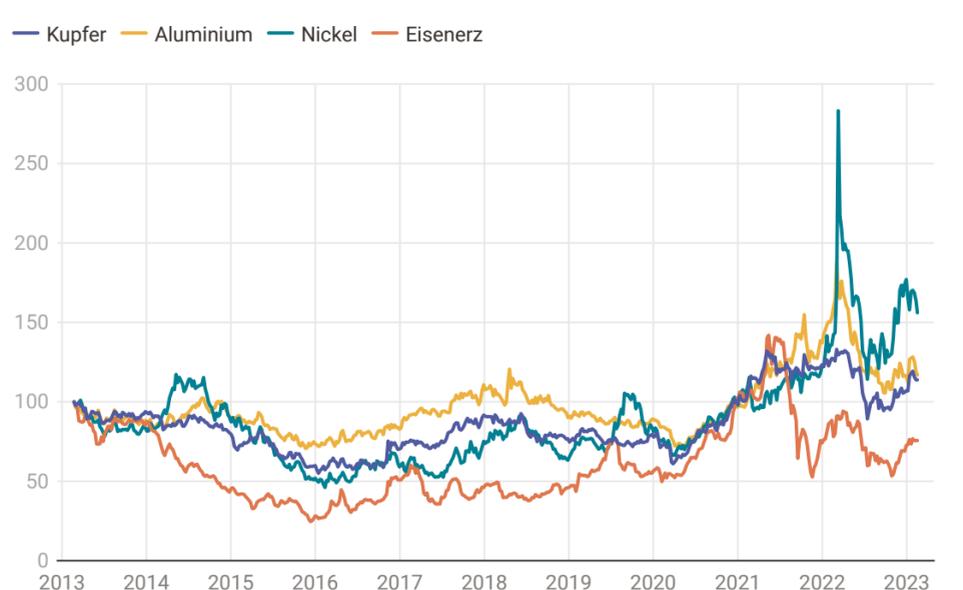
Branchenweite Investitionen in neue Kupfervorkommen in Milliarden Dollar

(Schätzungen ab 2022)



### 4) Kurskapriolen des Metalls Nickel

Preisentwicklung in den vergangenen zehn Jahren, indiziert



genügend; laut Wood Mackenzie haben sie ein Volumen von gesamthaft jährlich 17 Mio. m<sup>3</sup>. Das entspricht ungefähr dem Doppelten dessen, was es für die Erreichung des 1,5-Grad-Ziels brauche, rechnet der Marktexperte vor.

**Zurückhaltende Investitionen**

Doch für die Bergbaukonzerne geht die Rechnung offenbar (noch) nicht auf. Im Nachgang der Globalisierung und des Nachfragebooms aus China ist vor rund zehn Jahren viel Geld in neue Kupferkapazitäten geflossen. Als die Angebots-Nachfrage-Situation kippte und der Kupferpreis sank, gingen auch die Investitionen schlagartig zurück. 2016 und 2017 machten sie weniger als ein Drittel der Ausgaben im Höhepunkt aus. Mittlerweile stecken die Unternehmen wieder mehr Geld in den Ausbau ihrer Kupferaktivitäten. Doch das reicht bei weitem nicht aus, um die erwartete Nachfrage zu befriedigen. Die Investitionen müssten rund doppelt so hoch sein. Diese Zurückhaltung betrifft jedoch nicht nur Kupfer: Laut Experten von S&P Global Market Intelligence werden die Investitionen der Rohstoffbranche von 2002 bis 2026 gesamthaft um fast ein Drittel zurückgehen.

Geprägt von den schmerzhaften Erfahrungen der letzten Baisse verwenden die Unternehmen ihren Cashflow nicht für die Realisierung ihrer Expansionsvorhaben, sondern schütten

die Mittel den Aktionären in Form von höheren Dividenden und Aktienrückkäufen aus. Die Aktien der meisten Bergbauunternehmen zeichnen sich derzeit durch eine überdurchschnittlich generöse Dividendenrendite aus.

«Die Investitionen der Rohstoffbranche gehen um fast ein Drittel zurück»

Doch vielleicht pendeln sich Angebot und Nachfrage trotzdem ein, denn im Rohstoffbereich ist das vorhandene Angebot flexibel. Metall wird nicht einfach verbraucht, sondern kann aufbereitet und mehrmals genutzt werden. Man schätzt, dass sich ungefähr 80% der bisher geförderten Metallmenge nach wie vor im Umlauf befinden. Seit Jahrzehnten werden Metalle recycelt. In der Herstellung von Stahl ist es üblich, einen grossen Teil der verarbeiteten Menge aus Altmetall herzustellen. Finanziell am meisten lohnt sich die Wiederverwertung von Aluminium. Alu lässt sich ohne Qualitätseinbusse fast unendlich viele Male recyceln. Auf diese Weise werden rund 95% der Energie eingespart. In der EU gelangen immerhin rund 70% des Alumi-

niums wieder in den Kreislauf, in den USA ist es nur halb so viel. Je höher die Preise für Energie und Emissionszertifikate sind, desto stärker macht sich der Einsatz von Sekundärmetallen bezahlt.

Die Energiepreishausse hat auch ihr Gutes. Wenn mehr wiederverwertet wird, müssen die Unternehmen weniger für CO<sub>2</sub>-Zertifikate ausgeben, und die Nachfrage nach Primärmetallen sinkt. Wegen strengerer Umweltauflagen und weil es sich finanziell rechnet, werde sich der Anteil von Sekundärmetallen von derzeit gut einem Drittel bis 2050 auf 45% erhöhen, prognostiziert Wood Mackenzie. Bei Kupfer wird derzeit ein Fünftel des Verbrauchs mit aufbereitetem Material gedeckt. Auf diesen Trend sind einige Bergbauunternehmen bereits aufgesprungen. Der schwedische Anbieter Boliden zum Beispiel gilt als führend bei der Wiederverwertung von Elektroschrott, konkret bei der Gewinnung von Zink, Kupfer, Nickel und Blei. Auch Glencore betreibt immer mehr Wiederverwertungsanlagen für Altbatterien und Elektroschrott.

Ganz ohne den Zubau neuer Primärkapazitäten wird es trotzdem nicht gehen, dafür ist der Mehrbedarf zu gross. Das wirkt sich auf die Investitionen der Bergbaukonzerne aus. Sie werden indes erst freigegeben, wenn die Projekte sich rechnen, die Unternehmen also sicher sind, dass die langfristige Preisent-

wicklung in die richtige Richtung geht. Unter Zeitdruck stehen sie nicht. Wenn das Angebot knapp bleibt, verdienen sie einfach mehr aus den bestehenden Produktionskapazitäten. Viele Abnehmer sind zudem bereit, mehr für Metalle zu zahlen. Die Preise für Windturbinen sind in den vergangenen zwei Jahren um gut 40% gestiegen, schreibt die Branchenorganisation WindEurope. Auf die Nachfrage hat das wenig Einfluss, weil ein Grossteil der Kosten durch Subventionen gedeckt ist.

**Analysten bleiben vorsichtig**

Für die Rohstoffunternehmen war die Pandemie eine ausserordentlich lukrative Zeit, die sich nicht wiederholen wird. Das zumindest ist die Erwartung der Analysten. Sie rechnen damit, dass es Jahre dauern wird, bis die 2021 und 2022 erwirtschafteten Rekordgewinne egalisiert werden. Bis Mitte dieses Jahrzehnts prognostizieren sie tendenziell abnehmende Überschüsse.

Noch sprudeln die Gewinne indes, weshalb die Bewertungen der Bergbauaktien nach wie vor bescheiden sind, obwohl sie seit vergangenem Sommer bereits deutlich Boden gutgemacht haben. Der Marktkonsens geht offenbar davon aus, dass sich die Bewertungen durch rückläufige Gewinne normalisieren werden. Das mag sein. Mit Blick auf die erfreulichen Langfristtrends erachtet The Market diese Erwartung jedoch als etwas gar vorsichtig. Investoren, die den typisch flatterhaften Kursverlauf der Rohstofftitel tolerieren, können sie für ein längerfristiges Engagement weiterhin in Betracht ziehen.

**5) Die grössten Bergbauunternehmen**

Quelle: Bloomberg

Unternehmen	Kurs 7.3.23 in \$	Umsatz in Mrd. \$	Börsenkapitalisierung in Mrd. \$	NPV-Verhältnis	KGV 23/24	Dividendenrendite
BHP Group	63.14	65,1	159,9	0,94	10,4/10,9	5,7%
Rio Tinto	71.73	54,7	120,4	0,85	9,9/10,1	6,3%
Vale	16.63	42,6	75,5	0,92	5,9/6,5	2,1%
Glencore	11.54	268,5	72,9	0,84	6,3/7,0	4,3%
Freeport-McMoRan	41.15	22,8	58,9	1,5	22,8/17,6	1,5%
Anglo American	17.10	37,4	41,9	n.v.	6,9/7,0	4,3%

NPV = Net Present Value (Nettokapitalwert, Schätzung BofA); KGV = Kurs-Gewinn-Verhältnis

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y111](https://go.themarket.ch/y111)



Werbung

# IST IHRE APPLE-AKTIE AUCH BIO?

Neu: Erfahren Sie den ESG-Score Ihrer Aktien und investieren Sie in Einklang mit Ihren Werten!

[swissquote.com/esg](https://swissquote.com/esg)



ANALYSE

# Reshoring: Welche Aktien vom Boom der Kapitalinvestitionen profitieren

Der Westen will grosse Teile der Produktionskapazitäten «nach Hause» holen. Der Arbeitskräftemangel macht Anbieter von Automationslösungen zu Nutzniessern. **Von Henning Hölder**

Es sei die Mutter aller Investitionszyklen, die uns bevorstehe, prophezeit Morgan Stanley. Russell Napiers Wortwahl ist etwas nüchterner, aber nicht weniger deutlich: «Wir stehen vor einem Boom in den Kapitalinvestitionen», wie der Marktstrategie im Interview mit The Market sagte. Beide Stimmen spielen auf eine Entwicklung an, die sich manifestiert: die Re-Industrialisierung des Westens.

Mehr als zwei Dekaden haben Unternehmen in Europa und den USA damit verbracht, weite Teile ihrer Produktionskapazitäten in Niedriglohnländern auszulagern. Je kapitalintensiver das Geschäft, desto mehr lohnte es sich, die Produktions- und Lieferketten in Asien zu perfektionieren. Da in den Industriestaaten gleichzeitig der demografiebedingte Arbeitskräfteschwund immer grösser wurde, schlug man so zwei Fliegen mit einer Klappe.

## Pandemie als Einschnitt

Das ging lange gut. Die Auslagerung hat die Margen der Unternehmen kräftig gesteigert und zudem eine gewaltige deflationäre Kraft entfaltet (vgl. Grafik 1). Doch dann kam Corona. Die Pandemie wirbelte die globalen Lieferketten durcheinander und führte den Unternehmen vor Augen, in welches Abhängigkeitsverhältnis man sich begeben hatte. Sich verschärfende geopolitische Spannungen mit China und Russland taten ihr Übriges, um in Wirtschaft und Politik ein Umdenken in Gang zu setzen, aus dem sich einer der spannendsten Investitions-Megatrends der nächsten Jahre entwickeln dürfte: Reshoring.

«Die Pandemie wirbelte die globalen Lieferketten durcheinander»

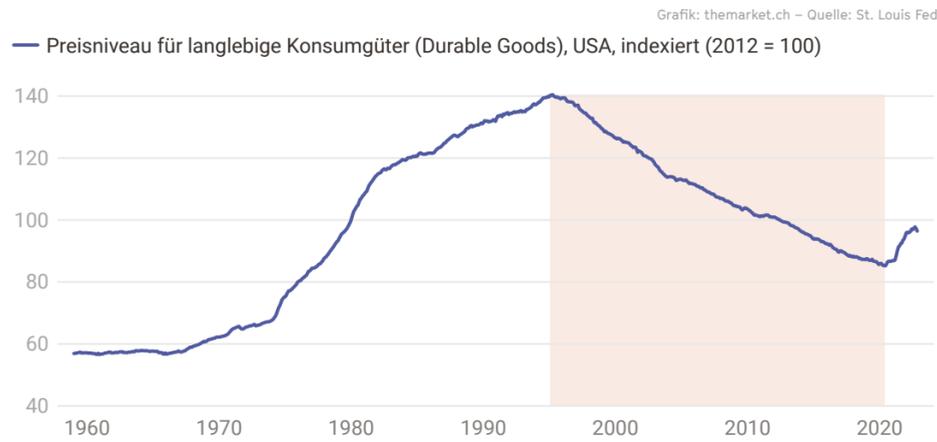
Gemeint ist damit die Rückverlagerung von Produktionsstätten und -ketten aus Schwellenländern in die Industriestaaten, die Kapitalinvestitionen in Milliardenhöhe nötig macht. Wegen des schwindenden Angebots an Arbeitskräften erfordert Reshoring auch und insbesondere massive Investitionen in die Automatisierung von Produktionsprozessen.

## USA preschen vor

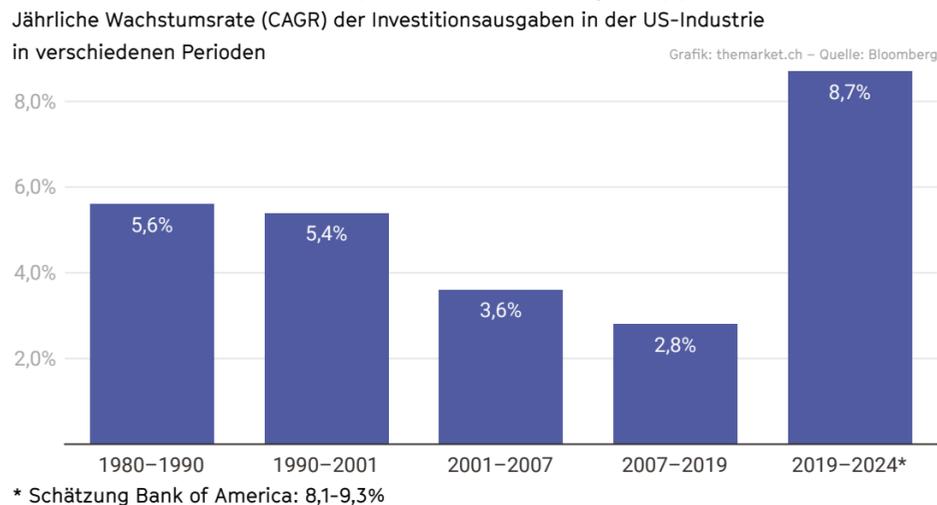
Den Weg dorthin weist die Politik mit massiven Investitionsprogrammen. Die USA nehmen mit dem im vergangenen Sommer verabschiedeten CHIPS and Science Act sowie dem Inflation Reduction Act bis zu 1 Bio. \$ in die Hand, um damit u. a. grosse Teile der Produktionskapazitäten wieder «nach Hause» zu holen. Dies dürfte den seit Jahrzehnten bestehenden Abwärtstrend bei den Kapitalinvestitionen (CapEx) brechen. Zwischen 2007 und 2019 betrug die jährliche CapEx-Wachstumsrate in der US-Industrie laut Bank of America (BoFA) gerade einmal 2,8%, in den zehn Jahren davor waren es noch 3,6%, in den 1990er- und 2000er-Jahren über 5% (vgl. Grafik 2).

Dass dies auf Kosten der US-Produktionskapazitäten ging, lässt sich ablesen am Index US Industrial Production Capacity Manufacturing des Fed, der das Wachstum der Produktionskapazitäten in den USA abbildet. Die Schaffung zusätzlicher Kapazität geht vor

### 1) Der Produktionsstandort China als deflationäre Kraft



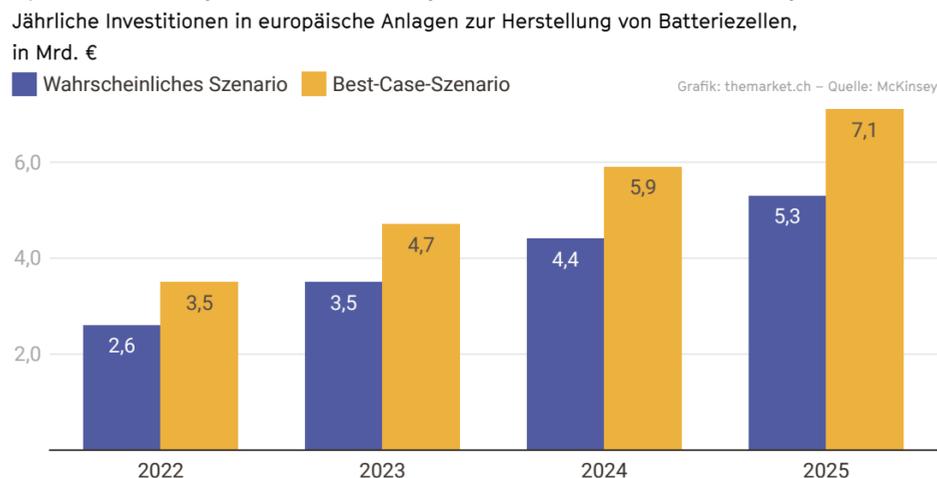
### 2) Abwärtstrend bei US-Kapitalinvestitionen gestoppt?



### 3) Seit 2008 geringerer Ausbau von US-Produktionskapazitäten



### 4) Ausbau europäischer Batterieproduktion bietet Milliardenpotenzial



## In Kürze:

- Die Rückverlagerung macht hohe Investitionen nötig
- Automatisierungslösungen sind besonders gefragt
- Unternehmen in den USA und in Europa profitieren

alles seit den späten 1990er-Jahren zurück, seit der Finanzkrise 2008 fällt das Wachstum sogar regelmässig ins Negative (vgl. Grafik 3).

Doch wegen der Kehrtwende in der Industriepolitik rechnen die BofA-Analysten für 2019 bis 2024 mit einer jährlichen US-CapEx-Wachstumsrate von knapp 9%, wobei der Grossteil des Wachstums in den kommenden beiden Jahren anfallen dürfte. Genaue Prognosen für nach 2024 geben die Analysten nicht ab, betonen aber, dass es sich um einen längerfristigen Trend handelt.

«Die Pläne zum Ausbau europäischer Batteriefabriken sind ambitiös»

Europa zieht mit. Die Europäische Union will im Rahmen ihres European Green Deal in der nächsten Dekade zwischen 500 Mrd. und 1 Bio. € für die Stärkung der Industrie bereitstellen. Hinzu kommen Investitionsprogramme wie der 43 Mrd. € schwere European Chips Act, der die europäische Chipkapazität bis 2030 verdoppeln soll. Auch die Pläne zum Aufbau europäischer Produktionskapazitäten für Batterien sind ambitiös. Um die Nachfrage der Elektroautoindustrie zu bedienen, rechnet die Strategieberatung McKinsey bis 2030 mit Kapitalinvestitionen in Höhe von 100 Mrd. €, ein Grossteil davon soll in neue Produktionsanlagen fliessen (vgl. Grafik 4).

Doch welche Unternehmen profitieren nun von diesem Trend? Arbeitskräftemangel und steigende Inputpreise machen automatisierte Lösungen besonders für produzierende Unternehmen zunehmend attraktiv. Eine immer wichtigere Rolle spielt hier die Digitalisierung und Vernetzung von Produktion und Logistik. Dank digitaler Applikationen und Sensoren werden mehr Produktionsschritte automatisch ausgeführt.

## Komax profitiert

Dieser Trend zeigt sich besonders stark in der Automobilindustrie. Mit der fortschreitenden Elektrifizierung werden in Fahrzeugen immer mehr Kabel verarbeitet, zudem steigert der Trend zur E-Mobilität und zum autonomen Fahren die Anforderungen an die Verkabelung. Grosser Profiteur davon ist Komax. Der führende Hersteller von Maschinen zur Kabelverarbeitung erwirtschaftet 80% seines Umsatzes in der Automobilindustrie.

Auch wenn die Absatzzahlen im Automobilmarkt nachhaltig sinken sollten, profitiert Komax davon, dass Autos immer intelligenter

und elektrischer werden. Zudem ist das Unternehmen Nutzniesser einer zunehmenden Automatisierung in der Industrie, für die es Lösungen anbietet. Obwohl sich die Aktie zuletzt gut entwickelt hat, ist sie noch immer fair bewertet.

## «Als etwas riskantere Wette bietet Bystronic entsprechend mehr Chancen»

Eine etwas riskantere Wette, die entsprechend mehr Chancen bietet, ist Bystronic. Der Spezialist für Blechbearbeitung liefert Automationslösungen, die helfen, Material und Energie zu sparen. 2022 hat das Geschäft unter fehlenden Komponenten, stark steigenden Preisen und knappen Transportkapazitäten gelitten. Zuletzt musste Komax das Erreichen der Ziele verschieben. Doch dank der strukturell wachsenden Nachfrage und mit einem üppigen Liquiditätspolster dürfte sie mittelfristig gestärkt aus der Krise hervorgehen. Die Aktien erfordern jedoch Geduld.

### ABB und Siemens gut positioniert

Beim Thema Automatisierung darf ABB nicht fehlen. Der Industrie- und Technologiekonzern bietet eine breite Palette von Automatisierungs- und Digitalisierungslösungen für unterschiedliche Industriebereiche. Eine unter CEO Björn Rosengren schlanker und dezentraler gewordene Struktur hat die Aktien aus ihrem Seitwärtstrend um die 20 Fr. ausbrechen lassen. Der Grosskonzern ist mit seinen Bereichen Elektrifizierung, Industrieautomation, Antriebstechnik sowie Robotik und Fertigungsautomation eine vergleichs-

### 5) Profiteure eines Investitions- und Automatisierungsbooms

Quelle: Bloomberg

Unternehmen	Land	Marktkapitalisierung in Mrd. \$	KGV 2023	Dividendenrendite in %
ABB	Schweiz	66,4	21	2,7
Ansys	USA	23,5	35	-
Ashtead Group	Vereinigtes Königreich	29,8	18	1,2
Atlas Copco	Schweden	56,8	25	1,8
Bystronic	Schweiz	1,6	42	1,8
Caterpillar	USA	127,0	16	2,0
Eaton Corp	Irland	68,9	21	1,9
Emerson Electric	USA	49,4	22	2,4
Heidelberg Materials	Deutschland	12,9	8	3,8
Holcim	Schweiz	34,0	13	4,0
Interroll	Schweiz	2,8	3	1,1
Kardex	Schweiz	1,5	34	2,4
Kion	Deutschland	5,2	33	0,6
Komax	Schweiz	1,7	26	1,5
PTC	USA	15,8	30	-
Rockwell Automation	USA	33,1	25	1,6
Siemens	Deutschland	132,5	16	2,9
Sika	Schweiz	42,7	35	1,1
United Rentals	USA	31,5	11	1,2

weise konservative Möglichkeit, um auf das Thema Automatisierung zu setzen.

Auch der deutsche Industrieriese Siemens kann punkten – vor allem mit seiner Sparte Digital Industries. Das hochprofitable Segment, das mehr als ein Viertel des Umsatzes ausmacht, bietet Lösungen für die Automatisierung und Digitalisierung in der Fertigung. Zudem spielt die Sparte Smart Infrastructure, die Energiesysteme, Gebäude und Industrien auf intelligente Weise vernetzt, eine immer grössere Rolle. Für beide Segmente hat Siemens zuletzt die Prognosen erhöht.

Der schwedische Industriekonzern Atlas Copco gilt mit seinen Kompressoren, Vakuumpumpen, Generatoren und industriellen Automationssystemen als Goldstandard im

europäischen Industriesektor. Rund 60% seines Betriebsgewinns stammen aus dem Verkauf von Servicedienstleistungen und Verbrauchsmaterial, was verlässliche, konjunkturunabhängige Einnahmen generiert.

In den USA gehört Rockwell Automation zu den Profiteuren der Automatisierung. Das Unternehmen ist führend im Bereich der Technologien für die Bildverarbeitung (maschinelles Sehen) in der industriellen Produktion, bei der analoge Bildinformationen erfasst und in digitale Signale umgewandelt werden. Zudem ist der Konzern mit seinen automatisierten Wafer-Transportlösungen ein wichtiger Player im Aufbau neuer Chipfabriken.

Der Automatisierungstrend hält auch in der Intralogistik an. Interroll und Kardex bie-

ten Produkte und Dienstleistungen, die den logistischen Prozess in Produktions- und Vertriebszentren effizienter machen. Während Interroll vor allem auf Komponenten wie Förderrollen und Antriebe sowie Sortier-elemente für Lager- und Materialflusssysteme spezialisiert ist, liefert Kardex ganze automatisierte Lagersysteme. Die Bilanzen beider Unternehmen sind einwandfrei.

Von der Digitalisierung in der Intralogistik dürfte auch die deutsche Kion profitieren. Die Frankfurter decken ein breites Spektrum an Produkten für den Materialtransport in Distributionszentren ab und sind die globale Nummer eins für softwaregesteuerte Automatisierungssysteme bei der Optimierung von Lieferketten. Im vergangenen Herbst tauchten die Aktien, weil der Gewinnrückgang auch auf Schwachstellen in den internen Prozessen zurückgeführt wurde. Das Management verspricht Besserung: ein spannender Turnaround-Kandidat.

### Langfristige Perspektive gefragt

Da viele der genannten Unternehmen stark von der Konjunktur abhängig sind, sollten Anlegerinnen und Anleger bei einer allfälligen Investition eine langfristige Perspektive einnehmen. Rutschen Europa oder die USA doch noch in eine Rezession, dürften viele der Titel erneut unter Druck kommen, nachdem sie schon 2022 zum Teil deutlich verloren haben. Mit Blick auf die lange Frist ergäbe dies jedoch eine attraktive Kaufgelegenheit.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y113](https://go.themarket.ch/y113)



### PUBLIREPORTAGE

## Space Economy: Ein Anlagethema mit Langzeitperspektive

Ein halbes Jahrhundert nach der letzten Mondlandung drängt es die Menschheit wieder auf den Erdtrabanten. Gemeinsam arbeiten die USA und Europa an einer Rückkehr und haben dabei bereits den Trip zum Mars im Kopf. Ein neuer Index eröffnet Investoren den Zugang in die aussichtsreiche Weltraumwirtschaft.

Momentan scheinen zwei Faktoren die Aktienmärkte fest im Griff zu haben: Neben der Inflation beschäftigt die Geldpolitik viele Investoren. Angesichts der hierzu permanent über die Ticker laufenden Meldungen ist es alles andere als leicht, das grosse Bild im Blick zu behalten. Doch ungeachtet der aktuellen Geschehnisse gibt es Anlagethemen, die langfristig gelten. UBS CIO GWM hat hierfür eine eigene Analyseserie aufgesetzt. Unter dem Motto «Longer Term Investments» (LTI) widmen sich die Experten Themen, welche auf dauerhaften und strukturellen Entwicklungen basieren. Bereits vor fünf Jahren hat UBS CIO GWM in diesem Format das Thema Space Economy aufgegriffen.

Trotz Corona-Pandemie, Ukraine-Krieg und der eingangs skizzierten Inflations- und Zinsentwicklung hat die Weltraumwirtschaft nichts an ihrem Reiz verloren. Laut UBS CIO GWM schnitt das Thema im vergangenen Jahr deutlich besser ab als eine für dieses LTI eigens aufgesetzte Benchmark. Die Analysten führen die Outperformance einerseits darauf zurück, dass die Politik in Zeiten geopolitischer Verwerfungen ein stärkeres Augenmerk auf Sicherheit und Verteidigung richtet. Gleichzeitig sei die Space Economy relativ unabhängig von der makroökonomischen Grosswetterlage. Dadurch könnten die kurzfristigen Marktturbulenzen dem Thema nicht so viel anhaben. Nach Ansicht von CIO GWM dürfte sich daran 2023 wenig ändern.<sup>1</sup>

### Gemeinsam zum Mond

Für zusätzliche Aufmerksamkeit sorgen spektakuläre Missionen. Am 16. November 2022 hat das Raumschiff Orion vom Kennedy Space Center in Florida

abgehoben und damit die Artemis I-Mission der US-Weltraumagentur NASA auf den Weg gebracht. Gut 25 Tage später und nach 1.4 Millionen zurückgelegten Meilen kehrte die Rakete am 11. Dezember 2022 per «Splashdown» im Pazifik auf die Erde zurück. Der Anfang für eine neue Reise zum Mond war gemacht.<sup>2</sup> Seit der Apollo 17-Mission im Dezember 1972 hat kein Mensch mehr den Erdtrabanten betreten.

Geht es nach der NASA, soll sich das bald ändern. Im kommenden Jahr möchte die Agentur Artemis II starten. Dann wird eine vierköpfige Crew mit auf eine zehntägige Reise gehen und den Mond umrunden. Ihr Flug dient der Vorbereitung von Artemis III – diese Tour sieht eine Landung auf dem Erdtrabanten vor.<sup>3</sup> Die NASA denkt noch viel weiter: Artemis soll helfen, einen für lange Zeit nicht möglich gehaltenen Trip zu planen, den Flug eines Menschen zum Mars.<sup>4</sup>

Die Europäer sind mit an Bord. Als zentrales Element des Artemis-Programms gilt das Europäische Servicemodul (ESM). Es befördert die Orion-Kapsel in eine Umlaufbahn um den Mond. Zum Start ist das zylinderförmige Flugobjekt, beladen mit Treibstoff für die zwei Haupttriebwerke sowie Sauerstoff und Wasser für die Crew, mehr als 13 Tonnen schwer. Nachdem das Crewmodul abgekoppelt ist und den Mond ansteuert, verfliegt das vorwiegend in Deutschland gebaut ESM in der Erdatmosphäre.<sup>5</sup>

Artemis ist nur ein Beispiel für die grossen Weltraum-Ambitionen der Europäer. Im vergangenen Herbst haben die 22 Mitgliedsländer der European Space Agency (ESA) eine Budgeterhöhung um 17 Prozent genehmigt. Neben einer schnellen und verlässlichen Krisenintervention verspricht sich die Politik von diesen Mitteln eine

sicherere Kommunikation und Schifffahrt sowie die Überwachung und Eindämmung des Klimawandels. Allein für das Erdbeobachtungsprogramm der ESA haben die zuständigen Minister 2.7 Milliarden Euro frei gegeben.<sup>6</sup>

### Neuer Börsengradmesser

Die Europäische Weltraumagentur war auch an der Entwicklung eines neuen Aktiengradmessers beteiligt. Gemeinsam mit der Europäischen Kommission, Promus Ventures und Euronext wurde Anfang Jahr der Euronext Helios Space Index lanciert. Er soll die Börsenperformance von Unternehmen abbilden, die auf dem alten Kontinent beheimatet und in der Weltraumwirtschaft aktiv sind. In Frage kommen auch internationale Firmen, die von der Förderung dieser Thematik durch die EU profitieren. Die Initiatoren erachten den Sektor als einen wichtigen Innovationstreiber. Mit Hilfe des neuen Index soll die Visibilität erhöht und gleichzeitig ein Zugang für Investoren geöffnet werden.

Generell unterscheidet die Indexmethodik zwischen zwei Bereichen. Einerseits kommen Unternehmen aus dem Upstream-Segment für die Aufnahme in Frage. Hierbei handelt es sich um die Entwickler und Hersteller von Raumfahrtssystemen sowie den zugehörigen Trägerraketen. Dienstleister auf dem Boden wie beispielsweise die Programmierer der Software für Basisstationen zählen ebenfalls zur Upstream-Abteilung. Ausserdem sucht der Index im Downstream-Segment nach passenden Aktien. Hier handelt es sich überwiegend um Kommunikations-, Navigations- und Satellitenunternehmen.

Neben diesen, von der ESA überprüften Prämissen sieht der Auswahlprozess für den Euronext Helios

Space Index auch quantitative Hürden vor. Aktien, deren durchschnittliches tägliches Handelsvolumen über einen Zeitraum von drei Monaten weniger als zwei Millionen Euro beträgt, bleiben aussen vor. Gleiches gilt für Titel, die bei der Marktkapitalisierung unter der Marke von 200 Millionen Euro stehen. Alle Unternehmen, die es in den Index schaffen, werden nach ihrem Freefloat-Börsenwert gewichtet. Der Anteil einer Aktie ist auf maximal zehn Prozent begrenzt.

### Eine diversifizierte Auswahl

In der Startaufstellung des Euronext Helios Space Index sind 30 Titel enthalten. Zu den Schwergewichten zählt Airbus. Aus gutem Grund: Der Konzern ist ein wichtiger Spieler in der europäischen Raumfahrt. Beispielsweise steht Airbus an der Spitze eines Konsortiums, welches von der ESA mit dem Bau des ESM beauftragt wurde. Am Standort Bremen läuft mittlerweile die Serienfertigung des Servicemoduls. Dabei werden insgesamt 22'000 Komponenten in Reinräumen endmontiert. Die ersten beiden ESMs wurden bereits für das Artemis-Programm an die NASA übergeben.<sup>7</sup>

Neben dem breit aufgestellten Luft- und Raumfahrtkonzern enthält der neue Index auch Triebwerkshersteller, beispielsweise MTU Aero Engines oder Rolls-Royce. Hinzu kommen Satellitenbetreiber wie Eutelsat oder Sicherheitsspezialisten vom Format der britischen Qinetiq – um nur einige Beispiele zu nennen. UBS macht den Euronext Helios Space Index mit einem Open-End Tracker-Zertifikat (Symbol: SPACEU) investierbar. Beim Tracker profitieren Anleger auch von der Ausschüttungspolitik der im Basiswert enthaltenen Konzerne. Dividenden werden netto in den Index reinves-



**Jérôme Allet**  
Head Public Distribution  
Switzerland – UBS IB  
Global Markets Equity Derivatives

Jérôme Allet begann seine berufliche Laufbahn 2011 bei der UBS Investment Bank im Bereich Global Equity Derivatives. 2017 übernahm er die Position des Head Public Distribution Schweiz mit Verantwortung für den öffentlichen Vertrieb von strukturierten Hebel- und Anlageprodukten. Zusätzlich ist er für White Labelling-Lösungen im Bereich Hebelprodukte für Europa zuständig. Allet ist Mitglied der Arbeitsgruppe «Standards» des Schweizerischen Verbands für Strukturierte Produkte.

tiert. Die Managementgebühr für das Zertifikat beträgt 0.50 Prozent pro Jahr. Bitte beachten Sie, dass kein Kapital-schutz besteht. Zudem muss – wie immer bei strukturierten Produkten – das Emittentenrisiko berücksichtigt werden. Das Produkt steht bis zum 5. April 2023 in der Zeichnung und zieht eine Woche später in den Handel an der SIX Swiss Exchange ein.

Quellen:  
1) UBS Chief Investment Office GWM, Space economy CIO View, 10.01.2023  
2) [www.nasa.gov/artemis-1](https://www.nasa.gov/artemis-1)  
3) [www.nasa.gov/image-feature/artemis-ii-map](https://www.nasa.gov/image-feature/artemis-ii-map)  
4) [www.nasa.gov/topics/moon-to-mars/overview](https://www.nasa.gov/topics/moon-to-mars/overview)  
5) [www.dlr.de/content/de/artikel/missionen-projekte/artemis-i-mare/esm.html](https://www.dlr.de/content/de/artikel/missionen-projekte/artemis-i-mare/esm.html)  
6) ESA, Medienmitteilung, 23.11.2022  
7) Airbus, Medienmitteilung, 09.02.2023

ANALYSE

# Umbruch im Halbleitersektor

Künstliche Intelligenz ist in der Tech-Industrie das Thema der Stunde. Der Bedarf an Rechenkapazität steigt rasant, was die Nachfrage nach immer schnelleren Halbleitern antreibt. Diese Trends werden die Branche in den nächsten Jahren prägen. **Von Christoph Gisiger**

Das Buzzword im Tech-Sektor lautet gegenwärtig «AI». Künstliche Intelligenz und selbstlernende Softwareprogramme wie ChatGPT regen an der Börse die Fantasie an. Aus einer Investmentperspektive bleibt AI vorerst ein schwierig fassbares Thema. Wer die Gewinner sein werden, lässt sich kaum abschätzen. Klar ist jedoch, dass Branchenriesen wie Alphabet, Amazon, Meta Platforms und Microsoft schon seit einiger Zeit massiv in Rechenkapazitäten investieren.

Davon zeugen die steigenden Kapitalausgaben für Datacenter. Amazon beispielsweise überraschte vor einem Jahr mit der Aussage, dass 40% des konzernweiten CapEx von 61 Mrd. \$ auf die Cloud-Tochter AWS entfallen. Auch die chinesischen Internetgiganten Alibaba, Tencent und Baidu investieren bedeutende Summen in das technologische Wettrennen (vgl. Grafik 1).

## «Chips sind Motoren, die Grossrechner für künstliche Intelligenz antreiben»

Der finanzielle Aufwand zum Training und Unterhalt von AI-Algorithmen ist beträchtlich. Sam Altman, Mitbegründer und CEO des Start-up OpenAI, das hinter ChatGPT steht, sagt dazu, dass ihm die «Rechenkosten Tränen in die Augen treiben». Angeblich belaufen sich die Ausgaben für den Textroboter auf 100'000 \$ pro Tag. Schätzungen des Researchdiensts SemiAnalysis beziffern sie sogar auf 700'000 \$.

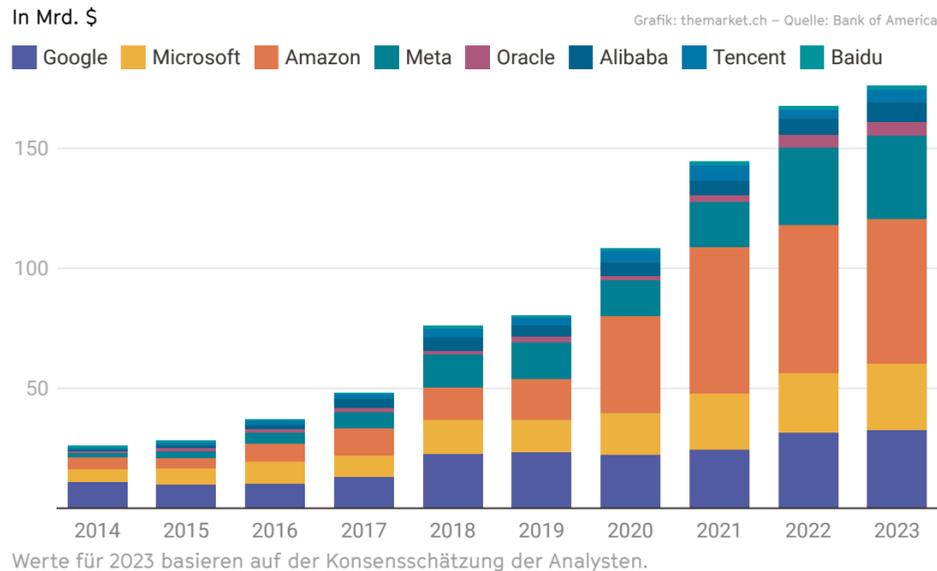
Computerchips sind die Motoren, die Grossrechner für künstliche Intelligenz und verwandte Anwendungen wie Cloud Computing antreiben. Dadurch ergeben sich für die Halbleiterbranche Chancen, aber auch Herausforderungen. Sundar Pichai, CEO von Alphabet, drückt es so aus: «Der Umfang der anspruchsvollsten AI-Berechnungen verdoppelt sich alle sechs Monate, was die Geschwindigkeit von Moore's Law bei weitem übertrifft.»

### Rennen um die schnellsten Chips

Das Moore'sche Gesetz ist der Grundpfeiler der Halbleiterindustrie. Es ist nach Intel-Mitbegründer Gordon Moore benannt, der es 1965 erstmals wie folgt formulierte: Die Anzahl Transistoren auf einem Chip verdoppelt sich etwa alle zwei Jahre. Dieser rasante Fortschritt in der Miniaturisierung bedeutet, dass die Rechenkapazität der schnellsten Halbleiter in ungefähr gleicher Kadenz zunimmt. Doch das wirft immer wieder Fragen auf, wie lange dieses halsbrecherische Tempo noch aufrechterhalten werden kann - gerade heute.

Die Meinungen dazu gehen auseinander. Philip Wong, Research-Chef bei der taiwanischen Chipschmiede TSMC, zum Beispiel demütiert den möglichen Tod von Moore's Law vehement. Seiner Meinung nach ist das Gesetz gesund und munter. Intel-CEO Pat Gelsinger behauptet sogar, dass die Geschwindigkeit des technologischen Fortschritts in der nächsten Dekade steigt. Andere Exponenten der Branche sind gegenteiliger Ansicht. Jensen Huang, Gründer und CEO von Nvidia, ruft seit mehreren Jahren das Ende des Gesetzes aus, zuletzt am Investorentag des Konzerns von Ende September.

### 1) Kapitalinvestitionen führender Tech-Konzerne



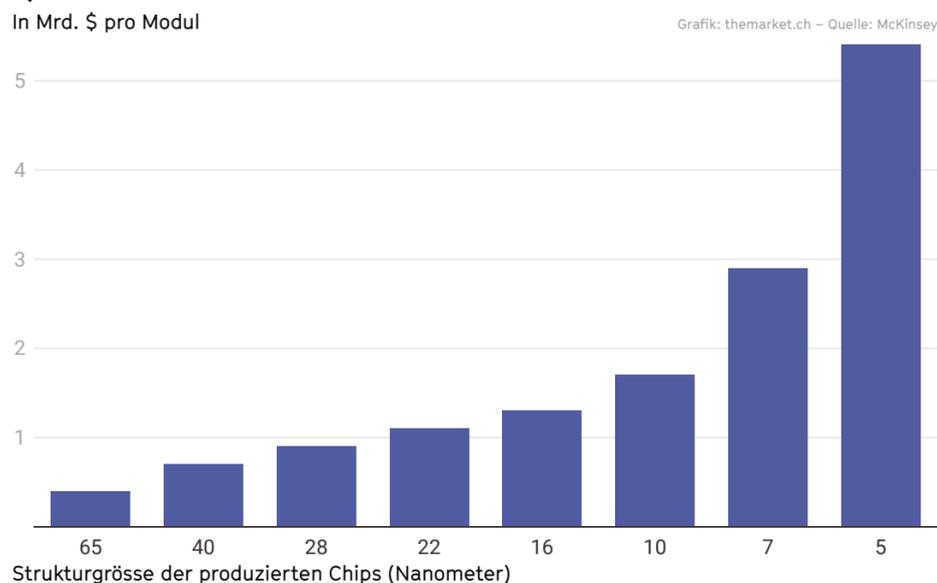
### 2) Fabrikationskosten mit modernster Prozesstechnologie

Berechnet auf Basis der Jahresproduktion

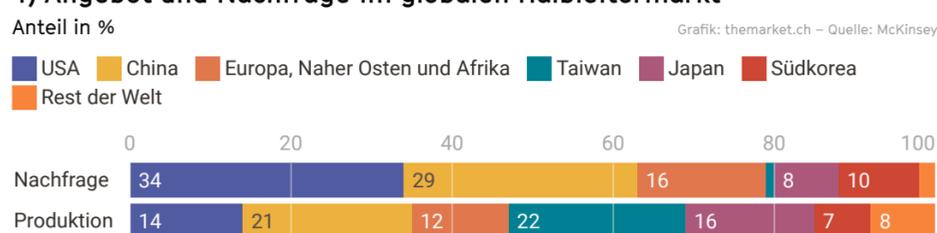
Grafik: themarket.ch - Quelle: Electronics Weekly

Strukturgrösse (Nanometer)	Beginn der Massenproduktion	Kapitalinvestitionen pro Wafer (1000 \$)
90	2004 Q4	4,6
65	2006 Q4	5,5
40	2009 Q1	6,4
28	2011 Q4	8,1
20	2014 Q3	10,4
16/12	2015 Q3	11,2
10	2017 Q2	13,2
7	2018 Q3	14,3
5	2020 Q1	16,7

### 3) Baukosten für Halbleiterfabriken



### 4) Angebot und Nachfrage im globalen Halbleitermarkt



#### In Kürze:

- Die wirtschaftliche Bedeutung von Halbleitern nimmt zu
- Chips werden zum Schlüsselfaktor im globalen Wettbewerb
- Die Korrektur an der Börse eröffnet Chancen

Die kleinste Strukturgrösse in der Massenproduktion von Chips sind derzeit 5 Nanometer. Zum Vergleich: Ein menschliches Haar ist ungefähr 80'000 bis 100'000 Nanometer breit. TSMC arbeitet als Technologieführer daran, den nächsten Produktionsprozess mit 3 Nanometern hochzufahren. Mit einem nennenswerten Umsatz wird ab 2024 gerechnet. Entscheidend ist, dass die Produktionskosten pro Transistor zunehmen. Die Gesetze der Physik werden zusehends ausgereizt, womit das Verhältnis von Aufwand und Ertrag sinkt. Anders gesagt: Die Halbleiterindustrie muss immer härter arbeiten, um die Performance im bisherigen Tempo zu steigern.

## «Die Branche muss immer härter arbeiten, um die Performance zu steigern»

Die Kapitalinvestitionen zur Herstellung von 5-Nanometer-Chips betragen rund 16'700 \$ pro Wafer (vgl. Grafik 2). In ähnlicher Kadenz steigen die Kosten für das Design von Halbleitern. Das impliziert, dass der Bau von Halbleiterfabriken laufend teurer wird. Nach Schätzungen des Unternehmensberaters McKinsey belaufen sich die Kosten für eine Produktionsanlage, die Chips mit einer Strukturgrösse von 5 Nanometern herstellen kann, auf über 5 Mrd. \$ pro Modul, wobei ein Werk meistens aus mehreren Modulen besteht (vgl. Grafik 3).

Eine Schlüsselrolle für die weitere Gültigkeit von Moore's Law spielen die Lithographie-maschinen des niederländischen Equipmentherstellers ASML. Die nächste Generation dieser Systeme soll ab der zweiten Hälfte dieses Jahrzehnts kommerziell zum Einsatz kommen. Zum geschätzten Kostenpunkt von 320 Mio. \$ pro Apparat dürfte auch dieser Prozess rund doppelt so teuer werden wie das aktuell modernste Verfahren. Experimentiert wird zudem mit neuen Materialien und Chiparchitekturen. Bis zur kommerziellen Reife solcher Projekte dürfte es allerdings noch viele Jahre dauern. Ausser in der Biotech- und Pharmaindustrie wird heute in keiner anderen Branche mehr in die Forschung und Entwicklung investiert als im Halbleitersektor.

### Halbleiter als strategisches Gut

Mit den steigenden Anforderungen an die Rechenleistung werden Halbleiter bei vielen Endprodukten zu einem entscheidenden Faktor für die Wettbewerbsfähigkeit. Aus diesem Grund lassen sich immer mehr Unternehmen massgeschneiderte Chips fertigen, um sich gegenüber der Konkurrenz einen strategischen Vorteil zu verschaffen.

Das Paradebeispiel für diesen Trend ist der TSMC-Grosskunde Apple. Der iPhone-Konzern sicherte sich bereits 2008 mit der Übernahme des kleinen Designers P.A. Semi wertvolles Know-how zur Fertigung eigener Chips. Der Deal sorgte damals kaum für Schlagzeilen, doch heute hat Apple eines der besten Design-Teams in der Halbleiterindustrie. Seit 2010 stützt der Tech-Riese seine Geräte mit selbst konzipierten Rechenprozessoren aus. Apples A16-Chipsystem für die neueste iPhone-Generation ist mit 16 Mrd. Transistoren ausgestattet und arbeitet nach eigenen Angaben rund 40% schneller als das nächstbeste Konkurrenzprodukt.

## «Tech-Konzerne setzen auf strategische Vorteile durch eigene Chips»

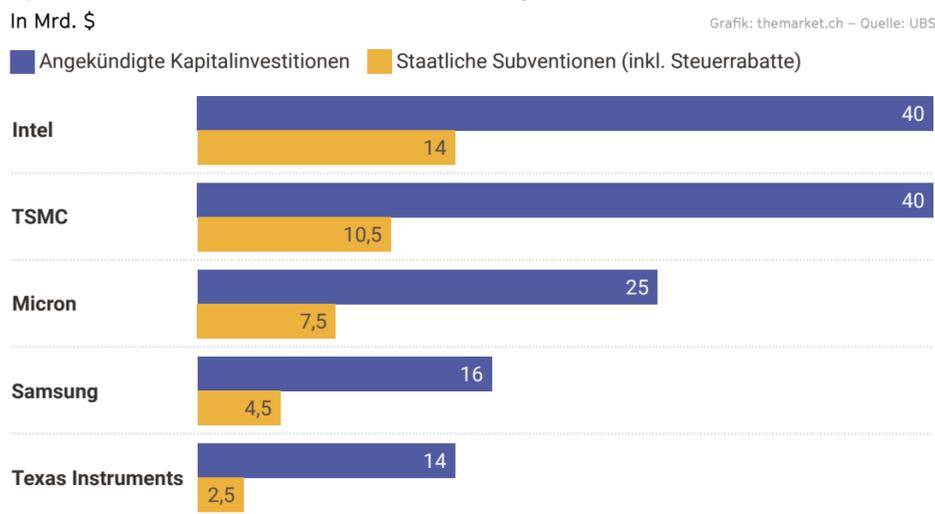
Der grosse Vorteil für Apple ist, dass die eigenen Chips auf das iOS-Betriebssystem und andere iPhone-Komponenten wie Display und Kamera optimal abgestimmt sind. Auch verbrauchen sie weniger Strom, was das Produkterlebnis ebenso verbessert und sich in den Zahlen zeigt: Mit 18% aller verkauften Geräte ist Apples Anteil am Smartphone-Markt 2022 gemäss dem Researchhaus Counterpoint auf ein Rekordniveau gestiegen. Noch eindrücklicher sind die Zahlen, wenn man den Markt genauer betrachtet. Im Segment für Premium-Geräte ab einem Preis von über 400 \$ beträgt Apples Anteil 60%. Ab einem Preis von 1000 \$ sind es fast 80%. Als Konsequenz davon hat der Konzern letztes Jahr knapp 50% des gesamten Umsatzes im globalen Smartphone-Geschäft erwirtschaftet. Beim operativen Gewinn sind es 85%.

Andere grosse Tech-Konzerne setzen ebenfalls auf strategische Vorteile durch eigene Chips. Alphabet beispielsweise optimiert mit hauseigenem Silizium die Rechenarbeit für künstliche Intelligenz, YouTube und andere Anwendungen. Amazon nutzt als Branchenleader im Cloud-Geschäft die selbst entwickelten Graviton-Prozessoren. Inzwischen konzipieren auch Autokonzerne wie Tesla und Ford eigene Halbleiter. Der Landmaschinenhersteller John Deere hat bereits 2017 die AI-Firma Blue River Technology für gut 300 Mio. \$ gekauft und arbeitet ebenfalls am Design von Chips. Telecom-Kolosse wie China Mobile, SK Telecom aus Südkorea und NTT DoCoMo aus Japan investieren in ähnliche Projekte. Selbst kleinere Unternehmen sehen einen strategischen Nutzen in Chips, die auf ihre spezifischen Bedürfnisse optimiert sind. Ein Beispiel dafür ist TP-Link Technologies, ein Hersteller von WiFi-Router-Geräten mit Sitz in Hongkong und Shenzhen.

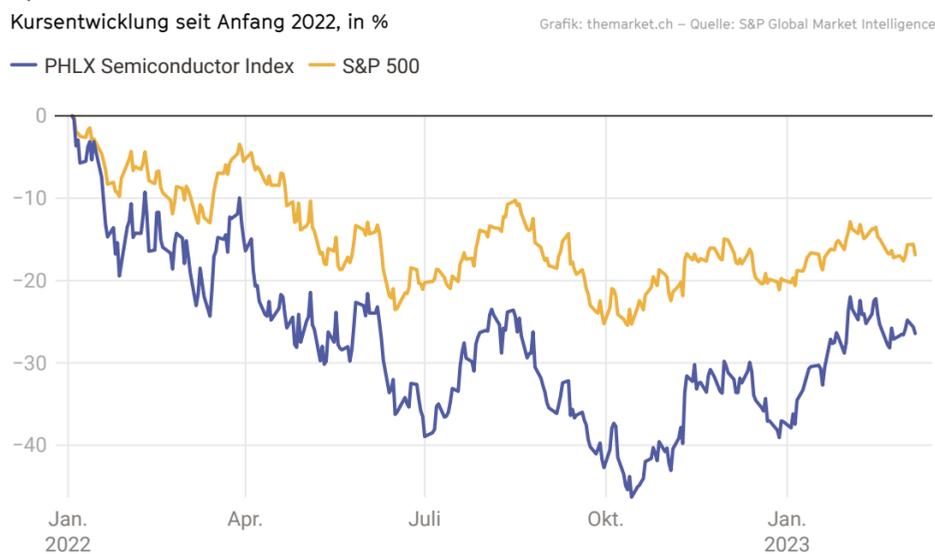
### Geopolitisches Wettrüsten

In wenigen Branchen sind die Lieferketten so stark globalisiert wie in der Halbleiterindustrie. Ein typischer Chip wird in den USA konzipiert, benötigt Materialien und Maschinen zur Fertigung aus Japan, den Niederlanden

### 5) Pläne zum Ausbau der Produktionskapazität in den USA



### 6) PHLX Semiconductor Index



und Südkorea, wird in Taiwan produziert, in Malaysia in ein Gehäuse verpackt, in China in ein Endgerät wie ein Smartphone oder ein Notebook eingesetzt, das schliesslich in den USA oder in Europa verkauft wird.

## «Die Abhängigkeit von Standorten in der Einflussphäre Pekings wird als Risiko erachtet»

Die Engpässe im Nachgang der Pandemie haben gezeigt, wie anfällig dieses feine Netz für Störungen ist. Die Produktionsschwierigkeiten in der Autoindustrie lösen sich erst jetzt auf. Zugleich nehmen Spannungen mit China zu. Die Abhängigkeit von Standorten in der Einflussphäre Pekings wird deshalb zusehends als Risiko erachtet (vgl. Grafik 4).

Südkorea kommt mit den Schwergewichten Samsung Electronics und SK Hynix für 40% der globalen Produktionskapazität für Speicherchips auf. In Taiwan befinden sich

knapp 30% der Fertigungskapazität für Halbleiter, die nicht zum Memory-Segment gehören. TSMC und Samsung sind gegenwärtig die einzigen zwei Unternehmen weltweit, die den modernsten Fabrikationsprozess beherrschen. Vor diesem Hintergrund gewinnt Industriepolitik in Washington und Brüssel an Unterstützung. Der US-Kongress hat im vergangenen Sommer mit dem CHIPS Act ein Paket von 54 Mrd. \$ zur Förderung der heimischen Halbleiterproduktion verabschiedet. In der EU sind vergleichbare Massnahmen im Umfang von 43 Mrd. \$ angedacht.

Strukturelle Trends wie Reshoring, Nearshoring und Friendshoring bringen damit einen weiteren Umbruch im Halbleitersektor mit sich. Am Standort Amerika sind Projekte zum Ausbau der Fertigungskapazität von 220 bis 260 Mrd. \$ in Planung. Blickt man auf die Investitionspläne, findet seit rund zwei Jahren ein fundamentales Umdenken im Sektor statt. Die ersten Grossprojekte zum Bau neuer Chipfabriken wurden 2020 gestartet und werden nächstes Jahr fertiggestellt sein. Intel und TSMC budgetieren jeweils 40 Mrd. \$ an Investitionen zum Ausbau der Produktionskapazität in den USA. Beim Speicherchip-Hersteller Micron Technology sind es rund 25 Mrd. \$, bei Samsung 16 Mrd. \$ und bei Texas Instruments 14 Mrd. \$ (vgl. Grafik 5).

Trotz dieser bedeutenden Investments wird Asien auf absehbare Zeit das Produktionszentrum der Halbleiterindustrie bleiben. Die Mentalität ändert sich jedoch selbst am Sitz von TSMC. Der Konzern investierte bisher ausserhalb von Taiwan prinzipiell nicht in bedeutende Kapazitäten und in die neueste Technologie. Umso mehr überrascht, dass er Ende Dezember einen massiven Ausbau seines Projekts in Arizona angekündigt hat. Der Standort in der Nähe von Phoenix soll nicht nur nennenswerte Volumen produzieren, sondern auch technologisch nur knapp hinter den modernsten TSMC-Werken in Taiwan zurückliegen. Der überraschende Gesinnungswandel liegt wohl nicht zuletzt an steuerlichen Anreizen und dem Druck von Apple als wichtigstem Kunden, der seine Lieferketten geografisch diversifizieren will.

### Chancen im nächsten Zyklus

Für Investorinnen und Investoren spielen sich diese fundamentalen Trends zu einem spannenden Zeitpunkt ab. Nach einem gewaltigen Boom hat sich die Nachfrage nach Halbleitern seit letztem Sommer rasch abgekühlt. Nachdem der globale Umsatz 2021 um 26% gestiegen war, hat letztes Jahr eine Zunahme von bloss noch 3% resultiert. Gemäss den neuesten Daten hat sich die rückläufige Entwicklung im Januar akzentuiert. Der weltweite Umsatz sank um 20% im Vorjahresvergleich. Im besonders volatilen Segment Speicherchips brach der Verkauf fast 60% ein.

Die Frage lautet somit, wann der Zyklus wieder nach oben dreht. Halbleiteraktien werden den Boden geraume Zeit vorher antizipieren oder machen das möglicherweise bereits: Der PHLX Semiconductor Index mit dreissig führenden Konzernen hat seit dem Tief von Mitte Oktober rund 40% gewonnen (vgl. Grafik 6). Manche Titel wie Nvidia, ASML, Lam Research oder AMD verzeichnen Avancen von 50 bis 100%. An der Schweizer Börse haben die Zulieferer VAT Group, Comet und Inficon 30 bis 50% gutgemacht.

Wie sich bei den Quartalsabschlüssen herauskristallisiert hat, rechnen die meisten Unternehmen mit einer Aufhellung im zweiten Halbjahr. Erfahrungsgemäss ist ihre Visibilität indes ausgesprochen gering. Prognosen einer Erholung im späteren Jahresverlauf basieren damit primär auf dem Prinzip Hoffnung. Ein Segment, das relativ bald einen Boden finden könnte, sind Mobilfunkchips. Es dürfte unter anderem von einer Belebung des Schlüsselmarkts China profitieren. Als Branchenleader ist Qualcomm attraktiv für eine Revitalisierung der Nachfrage positioniert. Die Aktien sind günstig bewertet und zahlen eine anständige Dividende von 2,6%.

Signale für eine Stabilisierung könnten im zweiten oder dritten Quartal auch im Markt für PC- und Notebook-Geräte aufleuchten. Das spricht für Intel und AMD, die in diesem Segment einen bedeutenden Teil der Einnahmen erwirtschaften. Viel Kurspotenzial steckt in Intel, wenn ein Comeback gelingt. Der Konzern befindet sich jedoch in einer existenziell bedrohlichen Lage, weshalb Investments enorm riskant sind. Vor wenigen Wochen musste er die Dividende um zwei Drittel kürzen. Sie bewegt sich nun auf dem niedrigsten Stand seit 2008.

Demgegenüber ist der Abschwung in Endmärkten wie der Industrie und der Autobranche noch nicht weit fortgeschritten. Die Aktien bedeutender Hersteller wie Analog Devices, ON Semiconductor oder STMicroelectronics bewegen sich nahe dem Rekordhoch. Auch die Titel von Texas Instruments haben in diesem Zyklus bislang kaum Einbussen erlitten. Wir raten deshalb speziell in diesem Segment zu Vorsicht.

### Kennzahlen führender Konzerne aus der Halbleiterindustrie

Quelle: S&P Global Market Intelligence

Unternehmen	Land	Börsenwert (Mrd. \$)	Umsatz (Mrd. \$)	Ebitda-Marge	Umsatz-Multiple	Ebitda-Multiple	KGV	Rendite
Nvidia	USA	566	27	26,4%	19,0	57,9	52	0,1%
TSMC	Taiwan	433	74	68,5%	5,5	8,1	15	2,1%
Samsung Electronics	Südkorea	304	230	27,3%	1,1	5,5	28	2,4%
Broadcom	USA	256	34	58,1%	7,9	12,4	15	3,0%
ASML	Niederlande	243	23	33,0%	8,5	24,4	31	1,0%
Texas Instruments	USA	156	20	55,0%	8,5	16,4	23	2,9%
AMD	USA	133	24	19,9%	5,5	16,7	27	-
Qualcomm	USA	128	43	37,9%	3,4	9,0	11	2,6%
Intel	USA	113	63	24,4%	2,5	12,7	52	1,9%
Applied Materials	USA	97	26	31,5%	4,2	14,3	18	0,9%
Analog Devices	USA	92	13	52,2%	7,7	14,9	17	1,9%

Umsatz und Ebitda-Marge beziehen sich auf 2022; Umsatz- und Ebitda-Multiple zeigen das Verhältnis zum Unternehmenswert und basieren auf Prognosen für 2023; KGV zeigt das Verhältnis des Aktienkurses zum erwarteten Gewinn für 2023.

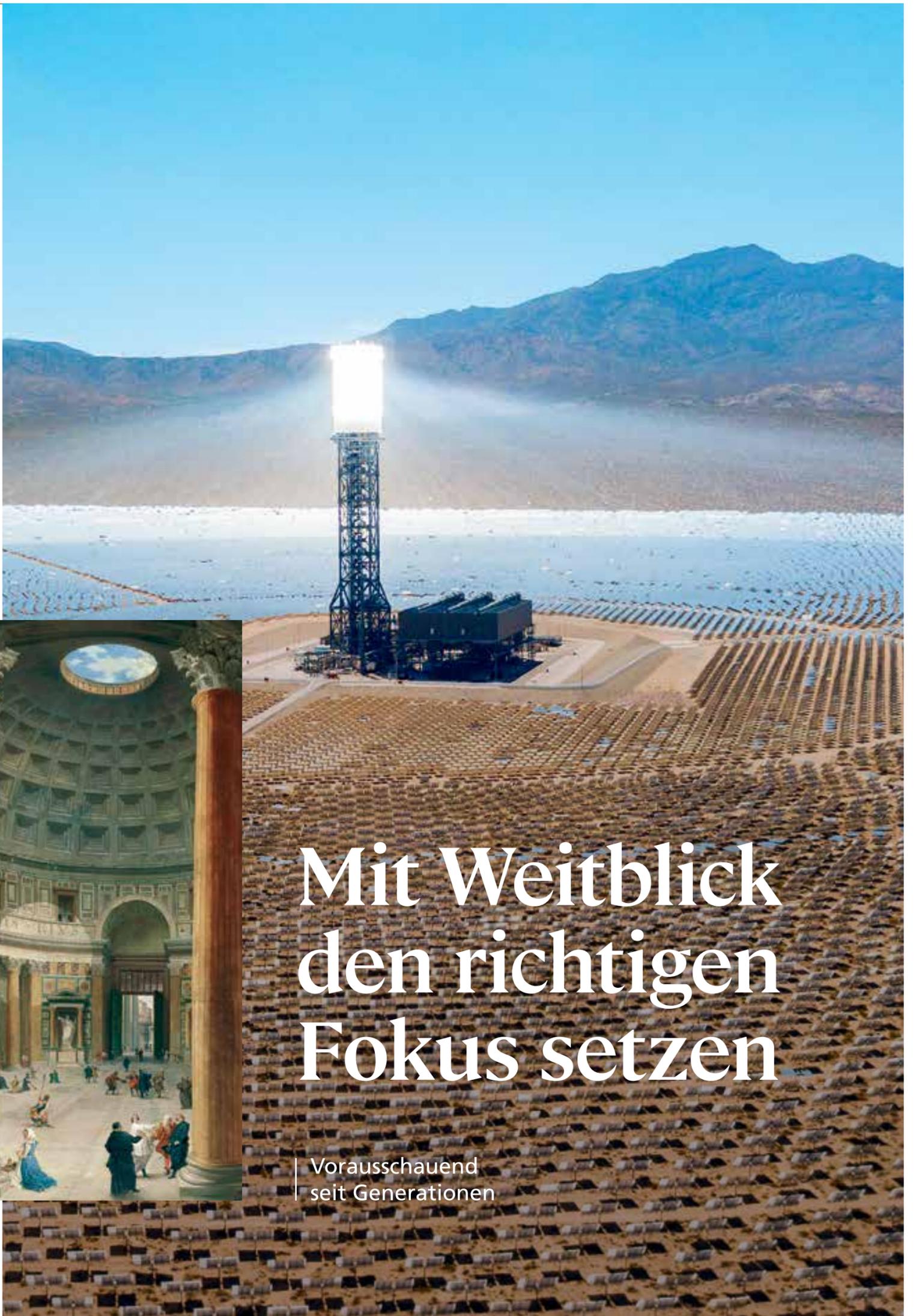
**5%** Anteil Europas an der weltweiten Siliziumproduktion für die Herstellung von Chips

Quelle: U.S. Geological Survey

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y115





© LIECHTENSTEIN. The Princely Collections, Vaduz-Vienna

# Mit Weitblick den richtigen Fokus setzen

Vorausschauend  
seit Generationen

Jeder Wandel ist mit Chancen und Risiken verbunden. Deshalb investieren wir mit Sorgfalt und Disziplin in Zukunftstechnologien und aufstrebende Unternehmen. [lgt.com/ch](https://lgt.com/ch)



Private  
Banking

## INTERVIEW

# «Das Fed wird die Zinsen weiter erhöhen, selbst wenn etwas bricht»

Die Makrodaten prägen das Geschehen an den Finanzmärkten. Die US-Ökonomin Megan Greene sagt im Interview, wie es um die Aussichten für die USA und Europa steht, wie es mit Inflation und Zinsen weitergeht und welche Risiken Investoren auf dem Radar haben sollten. **Von Christoph Gisiger**



## Megan Greene

Megan Greene ist Global Chief Economist für das Kroll Institute. Mit einem globalen Fokus, der sich aus ihrem Berufsleben zwischen Grossbritannien und den USA ergibt, beschäftigt sie sich mit den Schnittstellen zwischen Makroökonomie, Finanzmärkten und Politik. Zuvor war sie Chefvolkswirtin bei John Hancock/Manulife Asset Management, Mitbegründerin von Maverick Intelligence, Leiterin des Bereichs Europa bei Roubini Global Economics und Experte für die Eurokrise bei der Intelligence Unit des «Economist». Sie hat ein Studium an der Princeton University sowie an der University of Oxford abgeschlossen, tritt regelmässig als Keynote Speaker bei Anlässen der Finanzindustrie auf und schreibt eine zweiwöchentliche Kolumne in der «Financial Times» über aktuelle Entwicklungen in der Weltwirtschaft.

Die Märkte stehen am Scheideweg. Hoffnungen auf eine weiche Landung der amerikanischen Wirtschaft und auf einen schmerzlosen Rückgang der Inflation haben einen Dämpfer erlitten. Die Bondmärkte sind in Bewegung, die Stimmung an den Börsen labil. Wie geht es mit der Konjunktur im Verlauf des Jahres weiter? Lässt sich eine Rezession in den USA trotz der Aussicht auf weitere Zinserhöhungen des Fed zur Bekämpfung der Inflation vermeiden? Und welche Auswirkungen hat die Öffnung Chinas auf den Rest der Welt?

The Market hat sich darüber mit Megan Greene unterhalten. Die Chefökonomin beim Risikoberatungsunternehmen Kroll sagt, wie sie die Perspektiven in Amerika und Europa einstuft, weshalb sie mit weiteren Verwerfungen an den Märkten rechnet, welchen Gefahren zu wenig Beachtung geschenkt wird und was das für die Anlagestrategie bedeutet.

### Frau Greene, die Finanzmärkte sind gegenwärtig auf die Entwicklung von Wirtschaft und Inflation fixiert. Wie beurteilen Sie die Grosswetterlage?

Ehrlich gesagt scheint etwas mit den Konjunkturdaten in den USA, in Grossbritannien und in Europa nicht ganz zu stimmen. Die Wirtschaft verhält sich nicht so, wie man es angesichts der aggressiven Zinserhöhungen in allen drei Regionen erwarten würde. Speziell in den USA hofft die Notenbank, dass es ihr gelingt, den Prozess der Disinflation reibungslos abzuwickeln und eine Rezession zu vermeiden. Das ist aber noch nie gelungen. Ich bin skeptisch, dass es dieses Mal gelingt.

**Zu rätseln gibt vor allem der US-Arbeitsmarkt. Warum ist er trotz der restriktiven Geldpolitik des Federal Reserve so robust?**

Das liegt vermutlich an zwei Faktoren. Zum einen hat sich die Erwerbsquote noch nicht vollständig normalisiert, sodass weiterhin ein Mangel an Arbeitskräften besteht. Bei Personen im erwerbsfähigen Alter ist die Quote zwar weitgehend auf das Niveau von vor der Pandemie zurückgekehrt. Es sind aber vor allem ältere Menschen, die aus dem Berufsleben ausgeschieden sind und nur zögerlich zurückkehren. Das hängt wohl auch mit Langzeiterkrankungen zusammen. Die Situation am Arbeitsmarkt ist deshalb noch immer angespannter, als man erwarten würde.

### Was ist der zweite Faktor?

Das Horten von Arbeitskräften. Als wir in den USA die Wirtschaft während der ersten Welle der Pandemie herunterfahren, entliessen die Unternehmen massenweise Mitarbeiter, statt zu versuchen, sie zu behalten, wie es in Europa der Fall war. Als die Wirtschaft wieder in Gang kam, war es dann enorm schwierig, ausreichend neue Arbeitskräfte zu finden. Obwohl heute viele Unternehmen mit einer Abschwächung der Wirtschaft rechnen, hoffen sie nun, dass sie ihre Mitarbeiter während dieser schwierigen Zeit behalten können, statt sie zu entlassen und dann wieder einstellen zu müssen. Daher werden viele Arbeitskräfte quasi gehortet. Das Problem ist, dass wir dieses Verhaltensmuster nicht akkurat messen können und nicht wissen, wann der kritische Punkt erreicht ist.

### In den US-Nachrichten wird aber praktisch jede Woche von neuen Stellenkürzungen und Sparprogrammen bei Grosskonzernen berichtet, speziell im Tech-Sektor.

Ich möchte die Folgen dieser Entlassungen für die betroffenen Menschen nicht herunterspielen, aber aus einer Makroperspektive

ist dieser Trend nicht breit genug, um sich auf die Gesamtwirtschaft auszuwirken. Die Entlassungen beschränken sich auf wenige Sektoren wie die Tech-Industrie. Der Arbeitsmarkt insgesamt bleibt angespannt.

## «Die Praxis vieler Unternehmen, Arbeitskräfte zu horten, kann sich schnell ändern»

### Wie lange kann das so weitergehen, wenn man bedenkt, wie aggressiv das Fed die Geldpolitik strafft?

Es gibt Anzeichen einer Entspannung. Das Lohnwachstum sinkt. Die Praxis, Arbeitskräfte zu horten, kann sich zudem schnell ändern. Die Gewinne der Unternehmen sinken, und das Fed dürfte die Zinsen noch einige Zeit weiter anheben. Das heisst, die Unternehmen könnten recht schnell kapitulieren und zu Entlassungen schreiten. Wenn das passiert, dürfte es die Verbraucher zur Zurückhaltung bewegen. Die Wirtschaftsliteratur zeigt, dass Menschen, die entlassen werden oder deren Freunde entlassen werden, die Ausgaben kürzen, was dann zu einer Rezession führen kann. Wir wissen einfach nicht, ab wann diese Effekte eintreten und wie gross sie sein werden. Wir befinden uns im Blindflug.

**Ist der robuste Arbeitsmarkt der Hauptgrund, warum sich die Inflation als hartnäckiger erweist als erwartet?**

Ja, es liegt zum grossen Teil daran, dass sich der Arbeitsmarkt bisher so gut gehalten hat. Es war allerdings von Anfang an klar, dass es viel einfacher sein wird, die Inflation von rund 10 auf 6% zu senken, als von 6 auf 2%. Daher ist es keine grosse Überraschung, dass sie sich nun als etwas zäher erweist.

### Wie geht es mit der Teuerung weiter?

Der Zenit liegt hinter uns, aber die Inflation wird sich deswegen in diesem Zyklus kaum ständig nur nach unten bewegen. Insgesamt geht der Trend in Richtung der Zielrate des Fed von 2%. Wichtiger ist aber, wie schnell sie erreicht wird. Meiner Meinung nach wird sich die Inflation weiter abschwächen und sich Ende Jahr bei etwa 4% bewegen, was immer noch rund doppelt so hoch ist wie die Zielrate der Notenbank. Letztlich wird es darauf ankommen, was das Fed in Kauf zu nehmen bereit ist. Wird es sich mit 3 bis 4% Inflation zufriedengeben? Oder wird es der Ansicht sein, dass die Inflation vollständig ausgemerzt werden muss?

### Was glauben Sie?

Das hängt von der Wirtschaftslage ab. Wenn wir uns in einer Rezession befinden, dürfte es für das Fed schwierig werden, die Geldpolitik weiter zu straffen, nur um die Inflation das letzte Stück zum 2%-Ziel nach unten zu drücken. Es könnte deshalb eine leicht höhere Inflation tolerieren. Dies, weil es gemäss seinem Doppelmandat einen Kompromiss zwischen Vollbeschäftigung und Preisstabilität finden muss. Wenn sich die Lage am Arbeitsmarkt in einer Rezession verschlechtert, wird das Fed den Teil seines Mandats, der Vollbeschäftigung betrifft, vermehrt berücksichtigen müssen. Derzeit kann es sich hingegen ganz auf die Inflation konzentrieren.

### Worauf wird das Fed bei der Bekämpfung der Inflation in den kommenden Monaten am meisten achten?

Derzeit wird die Inflation primär durch Dienstleistungen getrieben. Natürlich spielen auch Energie- und Lebensmittelpreise eine Rolle, doch wenn man sie herausrechnet und nur die Kerninflation betrachtet, ist der nach wie vor robuste Dienstleistungssektor der Schlüsselfaktor. Darüber sorgt sich das Fed am meisten, denn die grösste Komponente der Inflation bei Dienstleistungen sind die Löhne, und das Lohnwachstum erweist sich in der Regel als recht zäh. Hinzu kommt, dass die für die Kernrate relevanten Güterpreise wegen des Basiseffekts zuletzt disinflationär waren, nachdem sie letztes Jahr so stark gestiegen waren. Doch jetzt beginnen sie sich zu stabilisieren, und das bewirkt ebenfalls eine gewisse Hartnäckigkeit der Inflation.

«Im Bereich Private Equity wird es vermutlich noch mehr Verluste geben, die wie aus dem Nichts auftauchen»

### Wie stehen die Chancen, dass es der US-Notenbank gelingt, die Teuerung ausreichend zu dämpfen, ohne die Wirtschaft in eine Rezession zu drücken?

Nicht gut. Angesichts der aggressiven Geldpolitik des Fed und einer auch etwas restriktiveren Fiskalpolitik dürfte es im zweiten Halbjahr nach meinem Basisszenario zum Abschwung kommen. Ich kann mich aber auch irren. Es ist nicht undenkbar, dass Amerika um eine Rezession herumkommt. Die Frage, ob die Wirtschaft in eine Rezession fällt, ist aber primär eine akademische Debatte. Denn ob die Konjunktur 0,5% wächst oder schrumpft, spielt für die meisten Menschen kaum eine Rolle. Beides fühlt sich ziemlich mies an. Ich glaube hingegen nicht, dass wir eine tiefe und lange Rezession erleben werden, ausser, es kommt eine Finanzkrise hinzu, die alles noch viel schlimmer macht.

### An den Märkten dreht sich momentan alles um die Frage, wie hoch das Fed die Zinsen in diesem Zyklus anheben wird. Was denken Sie?

Ich bin schon seit langem der Meinung, dass die Märkte das Fed falsch eingeschätzt haben. Seit die Zahlen zum Arbeitsmarkt Anfang Februar so überraschend stark ausgefallen sind, stimmen die Märkte mehr mit meiner Ansicht überein. Konkret denke ich, dass die US-Notenbank den Leitzins über 5% anhebt und ihn für den Rest des Jahres dort belässt.

### Die Hoffnung ist aber noch immer, dass Notenbankchef Jerome Powell dieses Jahr eine erste Zinssenkung vollzieht.

Das ist unwahrscheinlich. Solange wir nicht in einer schweren Rezession stecken, wird

Powell die Zinsen dieses Jahr nicht senken. Das Fed scheut sich wegen der Erfahrung in den Siebzigerjahren weit mehr vor einer «Stop & Go»-Geldpolitik als andere grosse Zentralbanken. Damals glaubte die US-Notenbank, die Inflation im Griff zu haben, und beendete den Zinszyklus. Doch dann zog die Teuerung wieder an, worauf sie erneut intervenieren musste. In diesem Zusammenhang hat Powell erklärt, das Risiko, zu viel gegen die Inflation zu unternehmen, sei geringer als das Risiko, zu wenig dagegen zu tun. Wenn das Fed deshalb nicht ausreichend aggressiv vorgehe, dann werde es die Zinsen am Ende noch mehr erhöhen müssen, was die Wirtschaft in eine tiefere Rezession stürzen würde. Aus seiner Sicht wählt das Fed das kleinere Übel.

### Erfahrungsgemäss erhöht das Fed die Zinsen so lange, bis etwas an den Märkten oder in der Wirtschaft bricht. Was könnte dieses Mal brechen?

Das Fed wird die Zinsen weiter erhöhen, selbst wenn etwas bricht, solange es darin kein Problem sieht. Ich glaube zum Beispiel nicht, dass Powell sich Sorgen macht, wenn der Aktienmarkt fällt. Den Fed-Put, dank dem sich die Börsen seit der Finanzkrise im Zweifelsfall immer auf die Hilfe der Geldpolitik verlassen konnten, gibt es nicht mehr. Er existiert nach wie vor im Kreditmarkt, weil das Fed dafür verantwortlich ist, dass dieser ordnungsgemäss funktioniert. Beim Aktienmarkt gilt das aber nicht mehr, und das ist eine grosse Veränderung.

### Wo besteht das grösste Risiko, dass etwas kaputtgeht?

Ich wünschte, ich wüsste es. Die Erfahrung mit den Pensionskassen in Grossbritannien im Herbst war ein Weckruf, dass die Liquidität an den Märkten schon jetzt knapp ist. Weltweit befinden sich die Zentralbanken in einem Straffungszyklus, womit es wahrscheinlich zu Marktverwerfungen kommen wird. Es ist bloss schwer zu sagen, wo, denn viele Aktivitäten wurden ins Schattenbankwesen verlagert, und wir wissen nicht, was dort unter der Oberfläche vor sich geht. Bekannt ist etwa, dass Private-Equity-Gesellschaften letztes Jahr auf dem Papier weniger Verluste erlitten haben als Investoren an den Publikumsmärkten. Eine Theorie dafür ist, dass Private-Equity-Firmen einfach besser investieren. Das ist möglich, eine andere Theorie besagt aber, dass sie die Bewertungen von Vermögenswerten weniger schnell an die Marktpreise anpassen, weil sie nicht dazu gezwungen sind. Das bedeutet, dass es in diesem Bereich vermutlich noch mehr Verluste geben wird, die wie aus dem Nichts auftauchen.

### Für Turbulenzen haben in den vergangenen Tagen die Konkurse von mehreren US-Regionalbanken gesorgt. Wo könnte es sonst noch gefährlich werden?

Ich mache mir Sorgen um den Markt für Unternehmensanleihen in den USA. Etwa ein Drittel sind Papiere mit einem BBB-Rating, im untersten Segment der Kategorie Investment Grade. Wenn sie in einem Konjunkturabschwung auf Ramschstatus heruntergestuft werden, wird es viele Zwangsverkäufe



von Anleihenfonds geben, weil diese solche Vermögenswerte nicht mehr halten dürfen. Am Ende könnte es zu einem Crash im Stil der britischen Pensionskassen kommen, und dann werden mehr Sicherheiten zur Hinterlegung solcher Investments eingefordert, was zu weiteren Zwangsverkäufen führt.

### Was hätte eine solche Kaskade von Verkaufswellen für Folgen?

Das Fed müsste eingreifen, um sicherzustellen, dass der Markt für Unternehmenskredite funktioniert. Das Problem ist jedoch, dass es nicht auf gleiche Weise intervenieren kann wie die Bank of England bei den Pensionskassen mit dem Kauf britischer Staatsanleihen, zumal diese das Rating Investment Grade haben. Das Fed hat gewisse Standards, was es zu kaufen bereit ist, und Ramschanleihen genügen ihnen nicht. Es kann also nicht so leicht eingreifen, womit keine offensichtliche Lösung besteht, um die Situation im Ernstfall zu entschärfen. Das ist eine Gefahr, die wir im Auge behalten sollten.

«Ein Zahlungsausfall der US-Regierung ist dieses Mal deutlich wahrscheinlicher»

### In einem Gastbeitrag für die «Financial Times» warnen Sie ebenfalls vor einem Eklat im politischen Streit über die Anhebung der US-Schuldengrenze. Ist das wirklich ein Risiko?

Bislang sind die Märkte ruhig geblieben, weil es in letzter Minute immer eine Einigung in Washington gab. Ein Zahlungsausfall der US-Regierung ist dieses Mal aber deutlich wahrscheinlicher, weil die Politik so stark polarisiert ist. Die Republikaner haben eine bloss hauchdünne Mehrheit im Repräsentantenhaus, was Verhandlungen über jedes wichtige Thema extrem schwierig macht – und in diesem Fall gibt es eine Deadline, die

irgendwann zwischen Juni und Oktober liegt. Beide Seiten haben schon immer hart verhandelt. Doch dieses Mal ist nicht klar, wie sie zu einer Einigung kommen sollen, denn die Republikaner fordern erhebliche Ausgabenkürzungen, an denen bei den Demokraten aber nicht das geringste Interesse besteht.

### Was ist das Worst-Case-Szenario?

Der Streit wird sich in die Länge ziehen, und die Gefahr besteht, dass die USA kurzzeitig in Zahlungsverzug geraten. Wenn das passiert, dürfte es recht schnell zur Einigung kommen, womit alle Zahlungsforderungen beglichen werden können. Für die Finanzmärkte wäre eine solche Eskalation jedoch katastrophal. Ich schätze die Wahrscheinlichkeit auf 15%, dass es zu einem temporären Default der US-Regierung kommt. Für ein so katastrophales Ereignis ist das erschreckend hoch, und Investoren sollten sich damit befassen.

### Ein weiteres wichtiges Thema ist die Öffnung der chinesischen Wirtschaft. Was für Impulse ergeben sich dadurch für Inflation und Wachstum im Rest der Welt?

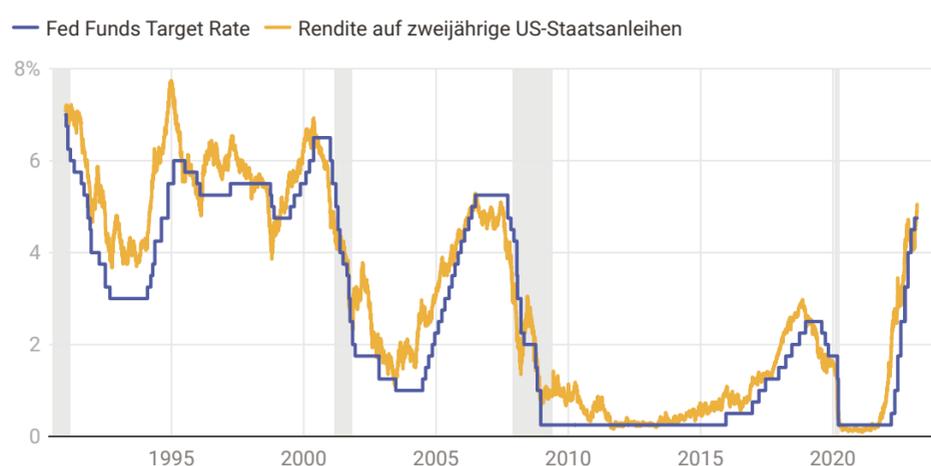
Im Rohstoffbereich ist es unvermeidlich, dass die Öffnung Chinas zu einer gewissen Inflation führt. Für Europa könnte der nächste Winter noch schwieriger werden, weil es China für Energielieferungen überbieten muss. Anders als bei früheren Konjunkturzyklen in China liegt der Fokus aber auf Wachstum, das durch Konsum und nicht durch Investitionen getrieben wird. Das bedeutet, die Nachfrage nach inländischen Dienstleistungen wird steigen, während sie bei Investitionsgütern für den Rest der Welt geringer sein wird als in früheren Phasen des Aufschwungs. Demnach dürften auch die Auswirkungen auf die Inflation weniger ausgeprägt sein.

### Und was für Effekte hat die Öffnung auf das Wachstum?

Die chinesischen Behörden zielen in erster Linie darauf ab, Massnahmen zu beenden, die das Wachstum hemmen. Es gibt auch einige Anreize im Immobiliensektor. Aber die Kommunistische Partei meint es dort wirklich ernst mit der Beseitigung von Fehlentwick-

### Leitzins der US-Notenbank

Grafik: themarket.ch – Quelle: S&P Global Market Intelligence

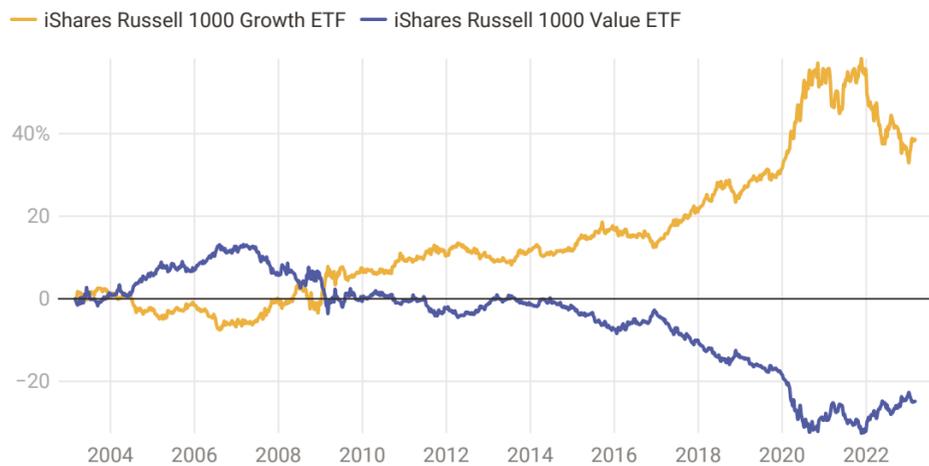


Graue Balken: Rezessionen gemäss Definition des National Bureau of Economic Research

**Value vs. Growth**

Relative Performance zum S&amp;P 500

Grafik: themarket.ch – Quelle: Koyfin.com



lungen. Es werden deshalb keine massiven Stimulusmassnahmen ergriffen, sondern es wird bloss versucht, Verluste zu begrenzen. Aus diesem Grund wird dieser Aufschwung im historischen Vergleich eher gedämpft sein, womit auch die Spillover-Effekte weniger markant ausfallen dürften. Was das Wachstum angeht, wird Asien am meisten profitieren, während die Auswirkungen auf die Industrieländer und andere Schwellenländer ausserhalb Asiens geringer sein werden.

**Etwas freundlicher sehen die Aussichten inzwischen auch für Europa aus. Kann eine Rezession vermieden werden?**

Europa hat etwas bessere Chancen, eine Rezession zu vermeiden, als die USA. Das liegt daran, dass die Inflation in den USA zum grossen Teil von der Nachfrage getrieben wird, wogegen es sich in der Eurozone hauptsächlich um Angebotsschocks handelt. Ein wichtiger Grund, weshalb die EZB die

Zinsen anheben musste, waren die beträchtlichen Bewegungen an den Devisenmärkten. Sie stellten ein Risiko dar, dass die Eurozone Inflationsdruck aus den USA und anderen Ländern importieren würde, in denen die Zentralbanken die Zinsen erhöhten. Letztlich können Zentralbanken aber nur die Nachfrage und nicht das Angebot steuern, und weil der Angebotsschock nachgelassen hat, wird die EZB die Zinsen nicht so stark straffen müssen wie das Fed, damit die Inflation zurückgeht.

**Auch in Europa zeichnen sich aber strukturelle Trends wie Nearshoring und Reshoring ab, die für erhöhten Inflationsdruck sprechen. Oder sehen Sie das anders?**

Als die Pandemie ausbrach, argumentierte ich, dass wir eine Zersplitterung der globalen Lieferketten erleben werden, weil sich niemand Masken und andere Schutzausrüstung beschaffen konnte. Die Daten zeigen jedoch nicht, dass sich etwas grundlegend verändert

hat. Ausländische Direktinvestitionen aus den USA nach China sind 2021 auf ein Rekordhoch gestiegen und dürften für 2022 eine weitere Bestmarke erreicht haben. Es stimmt zwar, der Zuwachs des Welthandels relativ zum globalen BIP hat sich abgeflacht, rückläufig ist der Trend aber nicht. Generell gibt es also keine Zersplitterung, mit Ausnahme bestimmter Sektoren, die strategisch von nationaler Bedeutung sind. Ein offensichtliches Beispiel ist die Halbleiterindustrie, und die Pharmabranche könnte ebenfalls in diese Kategorie fallen. Doch mit Blick auf die Weltwirtschaft insgesamt glaube ich nicht, dass es zu einer Abkopplung kommt, zumal es aus finanzieller Sicht keinen Sinn ergibt.

**«Die These einer strukturell höheren Inflation erscheint nicht abwegig»****Was bedeutet das alles für die Aussichten an den Märkten?**

Der Dollar dürfte den Höhepunkt hinter sich haben, womit er sich fortan wahrscheinlich abschwächen wird. Wenn ich recht habe und die USA in eine Rezession geraten, dann sind amerikanische Aktien überbewertet. Wenn die USA hingegen eine Rezession vermeiden, könnte es mit US-Aktien erneut aufwärtsgehen. Europäische Aktien erscheinen aus einer relativen Betrachtung attraktiver als in der Vergangenheit, da es in der Eurozone wahrscheinlicher ist als in den USA, dass eine Rezession ausbleibt.

**Worauf sollte man aus einer Makroperspektive sonst noch achten?**

Es gibt eine Frage, über die kaum jemand spricht: Wie wird die Welt aussehen, wenn sich der Staub endlich gelegt hat, wenn wir es nicht mehr mit einer Pandemie oder einem Krieg zu tun haben und das System all diese Angebotsschocks verarbeitet hat? Es gibt gute Argumente dafür, dass die säkulare Stagnation, die das Umfeld seit der Finanzkrise von 2008/09 durch gedämpftes Wachstum und niedrige Inflation geprägt hatte, nicht mehr bestehen wird.

**Was heisst das für Anlagestrategien?**

Geht man davon aus, dass eine Flut von globalen Ersparnissen das Wachstum, die Inflation und die Zinsen im letzten Jahrzehnt niedrig gehalten hat, erscheint die These einer strukturell höheren Inflation nicht abwegig. Dies, weil die Ersparnisse zurückgehen dürften, wenn die Regierungen mehr Geld für Rüstung und für den Umbau zu einer klimafreundlichen Wirtschaft ausgeben müssen. Ebenfalls dafür spricht, dass die Globalisierung zwar nicht rückgängig gemacht wird, die Tendenz dazu aber vermutlich weniger stark sein wird.

**Und was ergeben sich daraus für Konsequenzen an den Börsen?**

In der Zeit der säkularen Stagnation sind Wachstumsunternehmen an der Börse besser gelaufen als Value-Gesellschaften. Der Tech-Sektor ist ein gutes Beispiel dafür. Geht man also davon aus, dass sich die Dinge strukturell verschieben, wenn der Staub sich gelegt hat, dann spricht das dafür, dass in Zukunft nicht mehr Wachstums-, sondern Value-Unternehmen besser abschneiden.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

[go.themarket.ch/y119](https://go.themarket.ch/y119)

# 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

# Die attraktivsten Schweizer Dividendenaktien

Die Dividendensaison richtet den Blick der Investoren auf die Ausschüttungen. The Market zeigt, wo die höchsten Renditen locken und worauf es dabei zu achten gilt. **Von Ruedi Keller**

Im März nimmt sie jeweils Fahrt auf: die Schweizer Dividendensaison. Auch dieses Jahr dürften die Unternehmen des Swiss Performance Index (SPI) mehr als 50 Mrd. Fr. an ihre Aktionäre auszahlen – rund 3% der gesamten Börsenkapitalisierung.

Auch international ist die Dividende ein zentrales – und meist wachsendes – Element der Geldanlage. Gemäss dem Janus Henderson Global Dividend Index, der die global 1200 grössten Unternehmen analysiert, die für 85% der weltweiten Dividendenausschüttungen stehen, wurden letztes Jahr insgesamt 1,56 Bio. \$ ausgeschüttet (vgl. Grafik 1). Unter Ausschluss von Wechselkursen und anderen Faktoren entspricht das einem Dividendenplus um 13,9%. Der international ausserordentlich starke Dividendenanstieg der letzten beiden Jahre ist allerdings auch Ausdruck des Nachholbedarfs nach der Pandemie. Damals schützten viele Unternehmen ihren Bargeldbestand, und Banken war es teilweise untersagt, Ausschüttungen an die Aktionäre vorzunehmen.

«Global wuchsen die Dividenden 2022 um 13,9% auf 1,56 Bio. \$»

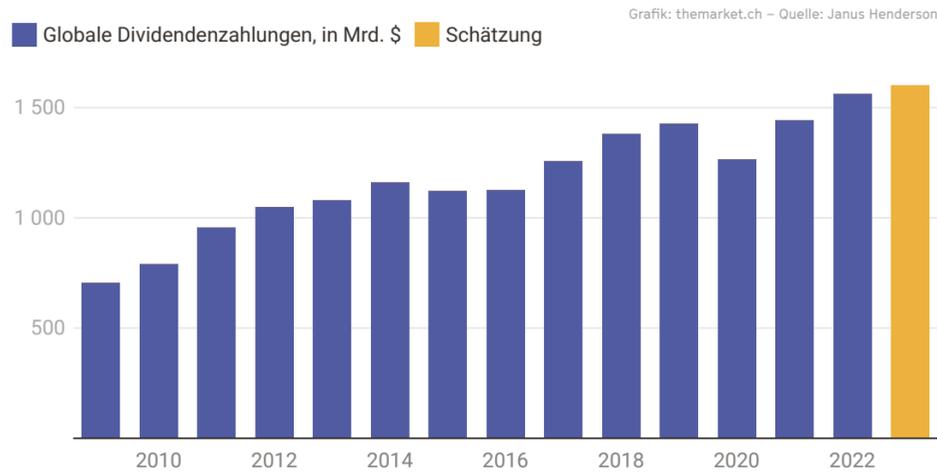
Ein Viertel des Dividendenwachstums lieferten Finanzwerte. Speziell am letzten Jahr war zudem, dass Öl- und Gasproduzenten, deren Geschäft 2022 brummte, ihre Ausschüttungen um zwei Drittel erhöhten und so ebenfalls für ein Viertel des gesamten Wachstums der Dividenden aufkamen. Für das laufende Jahr rechnet Janus Henderson mit einem sich auf 3,4% abflachenden Wachstum. In der Schweiz hatte die Pandemie die Dividendenausschüttungen ebenfalls leicht gehemmt, allerdings in geringerem Ausmass. Die Kehrseite davon ist, dass auch der Anstieg von rund 6% gemäss Janus Henderson geringer war.

## Dividenden stabilisieren

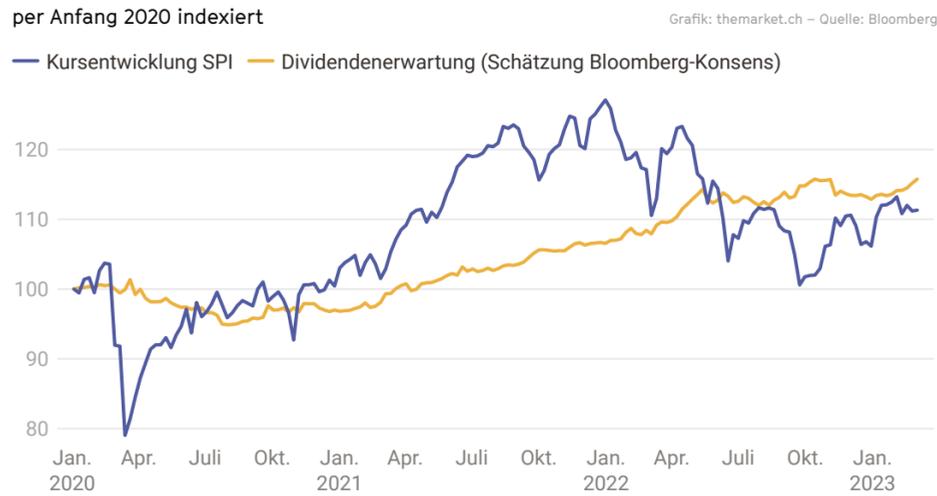
Dividenden entwickeln sich in der Regel – gerade auch in der Schweiz – deutlich verlässlicher und mit geringeren Ausschlägen als Aktienkurse, die stark von Bewertungsveränderungen geprägt werden. In der Krise nach dem Ausbruch der Pandemie ging zwar auch die Dividendensumme leicht zurück, aber deutlich weniger ausgeprägt, als die Kurse einbrachen (vgl. Grafik 2). In der Boomphase danach hielt das Ausschüttungswachstum mit der Kursentwicklung nicht mit. Die Dividenden wirkten danach aber wieder als stabilisierendes und diesmal gar weiter wachsendes Element, das die Performance etwas stützte, als die Kurse 2022 eine Korrektur durchliefen.

Das Zusammenspiel von tendenziell wachsenden Dividenden und schwankungsanfälligen, aber über die Zeit ebenfalls steigenden Börsenkursen führt dazu, dass die Aktien von Schweizer Unternehmen im Schnitt rund 3% Dividendenrendite abwerfen. Zum Kurshöchst Ende 2021 war die Rendite unter 2,5% geschrumpft (vgl. Grafik 3). Nach der Korrektur steht sie nun wieder auf dem langjährigen Schnitt von 3%. Doch der Zinsanstieg, der ein zentraler Grund für die Kursschwäche ist, hat die Attraktivität der Dividenden gleichwohl gemindert. Zu Zeiten des Negativzinsregimes hatte sich die Differenz zum risikolosen Zins von zehnjährigen Schweizer Staatsanleihen teilweise auf bis zu 4% ausgeweitet – trotz hoher Aktienkurse. Mit dem kräftigen Zins-

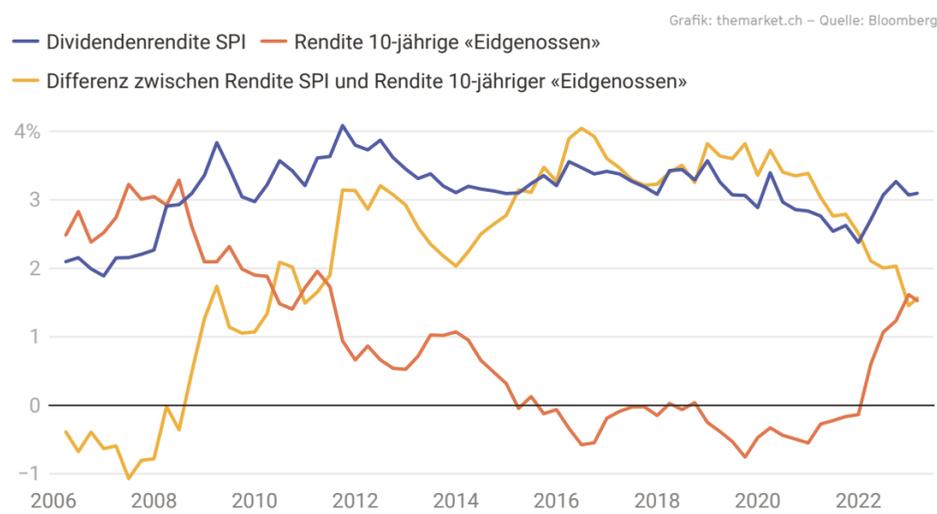
## 1) Entwicklung der globalen Dividendensumme



## 2) Verlässliche Dividendenentwicklung



## 3) Dividende hat relativ an Attraktivität eingebüsst



## 4) Dividenden bringen 50% mehr Rendite



### In Kürze:

- Ausschüttungen steigen praktisch jährlich
- Dividenden leisten hohen Beitrag an die Gesamtrendite
- Auf steuererleichterte Auszahlungen achten

anstieg ist dieser Vorteil, obwohl die Kurse korrigiert haben, auf rund 1,5% geschrumpft.

Die zentrale Stärke der Dividenden gründet jedoch in ihrem meist langfristig ausgelegten Charakter. Das Gros der Unternehmen ist darauf bedacht, verlässlich auszuschütten. Dies möglichst unabhängig davon, ob der Gewinn nun gerade ausserordentlich stark sprudelt oder eine Delle zu überwinden ist.

### Hoher Performancebeitrag

Das wirkt sich für Investoren äusserst positiv auf die Gesamtperformance aus – besonders in der langen Frist und wenn die Dividenden reinvestiert werden.

«Der SPI inklusive Dividenden hat sich im Zehnjahresvergleich verdoppelt. Der SPI ohne Dividenden hat 50% zugelegt»

Der SPI inklusive Dividenden hat sich im Zehnjahresvergleich verdoppelt. Der SPI ohne Dividenden hat nur 50% zugelegt (vgl. Grafik 4). Über diese Frist haben Dividenden, die jeweils reinvestiert wurden, einen Anteil von 50% an der Gesamtperformance ausgemacht. Pro Jahr betrug die Kursentwicklung über diesen Zeitraum im Schnitt 5,3%, inklusive Dividenden waren es 8,3%.

Der Beitrag, den die Dividenden zur Gesamtrendite beisteuern – im Schnitt pendelt er relativ konstant um 3% –, wird umso gewichtiger, wenn die Kursentwicklung wenig rasant ist. Angesichts der Börsenrally der vergangenen Dekade, der Korrektur von 2022 sowie der nun verhaltenen Aussichten dürfte der Einfluss der Dividenden auf die zukünftige Performance tendenziell zunehmen. Das lenkt den Blick in der nun laufenden Dividendensaison auf die Aktien, die eine besonders attraktive Ausschüttung bieten.

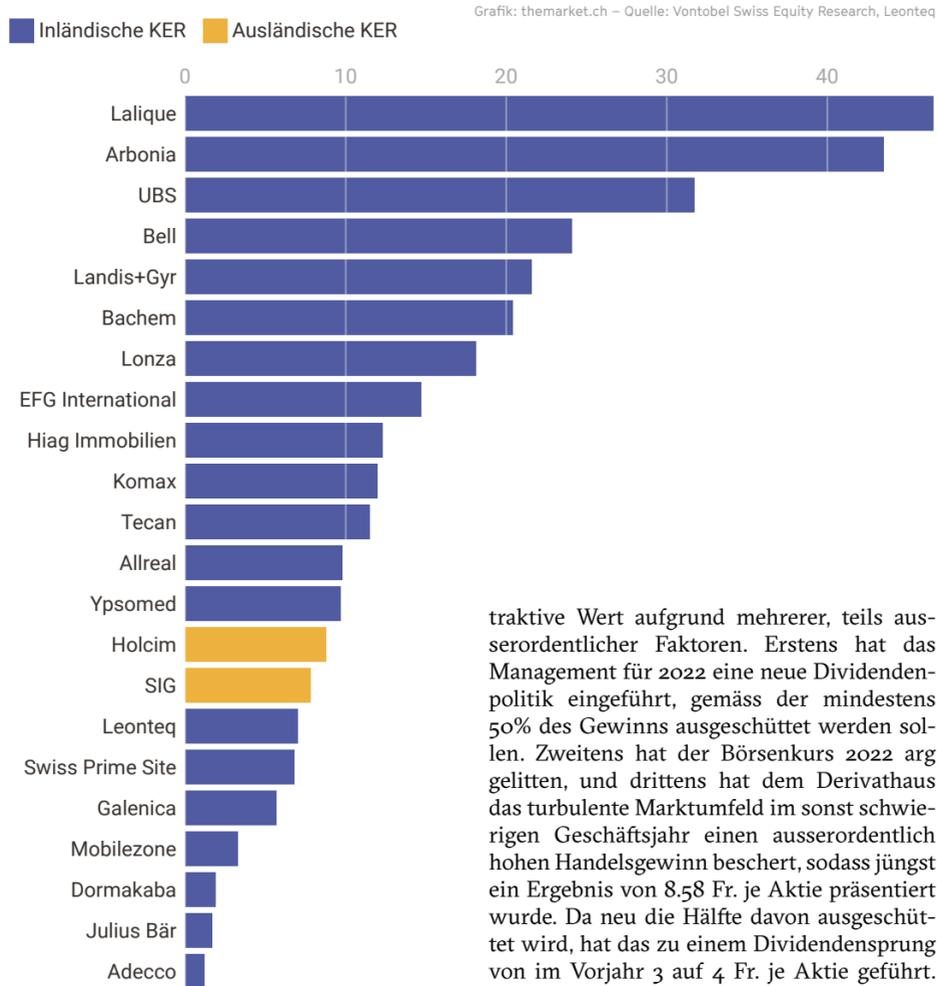
### Aktien mit mehr als 5% Rendite

Derzeit bietet die Schweizer Börse fünfzehn Titel, die mit Blick auf die für das Geschäftsjahr 2022 nun zur Ausschüttung anstehende Dividende mehr als 5% Rendite versprechen (vgl. Tabelle 6).

Angeführt wird die Liste von Adecco. Ihre Valoren bieten mit Blick auf die Dividende für 2022, die diesen Frühling zur Ausschüttung gelangt, 7,4% Rendite. Auf der einen Seite ergibt sich das hohe Verhältnis von Dividende zu Kurs dadurch, dass die Aktie 2022 ein Drittel an Wert eingebüsst hatte und sich im bis-

### 5) Unternehmen mit hohen Kapitaleinlagereserven

Jahre, für die die Dividende aus KER geleistet werden kann (inländische KER zu 50%, ausländische KER zu 100%)



Bei Credit Suisse reichen die KER angesichts der aktuell minimalen Dividende für mehr als 250 Jahre.

herigen Jahresverlauf nur zaghaft erholt hat. Auf der anderen Seite verfolgt Adecco jedoch eine Dividendenpolitik, die eine mindestens stabile Ausschüttung verspricht – und die sie sich trotz Gewinnrückgang 2022 auch leisten kann. Hohe Auszahlungen scheinen damit auch längerfristig gesichert. Für eine Kurs-erholung muss der Arbeitsvermittler jedoch den Beweis erbringen, dass er mit der Integration der milliardenschweren Akquisition von Akka effektiv eine Margenverbesserung aus eigener Kraft erreichen kann. Oder er bekommt Rückenwind durch eine sich aufhellende Konjunktur.

Die zweithöchste Dividendenrendite bietet mit 7,3% Leonteq. Zustande kommt der at-

traktive Wert aufgrund mehrerer, teils ausserordentlicher Faktoren. Erstens hat das Management für 2022 eine neue Dividendenpolitik eingeführt, gemäss der mindestens 50% des Gewinns ausgeschüttet werden sollen. Zweitens hat der Börsenkurs 2022 arg gelitten, und drittens hat dem Derivathaus das turbulente Marktumfeld im sonst schwierigen Geschäftsjahr einen ausserordentlich hohen Handelsgewinn beschert, sodass jüngst ein Ergebnis von 8,58 Fr. je Aktie präsentiert wurde. Da neu die Hälfte davon ausgeschüttet wird, hat das zu einem Dividendensprung von im Vorjahr 3 auf 4 Fr. je Aktie geführt. Bereits nächstes Jahr könnte die Ausschüttung jedoch wieder sinken.

Kühne + Nagel leuchtet mit einer Rendite von derzeit 5,6% ebenfalls unter den attraktivsten Dividendenwerten auf. Doch im Einklang mit der nach dem Pandemieschub wieder sinkenden Gewinnerwartung dürfte auch hier die Auszahlung künftig zurückgehen.

#### Ausschüttungen aus Substanz

Auffallend ist, dass unter den besten Dividendenzahlern einige eine Ausschüttungsquote von mehr als 100% aufweisen. Sie verteilen also mehr, als sie operativ erwirtschaften, und schütten einen Teil der Dividende aus der Substanz aus.

Das gilt für den Aussenwerbespezialisten APG, der hohe 6,4% Rendite bietet. Besonders ausgeprägt aber für Swiss Re, die ihre

dritthöchste Dividendenrendite im Schweizer Markt von 6,6% nur aufrechterhalten kann, da sie für das vergangene Jahr das Vierfache des Gewinns ausschüttet. Diese Praxis verfolgt der Rückversicherer bereits seit mehreren Jahren. Die Analysten erwarten jedoch, dass er im laufenden Jahr die Dividende wieder verdienen wird.

#### Steuern einkalkulieren

Der Nachteil hoher Dividenden liegt darin, dass Schweizer Privatpersonen sie als Einkommen versteuern müssen, anders als Kursgewinne. Es gibt allerdings Ausnahmen, und zwar wenn die Ausschüttung aus Kapitaleinlagereserven (KER) stammt oder eine Nennwertreduktion vorgenommen wird. In diesem Fall sind sie von der Einkommenssteuer befreit.

## «Aus Kapitaleinlagereserven können Dividenden steuererleichtert ausgeschüttet werden»

Seit 2020 ist es Unternehmen nicht mehr gestattet, Ausschüttungen zu 100% aus KER zu bestreiten, sondern sie müssen mindestens im selben Ausmass, wie sie KER ausschütten, auch eine ordentliche Dividende leisten. Damit halbiert sich der Steuervorteil. Es gibt jedoch zwei Ausnahmen, die ermöglichen, dass die Steuerbefreiung weiterhin zu 100% greift.

Verfügt ein Unternehmen über ausländische KER, beispielsweise aufgrund der Übernahme einer ausländischen Gesellschaft, dürfen sie ausgeschüttet werden, ohne dass zusätzlich eine steuerpflichtige Dividende geleistet wird. Dieser Fall trifft beispielsweise auf Holcim (Rendite: 4%) zu, die so gegenwärtig komplett steuerbefreite Ausschüttungen vornehmen kann. Zweitens dürfen Unternehmen, die nicht über einen einbehaltenen Gewinn verfügen, die Dividende ebenfalls vollständig aus KER leisten. Das gilt beispielsweise für Landis+Gyr (Rendite 2,9%) und die Privatbank EFG (5%).

Die Grafik 5 zeigt Schweizer Gesellschaften, die über signifikante KER verfügen. Die Daten basieren auf einer Analyse von Vontobel und sind ins Verhältnis zur Dividende gesetzt, die nun von den Unternehmen zur Ausschüttung gelangt. Bei der Berechnung der Jahre, für die

weiterhin steuererleichterte Ausschüttungen möglich sind, wird davon ausgegangen, dass inländische KER jeweils 50% zur Dividende beitragen und ausländische KER 100% der Ausschüttung ausmachen.

#### Aktienrückkäufe mitbedenken

Nicht berücksichtigt bei der Kalkulation der Jahre, für die Unternehmen die Dividende steuererleichtert ausschütten können, sind Aktienrückkäufe, die ebenfalls teilweise aus KER finanziert werden müssen. Massgebliche Aktienrückkaufprogramme laufen derzeit bei ABB, Novartis, Swiss Life und UBS sowie in geringerem Umfang bei Leonteq, wobei sie bei den Letzteren beiden auf Kosten der KER gehen. Zugleich erhöhen sie aber den Gesamtbetrag, der steuerbegünstigt an die Aktionäre zurückgeführt wird: Bei UBS summiert sich die Gesamtausschüttung so auf mehr als 10%, obwohl ihre Dividendenrendite von 2,8% auf den ersten Blick bescheiden anmutet. Bei Swiss Life hat das Aktienrückkaufprogramm gemäss einer Auswertung von Vontobel die Rendite für 2022 auf gegen 8% erhöht. Dieses Niveau erreichen auch Novartis und ABB.

#### Die Empfehlungen

Unter den attraktivsten Schweizer Dividentiteln bieten sich je nach Blickwinkel unterschiedliche Aktien für eine Investition an.

#### Hohe Dividende:

Eine sowohl attraktive als auch verlässliche Dividendenperspektive bieten derzeit Zurich Insurance und Cembra mit 5,4 respektive 5,1% Rendite. Sie werden ihre Ausschüttung voll aus dem im Jahr 2022 erwirtschafteten Gewinn leisten. Angesichts ihrer positiven Aktienentwicklung im abgelaufenen Jahr ist die hohe Rendite zudem nicht die Kehrseite einer Kursschwäche, sondern Ausdruck der operativen Stärke sowie einer aktionärsfreundlichen Dividendenpolitik, die über weitere Jahre Bestand haben dürfte.

#### Steuererleichterte Ausschüttung:

Unter Einbezug des steuerlichen Aspekts nochmals attraktiver wird die ohnehin hohe Ausschüttung von Leonteq (Gesamrendite inklusive Aktienrückkaufprogramm: 9%). Zwar dürfte sie künftig leicht zurückgehen. Doch das Derivathaus verfügt über so hohe Kapitaleinlagen, dass die Dividende noch über viele Jahre zur Hälfte steuerfrei ausgeschüttet werden kann, was ihren Wert zusätzlich steigert. UBS punktet zwar nicht mit der höchsten Dividendenrendite, doch inklusive Aktienrückkaufprogramm dürfte sie 2023 steuerbegünstigt rund 10% ihrer Marktkapitalisierung an die Aktionäre zurückzuführen. Auch bei Mobilezone (Dividendenrendite 5,4%) besteht für viele Jahre das Potenzial, steuererleichtert auszuschütten. Bei Holcim (Gesamrendite 6%) und EFG (Dividendenrendite 4,7%) winken über Jahre gar komplett steuerfreie Dividenden.

#### Verlässlichste Zahler:

Wer vor allem auf Konstanz setzt, ist mit sogenannten Dividendenaristokraten bestens bedient: Swiss Life (Gesamrendite inklusive Aktienrückkaufprogramm: 8%), Novartis (Gesamrendite 8%) Geberit (Gesamrendite 4%) und Partners Group (Dividendenrendite 4%) bieten ebenfalls eine überdurchschnittliche Rendite. Mit Ausnahme von Swiss Life gehören ihre Aktien allein mit Blick auf die Dividendenrendite zwar nicht zu den allerstärksten, aber zu den verlässlichsten. Zusammen mit Roche (Dividendenrendite 3,3%), Nestlé (2,7%), Givaudan (2,4%), Sika (1,2%) sowie weiteren Unternehmen zählen sie zu den Dividendenaristokraten. Ihre Valoren weisen eine mindestens zehnjährige Historie ununterbrochener Dividendenerhöhungen auf.

### 6) Die Schweizer Aktien mit den höchsten Dividendenrenditen

Unternehmen	Börsenwert in Mrd. Fr.	Kursveränderung 2022	Kursveränderung 2023	Dividendenrendite	Dividende je Aktie in Fr.*	Ausschüttungsquote**
Adecco	5,7	-35%	12%	7,4%	2.50	75%
Leonteq	1,0	-37%	24%	7,3%	4.00	48%
Swiss Re	31,0	-4%	13%	6,6%	6.40	441%
APG	0,5	-19%	8%	6,4%	11.00	150%
OC Oerlikon	2,0	-35%	-4%	6,0%	0.35	57%
Kühne + Nagel	30,6	18%	-27%	5,6%	14.00	63%
Aevis	1,5	21%	5%	5,5%	1.00	78%
Mobilezone	0,8	13%	15%	5,4%	0.95	73%
Zurich Insurance	67,2	11%	1%	5,4%	24.00	81%
Cembra Money Bank	2,3	16%	0%	5,1%	3.95	69%
Vontobel	3,3	-23%	-4%	5,1%	3.00	70%
Swiss Life	18,1	-15%	23%	5,1%	30.00	69%
Burkhalter	0,8	22%	6%	5,1%	4.10	92%
EFG International	2,7	27%	4%	5,0%	0.45	64%
Helvetia	6,4	0%	12%	5,0%	5.90	60%

\*Dividende für 2022, angekündigt oder Schätzung; \*\* Anteil der Dividende am Gewinn

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:  
[go.themarket.ch/y121](https://go.themarket.ch/y121)

## ANALYSE

# Wie der Vermögensaufbau auch in unsicheren Zeiten gelingt

Nicht immer ist es einfach, einen kühlen Kopf zu bewahren. The Market zeigt, worauf Anleger beim Investieren achten müssen. **Von Gabriella Hunter**

Inflation, höhere Zinsen, Krieg und Klimawandel. Welche Anlageklasse gewinnt, welche verliert? Wann lohnt es sich zu investieren, wann sollte ich aussteigen? Die Herausforderungen unserer Zeit und das damit verbundene tägliche Auf und Ab an den Märkten können Anleger schon einmal verunsichern. Da hilft ein Rezept am meisten: einen kühlen Kopf bewahren und sich von kurzfristigen Ereignissen nicht ablenken lassen. Wer möglichst rational investiert, kann verschiedene psychologische Fallen umgehen.

«Bei der Auswahl des Anbieters geht es vor allem um eines: **Kostenkontrolle**»

Im Folgenden geht es darum, welche drei Punkte Anleger unabhängig von ihrer persönlichen Situation und von der Marktlage beim Aufbau oder bei der Neuausrichtung des Portfolios speziell beachten sollten.

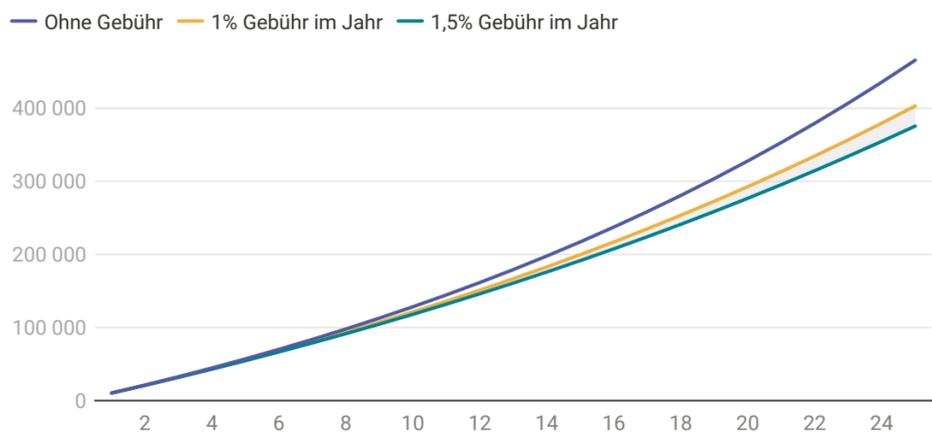
## Anbieter: Kosten stehen im Fokus

Bei der Wahl des Anbieters geht es vor allem um eines: Kostenkontrolle. Insbesondere bei einem langfristigen Anlagehorizont kann die Höhe der jährlich anfallenden Gebühren ein wichtiger Faktor sein, zumal sie sich unabhängig von den Bewegungen am Markt beeinflussen lässt. Bereits eine Differenz von 0,5 Prozentpunkten macht über 25 Jahre einen erheblichen Unterschied (vgl. Grafik 1). Je länger der Zeithorizont, desto einschneidender wird der Effekt wegen des Zinseszinses. Je höher die Bruttorendite, umso weniger fallen die Kosten scheinbar ins Gewicht. Doch das stimmt nur bedingt: Weil sich das Vermögen schneller vermehrt, erhöht sich auch die zukünftige Belastung durch Gebühren. Insgesamt zahlen Anleger mehr (vgl. Grafik 2).

Dabei fallen auf verschiedenen Ebenen Gebühren an: Aktive Vermögensverwalter verlangen in der Regel eine Verwaltungsgebühr, manchmal gar eine Gewinnbeteiligung, in Prozent des Gesamtvermögens. Hinzu kom-

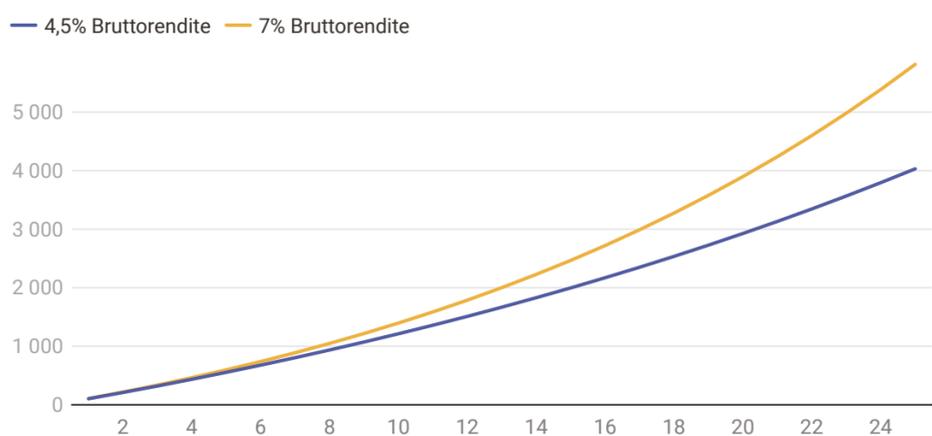
## 1) Die Kosten sind ein entscheidender Faktor

Entwicklung des Vermögens über 25 Jahre bei einer durchschnittlichen Bruttorendite von 4,5% im Jahr, in Fr.; Annahme: Jährlich werden 10'000 Fr. investiert.



## 2) Je höher die Rendite, desto schneller steigen die Kosten

Jährliche Kosten über eine Laufzeit von 25 Jahren bei Gebühren von 1% im Jahr, in Fr.; Annahme: Jährlich werden 10'000 Fr. investiert.



men die Kosten der Bank, etwa für die Depotführung und die Courtagen. Gerade bei ausländischen Wertpapieren fallen Letztere ins Gewicht. Kosten für Fremdwährungstransaktionen verteuern den Handel zusätzlich. Mittlerweile bieten verschiedene Banken ihren Kunden eigene Produkte zu sogenannten All-in Fees an. Die Transparenz lässt aber oft zu wünschen übrig. Auch hier lohnt es sich deshalb, genau hinzuschauen, welche Kosten mit der einmaligen Belastung gedeckt sind.

Günstiger ist es in der Regel, das Vermögen selbst zu verwalten, wobei die Kosten auch solcher Execution-only-Lösungen je nach Institut erheblich variieren. Ständig grösser wird die Auswahl rein digitaler Schweizer Anbieter wie Yuh, CSX, Yapeal und Zak. Sie verzichten oft auf regelmässige Depotgebühren, und für kleine Beträge sind die Transaktionskosten überschaubar. Doch dabei handelt es sich nicht selten um eine Art von Lockvogelangebot: Manche erheben eine Inaktivi-

## In Kürze:

- Mit klaren Regeln können Anleger Fallen umgehen
- Bei der Auswahl des Anbieters lassen sich Kosten sparen
- Passives Investieren hat psychologische Vorteile

tätsgebühr, wenn über längere Zeit – etwa ein Quartal lang – keine Transaktion abgewickelt wird, oder der Wertpapierhandel verteuert sich mit wachsendem Vermögen erheblich.

«ETF bringen nicht zuletzt wegen der tieferen Kosten die bessere Rendite»

Einen Einfluss auf die Kosten hat zuletzt die Wahl des Produkts. Achtung, die ausgewiesene Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio, TER) umfasst einzig die laufenden Gebühren, die sich auf das Halten des Fondsanteils beziehen: Verwaltungsgebühren des Anbieters, Gebühren für die Depotbank (wo der Fonds seine Wertpapiere aufbewahrt) sowie Lizenz- und Vertriebskosten. Hinzu kommen Abgaben für den Kauf, sprich: die Zeichnung von Anteilen, den Verkauf sowie Ausgabeaufschläge. Die Angaben finden sich im Factsheet.

## Produkte: ETF schlagen Aktive

Mit Blick auf die reinen Produktkosten ist klar: Passiv schlägt aktiv. Sprich, Investitionen in Indexfonds, die an der Börse gehandelt werden, sogenannte ETF, sind in der Regel günstiger als das Halten von Anteilen an aktiv verwalteten Fonds. Nicht zuletzt deswegen weisen sie auch oft die bessere Performance aus. Gerade über einen längeren Zeithorizont liess sich das in den vergangenen Jahren gut

**128%** Wachstum des Vermögens in der beruflichen Vorsorge in der Schweiz zwischen 2000 und 2021

Quelle: Bundesamt für Statistik

# Sie suchen den richtigen ETF?

Hier entlang:



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

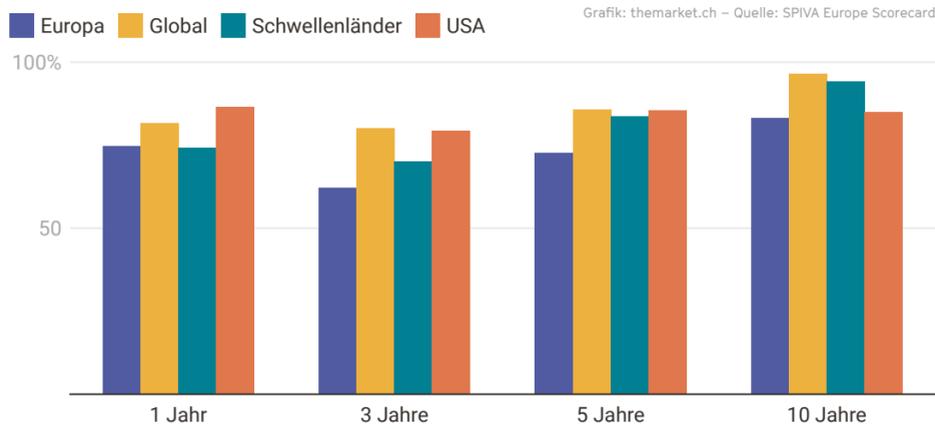


Unabhängige Analyse und Meinung für bessere Entscheidungen an den Finanzmärkten.

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

### 3) Mit wachsendem Zeithorizont steigt die Überlegenheit von ETF

Anteil europäischer Fonds, die ihre Benchmark nicht schlagen (über verschiedene Laufzeiten).



Daten per Ende 2021, Vergleichsindizes: S&P Europe 350, S&P Global 1200, S&P/IFCI Composite, S&P 500

beobachten (vgl. Grafik 3). Das gilt für gute, aber insbesondere auch für schlechte Börsenjahre. Die SPIVA Europe Scorecard misst die Wertentwicklung aktiv verwalteter europäischer Aktienfonds, die auf Euro, britisches Pfund und andere europäische Lokalwährungen lauten, im Vergleich zur Wertentwicklung ihrer jeweiligen S&P-DJI-Benchmark-Indizes über verschiedene Anlagehorizonte.

### «Die Staffelung der Transaktionen mindert das Risiko des schlechten Timings»

Das ist aber nicht der einzige Vorteil von ETF und damit nicht der einzige Grund für

die seit ihrer Einführung vor dreissig Jahren stetig wachsende Popularität. Der Nutzen von ETF ist vielfältig: Sie sind einfach zu verstehen und transparent. Mit einer Transaktion lässt sich ein diversifiziertes Portfolio zusammenstellen. Wer einen ETF auf den MSCI All Country World Index kauft, hat auf einen Schlag Anteile an 1600 Aktien rund um den Globus im Depot. Mit Einzeltiteln ist eine solche Diversifikation für Privatanleger unmöglich. ETF lassen sich bequem und zu niedrigen Kosten handeln. Investoren können ohne professionelle Hilfe und mit kleinem Aufwand ein ausgewogenes, langfristig ausgerichtetes Portfolio zusammenstellen. Das hat aber seine Tücken. Insbesondere die grosse Zahl handelbarer Produkte stellt viele vor eine Herausforderung.

Achten sollten Interessierte bei der Auswahl auf folgende Faktoren: Neben den erwähnten Kosten – Aktien-ETF haben in der Regel

eine Gesamtkostenquote zwischen 0,1 und 0,95% – spielen das Domizil (vorzugsweise: Schweiz), die Ausschüttungsform (thesaurierend), die Grösse und die Handelsliquidität («Big is beautiful»), die Form der Abbildung (physisch repliziert) und die Wertpapierleihe (lieber nicht) eine Rolle. Vernachlässigbar ist dagegen die Währung, in der der Fonds denominated ist. Bleibt das Problem des konkreten Index. Ein breiter Aktienindex wie der Swiss Performance Index (SPI) ist nicht automatisch diversifiziert. Obwohl er rund zweihundert Unternehmen umfasst, kauft man mit einem ETF vor allem die drei Schwergewichte Nestlé, Novartis und Roche, die zusammen beinahe 50% des Gewichts ausmachen.

### Zeitpunkt: nicht alles auf einmal

Wann soll ich wie viel investieren? Die verkürzte Antwort auf diese Frage, wie sie oft gestellt wird, lautet: möglichst nicht alles auf einmal und nach einem definierten Muster. Die Staffelung der Käufe – und der Verkäufe – dient dazu, das Risiko eines schlechten Timings zu mindern. Diese Herangehensweise ist nicht unumstritten, je nach Börsenlage schützt zum Beispiel auch ein gestaffelter Einstieg nicht davor, zu teuer zu kaufen.

Wichtiger ist der psychologische Effekt. Ein Vorteil des passiven Anlegens, der sich im besseren Abschneiden niederschlägt, ist es, dass kein menschlicher Vermögensverwalter versucht, den richtigen Moment für den Einstieg zu erwischen. Denn das schaffen nur die wenigsten, und auch sie kaum konstant über die Zeit. Das Resultat: Oft warten selbst Experten mit dem Einstieg zu lange ab und kaufen aus Angst, den Börsenboom zu verpassen, noch spät im Zyklus.

Abhilfe schafft ein automatisierter Prozess. Mit einem – zum Beispiel monatlichen – Dauerauftrag für die Investition in ein davor be-

### Wichtige Anlagegrundsätze

The Market empfiehlt, bei Investitionsentscheiden stets folgende Regeln zu beachten: Erstens sollten Anleger ein Budget erstellen und nur «überschüssiges» Geld investieren. Personen mit einem regelmässigen Einkommen ohne Unterhaltspflichten sollten zwei bis drei Monatslöhne in bar für unerwartete Ausgaben auf der Seite haben. Je komplexer die Situation, desto grösser ist das notwendige Sicherheitspolster.

Zweitens ist es entscheidend, den Anlagehorizont zu kennen. Wenn nicht alles Geld auf Mal benötigt wird, können verschiedene «Töpfe» mit unterschiedlicher Anlagedauer definiert werden. Drittens sollten Investoren Anlageziel und -strategie definieren – und daran festhalten. Zuletzt müssen Risikofähigkeit und -bereitschaft eruiert werden. Sie dienen dazu, die Aktienquote festzulegen.

stimmtes ETF-Portfolio umgeht man die oben beschriebenen psychologischen Fallen. Je nach Budget und Lebenssituation – und Bank – machen mehr oder weniger Transaktionen im Jahr Sinn. Denn bei den meisten Anbietern, insbesondere bei herkömmlichen Banken, steigen die Gebühren mit jedem Handel (siehe oben). Es gilt also gerade bei kleineren Beträgen, Kosten und Nutzen abzuwägen.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y123](https://go.themarket.ch/y123)



## Das Anlageuniversum dehnt sich aus.

Neue Investmentideen:  
Ihr Treibstoff für Erfolg.

Strukturierte Produkte bringen  
die Zukunft ins Portfolio.



E-Book anfordern:

[leonteq.com/investing-with-structured-products](https://leonteq.com/investing-with-structured-products)

Unter diesem Link finden Sie ebenfalls die wichtigsten Risiken in Bezug auf unsere Anlageprodukte und -lösungen.



LEONTEQ

## Feste Autorinnen und Autoren von The Market

**Alfons Cortés**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y124a](https://go.themarket.ch/y124a)

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/y124b](https://go.themarket.ch/y124b)

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

**Myret Zaki**

Ihr neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y124c](https://go.themarket.ch/y124c)

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/y124d](https://go.themarket.ch/y124d)

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/y124e](https://go.themarket.ch/y124e)

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

**Lyn Alden**

Ihr neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y124f](https://go.themarket.ch/y124f)

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

**Jörg Wuttke**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y124g](https://go.themarket.ch/y124g)

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/y124h](https://go.themarket.ch/y124h)

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/y124i](https://go.themarket.ch/y124i)

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/y124j](https://go.themarket.ch/y124j)

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

**Anne Stevenson-Yang**

Ihr neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y124k](https://go.themarket.ch/y124k)

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/y124l](https://go.themarket.ch/y124l)

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

**George Magnus**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y124n](https://go.themarket.ch/y124n)

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/y124o](https://go.themarket.ch/y124o)

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/y124p](https://go.themarket.ch/y124p)

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/y124q](https://go.themarket.ch/y124q)

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

**Michael Pettis**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y124r](https://go.themarket.ch/y124r)

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/y124s](https://go.themarket.ch/y124s)

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/y124t](https://go.themarket.ch/y124t)

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/y124u](https://go.themarket.ch/y124u)

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](http://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](http://themarket.ch) drei bis fünf hochwertige, zum Denken anregende Lesestücke zum Geschehen an den Finanzmärkten erwarten, unterteilt in folgende Inhaltsformate:

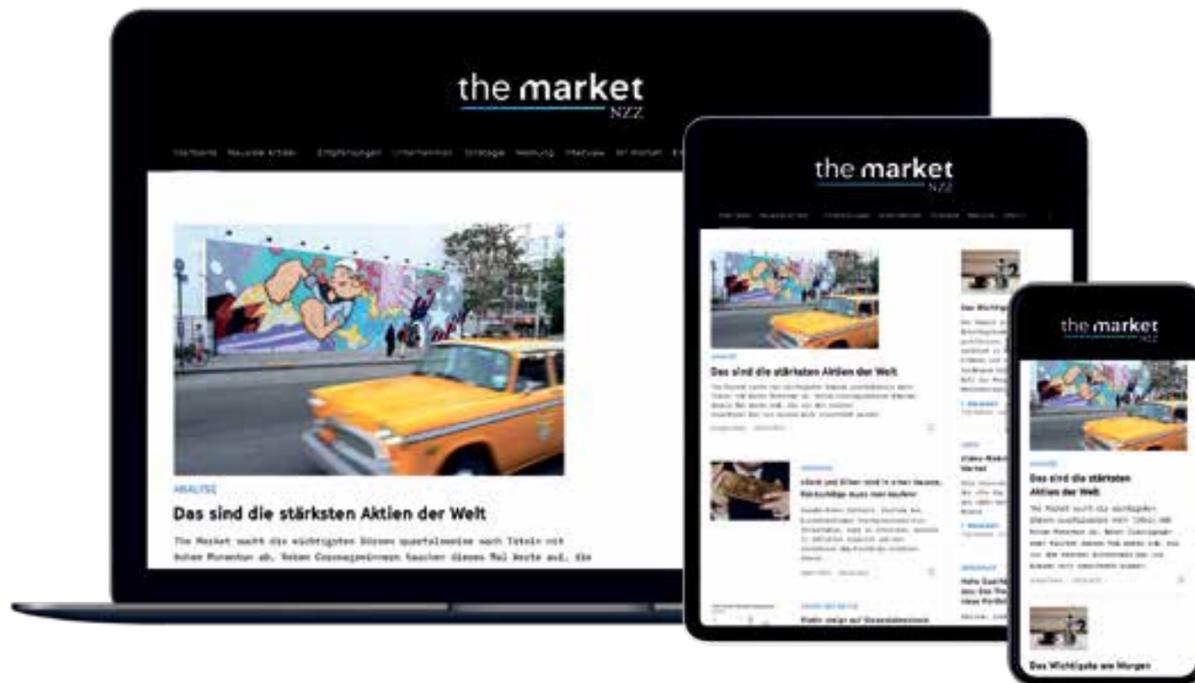
**Analyse:** Das ist Herzstück im Angebot von The Market. Von Montag bis Freitag präsentiert die Redaktion eine spezifische Anlageidee, sezziert ein Unternehmen oder eine Branche, beleuchtet eine wichtige Marktentwicklung oder blickt auf die Weltwirtschaft – schonungslos und unabhängig. Es ist unser 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](http://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.

**Mr Market:** Das kürzeste und schärfste Inhaltsformat ist die Börsenkolumne Mr Market. Sie wird vom festen Redaktionsteam geschrieben. Mr Market hat die Aktienmärkte im Blick und scheut sich nicht, mit seiner 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 derzeit 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](http://themarket.ch) thematische Übersichten:

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

**The Market Best Ideas Portfolio** vereint in einer breiten Aktienausswahl 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 Entwicklungen 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](http://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](http://themarket.ch)

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

Jetzt The Market 2 Monate lang für 25 Franken testen: [go.themarket.ch/abo25](http://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 schlägt sich wacker



Auf den fulminanten Januar folgte die Verschnaufpause. Das Gros der Anlageklassen zeigt seit einigen Wochen wieder nach unten – auch die Asset Allocation von The Market bleibt nicht verschont. **Von Sandro Rosa**

Die kraftvolle Aufwärtsbewegung vom Januar ging im Februar in eine Schwächephase über. Nahezu alle wichtigen Vermögensklassen haben seither an Wert eingebüsst. Ob Aktien, Anleihen oder Rohstoffe, sie alle tendieren seit Anfang Februar schwächer.

«Die Aussicht auf weitere Leitzinserhöhungen der Notenbanken dämpft den Risikoappetit»

Die wieder keimende Befürchtung, die Notenbanken würden die Leitzinsen länger hoch halten als erhofft, war die dominierende Kraft hinter der Korrektur. Wider Erwarten robuste Konjunkturdaten und entsprechend «hawkische» Aussagen einiger Fed-Exponenten schreckten die Marktteilnehmer auf.

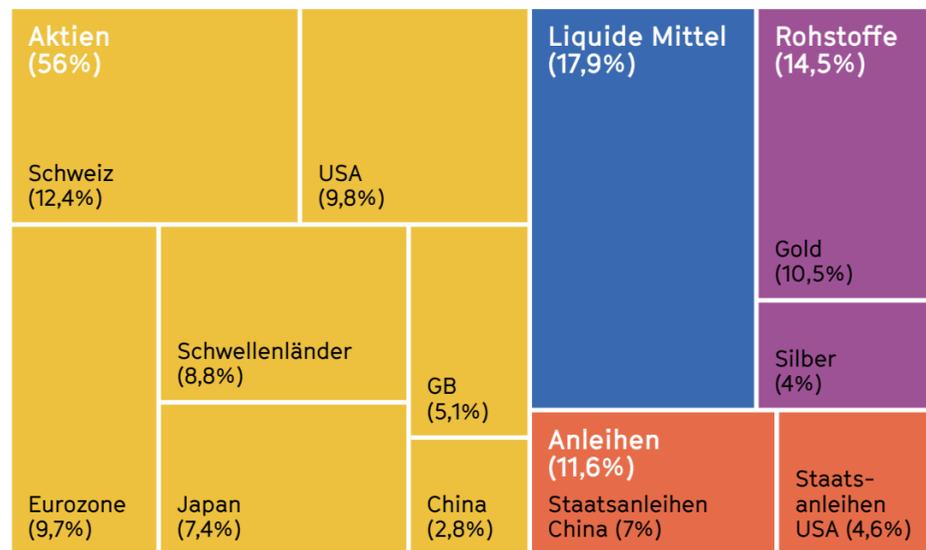
**Doch keine Zinssenkungen?**

Der robuste Arbeitsmarkt, der Anstieg des US-Detailhandelsumsatzes und die hartnäckig hohe Inflation auf beiden Seiten des Atlantiks haben den Hoffnungen, die Währungshüter könnten schon bald von ihrem Straffungszyklus absehen und in der zweiten Jahreshälfte mit Zinssenkungen beginnen, einen heftigen Dämpfer versetzt.

Kein Wunder, strebten die langfristigen Renditen in den USA, aber auch in Europa wieder nach oben. Die Zinsen auf zehnjährige US-Staatsanleihen durchbrachen für eine kurze Zeit die Marke von 4%, während zehnjährige deutsche Bundesanleihen zu Monatsbeginn 2,75% erreichten, bevor sie sich etwas entspannten. Die tendenziell steigenden Renditen sorgten dafür, dass globale Anleihen den gesamten Januar-Kursgewinn in den vergangenen Wochen preisgaben.

Der Zinsschub wiederum setzte die Aktienmärkte unter Druck. Auch die Gegenbewegung des Dollars, das Abflauen der Euphorie um die Öffnung der chinesischen Wirtschaft und Stresssignale im US-Bankensektor, nachdem die Silicon Valley Bank wegen eines Bank Run vom kalifornischen Bankenregulator geschlossen worden war, belasteten die Stimmung unter den Anlegern.

**The Market Asset Allocation – März 2023**



**In Kürze:**

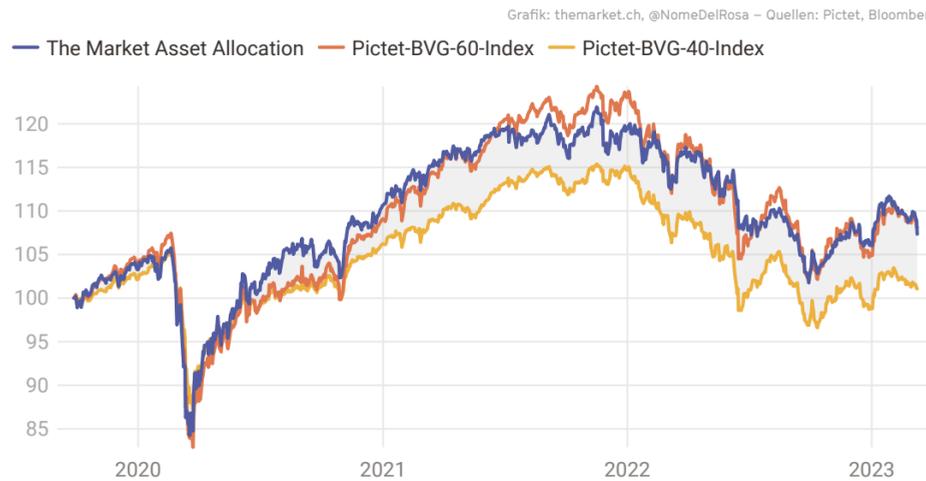
- Die Hoffnung auf Zinssenkungen schwindet
- Das Marktumfeld bleibt herausfordernd
- Eine robuste Anlagestrategie ist deshalb Pflicht

Franken ab, was die Performance des Portfolios geringfügig schmälerte.

Seit der Lancierung im September 2019 erzielt die The Market Asset Allocation in Franken eine Gesamtrendite von 73%. Damit hat das Portfolio deutlich besser abgeschnitten als der Pictet-BVG-40-Index, allerdings liegt es knapp hinter dem Pictet-BVG-60-Index.

**The Market Asset Allocation**

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



Nach dem starken Januar erlitt deshalb auch die Asset Allocation von The Market zuletzt einen Rücksetzer. Dennoch verzeichnet das Portfolio im Vergleich zum Jahresbeginn noch immer einen leichten Zuwachs. Einen positiven Beitrag zur Performance lieferten vor allem Aktien aus der Eurozone, die in Franken gerechnet um mehr als 9% zulegten. Aber auch japanische Titel und Valoren aus dem Vereinigten Königreich gewannen in Franken mehr als 4%. Schwellenländer (+2,6%) notierten ebenfalls im Plus, und gemessen am MSCI Switzerland avancierten hiesige Aktien

um 1,6%. Der grosse Bremsklotz war Silber, das im noch jungen Jahr schmerzhaft 13,6% einbüsste. Einen leichten Verlust verzeichneten auch chinesische Aktien (-0,5%). Staatsanleihen aus China (+0,6%) und aus den USA (+0,9%) bewegten sich nur unwesentlich.

**Wertzuwachs von mehr als 7%**

Seit dem Jahresanfang fiel die Währungsentwicklung zuungunsten der Asset Allocation von The Market aus. Dollar, Euro, Pfund, Renminbi und Yen schwächten sich alle zum

«Die Währungen haben sich zuungunsten der Asset Allocation entwickelt»

Per Schlusskurs am 10. März beträgt die Aktienquote 56%, Anleihen haben im Portfolio ein Gewicht von 11,6%, und der Anteil liquider Mittel beträgt hohe 17,9%. Die Edelmetalle Gold und Silber sind mit 14,5% vertreten und sorgen dank der geringen Korrelation zu den Aktien für Stabilität im Portfolio.

Die untenstehende Tabelle zeigt die ETF-Positionen im Portfolio. Seit dem 18. März 2022 können Anlegerinnen und Anleger direkt in ein Tracker-Zertifikat investieren, das die The Market Asset Allocation abbildet. Es hat das Kürzel TMAAPZ und den Valor 113'975'794. Die Gesamtkostenquote beläuft sich auf 0,6%.

Lesen Sie alles zur The Market Asset Allocation online:

[go.themarket.ch/y126](https://go.themarket.ch/y126)



**The Market Asset Allocation Portfolio: März 2023**

\*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	12,4
Aktien Eurozone	MSCI EMU	UBS ETF (LU) MSCI EMU UCITS ETF (EUR) A-acc	LU0950668870	0,18	EUR	Physisch	9,7
Aktien GB	FTSE 100	iShares FTSE 100 UCITS ETF GBP (Acc)	IE00B53HP851	0,07	GBP	Physisch	5,1
Aktien USA	S&P 500	iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc)	IE00B5BMR087	0,07	USD	Physisch	9,8
Aktien Japan	MSCI Japan	UBS ETF MSCI Japan UCITS ETF (JPY) A-acc	LU0950671825	0,19	JPY	Physisch	7,4
Aktien Schwellenländer	MSCI Schwellenländer	Amundi MSCI Emerging Markets	LU1681045453	0,20	USD	Synthetisch	8,8
Aktien China	FTSE China	Franklin FTSE China UCITS ETF	IE00BHZRR147	0,19	USD	Physisch	2,8
Gold	LBMA Goldpreis	UBS ETF (CH) – Gold (USD) A-dis	CH0106027193	0,23	USD	Physisch	10,5
Silber	LBMA Silberpreis	ZKB Silver ETF AA CHF	CH0183135976	0,60	CHF	Physisch	4
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	4,6
Staatsanleihen China	FTSE GS China Government Bond Index	Goldman Sachs Access China Govt Bd UCITS ETF - USD Acc	IE00BJSBC011	0,24	USD	Optimiert	7
Cash							17,9
<b>Total</b>							<b>100</b>

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

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



### 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.

**Profitieren Sie von der weiteren Entwicklung des The Market Asset Allocation Portfolio Index.**

**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 Potenzial für steigende Ausschüttungen 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).

Im Portfolio befinden sich beispielsweise die Genussscheine von Roche sowie die Aktien von ABB, Swisscom und Zurich Insurance. Insgesamt machen solche qualitativ hochwertigen Dividentitel 71% des Portfolio-werts aus (vgl. Grafik 1).

## «Das Ziel ist eine langfristig attraktive Gesamtperformance»

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.

Ergänzt wird die Auswahl um Opportunitäten. Es handelt sich um Papiere, 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 der Migros hat der Kurs der Aktie stark gelitten. Das Erholungspotenzial ist jedoch intakt. Die Ausschüttungen sind dank der soliden Kapitalausstattung zudem gesichert sowie mit einer Rendite von 5,4% höchst attraktiv (vgl. Tabelle 2).

Weiter sind die Valoren des Flughafens Zürich enthalten. Sie versprechen mit der Erholung des Flugverkehrs weiteres Kurspotenzial. Noch fliesst zwar erst eine kleine Dividende. Doch künftig dürfen wieder steigende und attraktive Ausschüttungen erwartet werden.

### Widerstandsfähige Auswahl

Die Performance des The Market Dividend Opportunities Portfolio hatte 2021 nicht mit der starken Avance des Gesamtmarktes nach der Pandemie mithalten können. Doch in der Korrektur von 2022 bewies der Fokus auf Dividendenwerte seine Stärke. Zudem wurde zu Beginn des vergangenen Jahres im Hinblick auf den neuen Zinszyklus das Gewicht der Finanzwerte erhöht (vgl. Grafik 4). Das führte beim Einmarsch Russlands in die Ukraine und bei den dadurch ausgelösten Marktturbulenzen zwar anfänglich zu grösseren Schwankungen, lieferte danach aber einen positiven Beitrag zur Gesamtperformance.

Während der SPI im vergangenen Jahr 16,5% verloren hat, hat das Dividendenportfolio nur 5% eingebüsst und eine Überrendite von 11,5 Prozentpunkten erreicht. Auch im Aufschwung vom Januar und im Februar entwickelte sich das Portfolio stärker als der Gesamtmarkt. Mit Stichtag 10. März notiert es 4,8% höher als zu Jahresbeginn. Der SPI hat 1,9% gewonnen. Auch über die gesamte Laufzeit schneidet das Portfolio besser ab als

### In Kürze:

- Das Dividend Opportunities Portfolio setzt auf Aktien mit hoher Ausschüttung
- Opportunitätspositionen ergänzen die Auswahl
- Die Rendite beträgt 4,2%

der breite Markt – obwohl die Bankaktien am letzten Tag der Messung einen Rückschlag hinnehmen mussten. Inklusive aller Kosten hat das Dividendenportfolio seit der Indexierung am 3. Mai 2021 um 2% zugelegt, während der SPI im selben Zeitraum 2% verloren hat (vgl. Grafik 3).

Derzeit vereint das Dividend Opportunities Portfolio neunzehn Dividentitel und fünf Opportunitätspositionen. Für das laufende Jahr versprechen sie eine Rendite von 4,2%.

Lesen Sie alles zum The Market Dividend Opportunities Portfolio online: [go.themarket.ch/y128](https://go.themarket.ch/y128)



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

Stand: 10. März 2023



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

Opportunitätspositionen sind grau hinterlegt (Renditeschätzung: Bloomberg-Konsens)

Aktie	Sektor	Dividendenrendite (Schätzung 2023)	Gewicht per 10.3.2023
ABB	Industrie	2,7%	3,89%
Adecco	Industrie	7,1%	2,06%
Baloise	Finanz	5,5%	3,13%
Bystronic	Industrie	2,2%	2,22%
Cembra Money Bank	Finanz	5,4%	4,31%
DKSH	Industrie	2,9%	3,95%
EFG International	Finanz	5,2%	4,27%
Ems-Chemie	Grundstoffe	3,1%	3,07%
Flughafen Zürich	Industrie	1,6%	3,89%
Helvetia	Finanz	5,0%	4,18%
Holcim	Grundstoffe	4,2%	3,83%
Julius Bär	Finanz	4,8%	3,43%
Landis+Gyr	Industrie	2,9%	4,14%
Mobilezone	Zyklischer Konsum	6,4%	5,01%
Mobimo	Immobilien	4,4%	2,97%
Novartis	Gesundheit	4,3%	3,57%
Roche GS	Gesundheit	3,7%	3,29%
SGS	Industrie	3,9%	2,85%
St. Galler KB	Finanz	3,6%	4,24%
Swatch Group I	Zyklischer Konsum	2,3%	4,39%
Swiss Life	Finanz	5,4%	4,85%
Swisscom	Kommunikationsdienste	3,8%	4,40%
Valiant	Finanz	5,2%	3,78%
Zurich Insurance	Finanz	5,3%	4,30%
Cash			10,00%

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

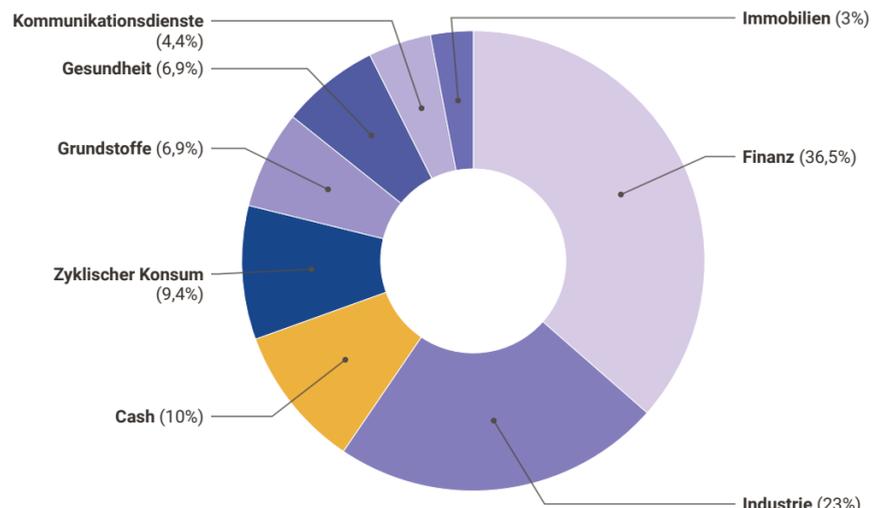
Seit Indexierung am 3. Mai 2021 bis 10. März 2023

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



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

Sektoren in % des Portfolios (Stand: 10. März 2023)



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.

**In Kürze:**

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

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.

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

2022 haben viele Qualitätsaktien signifikante Kursverluste erlitten, weil ihre teils stolze Bewertung unter dem Einfluss steigender Zinsen unter Druck kam. In der Schweiz betraf dies beispielsweise Namen wie Straumann, VAT, Geberit, Ems-Chemie, Sika oder Lonza. An der Qualität dieser Unternehmen hat sich zwar nichts geändert, aber die Bewertungskorrektur ihrer Valoren belastete das Best Ideas Portfolio. In der Markterholung ab Dezember 2022 zählten viele dieser Aktien wieder zu den grössten Gewinnern.

Seit der Lancierung des Zertifikats am 12. Januar 2021 beträgt die Gesamtrendite netto, d.h. inklusive Dividenden und nach Abzug aller Kosten, +5,3% (Stichtag: 10. März 2023). Damit hat das Portfolio besser abgeschnitten als der Swiss Performance Index (+3,7%) und der in Dollar gerechnete MSCI World Total Return Index (+0,4%).

**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. Gerade in einem wirtschaftlichen Abschwung – die Wahrscheinlichkeit einer Rezession im Verlauf der kommenden zwölf bis 24 Monate ist erhöht – bieten Unternehmen mit soliden Bilanzen einen gewissen Schutz: Sie werden nicht zur Unzeit zu einer Kapitalerhöhung gezwungen, um ihre Schulden zu bedienen.

Erhaltene Dividenden fliessen in die taktische Cash-Position des Portfolios und werden situativ reinvestiert. 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 Rebalancing –, wird ad hoc darüber informiert. Derzeit umfasst das Portfolio Valoren von 38 Unternehmen, von denen 32 als Qualitäts- und sechs als Risikopositionen geführt werden. Die taktische Bargeldquote beträgt gegenwärtig 8,75%. Sie dient als «trockenes Pulver», um im Fall von Rückschlägen zuzukaufen zu können.

Die grössten Kursgewinne seit der Lancierung des Portfolios stammen von den Aktien des dänischen Insulinherstellers Novo Nordisk, des niederländisch-britischen Ölförderers Shell sowie von Berkshire Hathaway, der Beteiligungsgesellschaft von Warren Buffett. Aus dem Feld der Schweizer Aktien glänzt der Innerschweizer Hersteller von Kabelverarbeitungsanlagen Komax mit der besten Kursleistung seit der Lancierung. Swatch Group hat besonders seit November 2022 mit einem kräftigen Kursschub auf das Ende der Null-Covid-Politik in China reagiert.

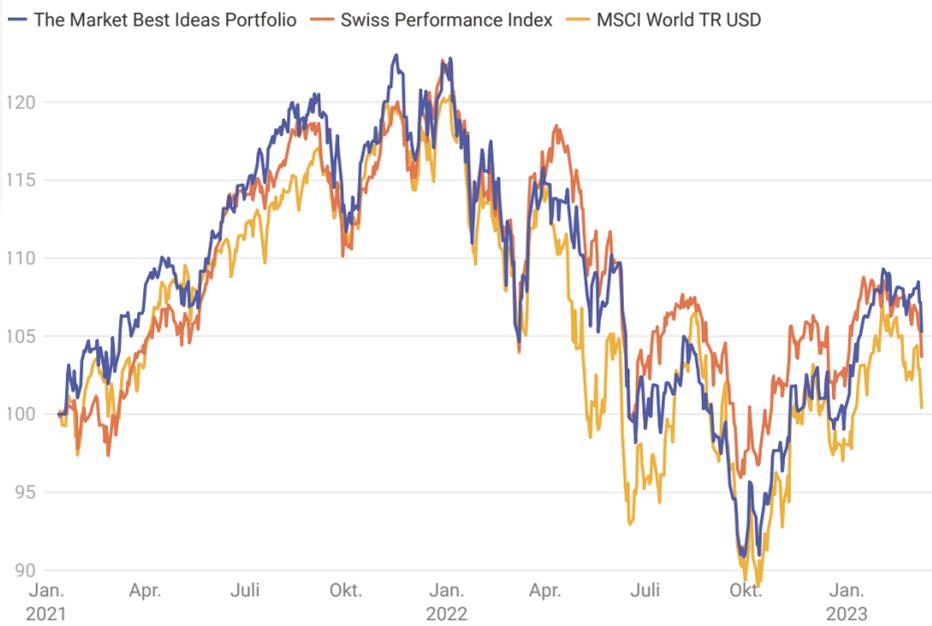
**Goldminen aufgestockt**

Die jüngsten Zugänge im Portfolio waren im Dezember die Aktien des deutschen Chemieriesen BASF sowie Anfang Januar die Titel des kanadischen Goldminenkonzerns Agnico Eagle Mines. BASF ist nach Ansicht der Redaktion von The Market günstig bewertet, die Dividendenrendite beträgt 7,1%. Mit Agnico Eagle, Newmont und Pan American Silver besitzt das Portfolio drei Aktien aus dem Gold- und Silberminensektor. Sie dürften besonders dann mit Kursgewinnen reagieren, falls die US-Wirtschaft in eine Rezession fallen sollte und das Fed die Zinsen senken muss. Bis dahin werfen sie eine Dividendenrendite um 3% ab.

Das Tracker-Zertifikat wird an der SIX Swiss Exchange unter dem Kürzel TMBITQ und der Valorennummer 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 10. März 2023.

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

Performance (netto, inkl. Kosten), inkl. Dividenden, per 10. März 2023, indexiert (12. Januar 2021 = 100) Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



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

Qualitätstitel und Risikopositionen (grau), Stand 10. März 2023

Name	Land	Sektor	Gewicht per 10.3.2023
Agnico Eagle Mines	Kanada	Grundstoffe	1,22%
Alphabet	USA	Kommunikationsdienste	2,48%
Baloise	Schweiz	Finanz	2,08%
Barry Callebaut	Schweiz	Basiskonsum	2,04%
BASF	Deutschland	Grundstoffe	1,46%
Belimo	Schweiz	Industrie	2,54%
Berkshire Hathaway B	USA	Finanz	3,10%
BHP	Australien	Grundstoffe	2,45%
Bossard	Schweiz	Industrie	2,69%
Clariant	Schweiz	Grundstoffe	2,28%
DKSH	Schweiz	Industrie	2,50%
Ems-Chemie	Schweiz	Grundstoffe	1,87%
Fresenius	Deutschland	Gesundheit	1,23%
Geberit	Schweiz	Industrie	2,69%
Helvetia	Schweiz	Finanz	2,96%
Holcim	Schweiz	Grundstoffe	3,31%
Julius Bär	Schweiz	Finanz	3,44%
Kardex	Schweiz	Industrie	1,98%
Komax	Schweiz	Industrie	3,38%
Logitech	Schweiz	IT	2,31%
Lonza	Schweiz	Gesundheit	2,91%
Mastercard	USA	IT	2,40%
Microsoft	USA	IT	2,75%
Nestlé	Schweiz	Basiskonsum	2,40%
Newmont	USA	Grundstoffe	2,16%
Novo Nordisk	Dänemark	Gesundheit	4,04%
Pan American Silver	Kanada	Grundstoffe	1,24%
Roche GS	Schweiz	Gesundheit	1,92%
Sanofi	Frankreich	Gesundheit	2,34%
Schindler PS	Schweiz	Industrie	2,48%
Shell	Niederlande	Energie	2,84%
Sika	Schweiz	Grundstoffe	2,62%
Straumann	Schweiz	Gesundheit	2,14%
Swatch Group I	Schweiz	zyklischer Konsum	3,05%
Temenos	Schweiz	IT	2,19%
VAT	Schweiz	Industrie	2,84%
Zur Rose	Schweiz	Basiskonsum	0,16%
Zürich Insurance	Schweiz	Finanz	2,76%
Cash			8,75%

Lesen Sie alles zum The Market Best Ideas Portfolio online:  
[go.themarket.ch/y129](https://go.themarket.ch/y129)

## IMPRESSUM

<p>The Market, die Finanzplattform für versierte Anlegerinnen und Anleger, erscheint täglich online sowie als Newsletter: <a href="https://themarket.ch">themarket.ch</a></p> <p>Mit dieser Beilage erscheint The Market in gedruckter Form, um Ihnen die digitalen Inhalte von The Market vorzustellen.</p>	<p><b>Folgen Sie The Market</b>          Twitter: <a href="https://twitter.com/TheMarket_CH">@TheMarket_CH</a>          LinkedIn: <a href="https://company/the-market-ch">/company/the-market-ch</a>          Facebook: <a href="https://TheMarketCH">/TheMarketCH</a>          Newsletter: <a href="https://go.themarket.ch/newsletter">go.themarket.ch/newsletter</a></p> <p><b>Leserservice</b>          Telefon +41 44 258 10 00,  <a href="mailto:leserservice@nzz.ch">leserservice@nzz.ch</a></p>	<p><b>Abonnement</b>          Probe-Abo 2 Monate: CHF 25.-  <a href="https://go.themarket.ch/abo25">go.themarket.ch/abo25</a>          Abo 1 Monat: CHF 37.-          Abo 6 Monate: CHF 210.-          Abo 1 Jahr: CHF 369.-</p> <p>Kombi-Spezialpreis für NZZ-Abonnentinnen und -Abonnenten:          Abo 6 Monate: CHF 169.-          Abo 1 Jahr: CHF 296.-</p>	 <p><b>Die aussagekräftigere Analyse gewinnt.</b></p>
<p><b>Chefredaktor</b>          Mark Dittli (MD)  <a href="mailto:mark.dittli@themarket.ch">mark.dittli@themarket.ch</a></p> <p><b>Stellvertretender Chefredaktor</b>          Sandro Rosa (SR)  <a href="mailto:sandro.rosa@themarket.ch">sandro.rosa@themarket.ch</a></p> <p><b>Redaktion</b>          Ruedi Keller (RK)  <a href="mailto:ruedi.keller@themarket.ch">ruedi.keller@themarket.ch</a></p> <p>Gregor Mast (GM)  <a href="mailto:gregor.mast@themarket.ch">gregor.mast@themarket.ch</a></p> <p>Christoph Gisiger (CG, Los Angeles)  <a href="mailto:christoph.gisiger@themarket.ch">christoph.gisiger@themarket.ch</a></p> <p>Gabriella Hunter (GAH)  <a href="mailto:gabriella.hunter@themarket.ch">gabriella.hunter@themarket.ch</a></p> <p>Giorgio Müller (GVM)  <a href="mailto:giorgio.mueller@themarket.ch">giorgio.mueller@themarket.ch</a></p> <p>Henning Hölder (HOE)  <a href="mailto:henning.hoelder@themarket.ch">henning.hoelder@themarket.ch</a></p>	<p><b>Freie Autorinnen und Autoren</b>          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)</p>	<p>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)</p> <p><b>Konzeption und Gestaltung der Beilage</b>          Laurent Burst</p> <p><b>Bildnachweise</b>          Alle Charts: The Market          Alle Illustrationen und Bildverfremdungen: Laurent Burst          Alle Porträtbilder von Autorinnen und Autoren sowie S. 8, 9: zur Verfügung gestellt          S. 1: ActionVance, Unsplash          S. 3: Stanislav, Adobe Stock          S. 17: David Paul Morris, Bloomberg          S. 18: Christopher Goodney, Bloomberg</p>	<p><b>Beratung und Verkauf</b>          Ruedi Minger (Leiter Verkauf)  <a href="mailto:ruedi.minger@themarket.ch">ruedi.minger@themarket.ch</a>          Telefon +41 44 468 20 22</p> <p>Fabio Pasinetti (Leiter Produktmanagement)  <a href="mailto:fabio.pasinetti@themarket.ch">fabio.pasinetti@themarket.ch</a>          Telefon +41 44 468 20 25</p> <p>The Market Media AG          Zurlindenstrasse 134          CH-8003 Zürich          Tel. +41 44 468 20 20</p> <p><b>Mediadaten</b>  <a href="https://go.themarket.ch/mediadaten">go.themarket.ch/mediadaten</a></p> <p><b>Aktionariat</b>          60% Mitglieder der Redaktion          40% Neue Zürcher Zeitung AG</p>



MEHR DAZU

the market  
NZZ[go.themarket.ch/bestideas](https://go.themarket.ch/bestideas)

## Tracker-Zertifikat auf das The Market Best Ideas Portfolio

### Hohe Qualität zahlt sich aus Investieren in die Anlageideen von The Market

Die Redaktion von The Market analysiert täglich das Geschehen an den globalen Finanzmärkten und in der Welt der Unternehmen. Dabei gilt der Fokus stets den grossen Zusammenhängen und der fundierten Recherche aus Sicht des Investors. Seit März 2020 führt die Redaktion das The Market Best Ideas Portfolio, bestehend aus den Aktien von rund 35 Unternehmen, die attraktive Anlageperspektiven bieten.

In der Auswahl der Aktien achtet die Redaktion auf hohe Qualität, in Form stabiler Kapitalrenditen und Margen, solider Bilanzen und nachhaltiger Entwicklung der Dividende. Geografisch ist das Portfolio auf die Schweiz ausgerichtet, es wird jedoch mit internationalen Aktien ergänzt. Das Portfolio eignet sich für Investoren mit langem Anlagehorizont.

**Profitieren Sie von der weiteren Entwicklung des The Market Best Ideas Portfolio Index. Jetzt einsteigen!**

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

Valor 56238816 | SIX Symbol TMBITQ | ISIN CH0562388162

Kontakt für produktbezogene Fragen  
 Leonteq Securities AG | Telefon +41 58 800 1111 | eMail [info@leonteq.com](mailto:info@leonteq.com)

POWERED BY  
**LEONTEQ**

## MEINUNG

# Zu viele Fata Morganas

Die Finanzmärkte sind weiterhin geprägt von unrealistischen Wunschträumen – obschon Aktieninvestments spürbar an Attraktivität eingebüsst haben. Anleger sollten einige dieser Fata Morganas kritisch hinterfragen. **Von Heinz-Werner Rapp**

Die globalen Kapitalmärkte durchlaufen ein kompliziertes Szenario, das noch immer durch erhebliche Stagflationsrisiken gekennzeichnet ist. Dies erzeugt unklare Verlaufspfade der Realwirtschaft und Widersprüche an den Märkten. Deutlich gestiegene Geldmarktzinsen reduzieren die relative Attraktivität von Aktieninvestments. Zugleich zirkulieren an den Märkten weiter unrealistische Wunschträume. Investoren sollten einige dieser Fata Morganas kritisch hinterfragen.

**Fata Morgana 1:****Der Traum von Goldilocks**

Bis vor kurzem haben die Kapitalmärkte ein relativ sorgloses Szenario gehandelt: Die globale Inflation würde stetig zurückgehen, grosse Notenbanken wie das Fed in den USA könnten ihren restriktiven Kurs bald lockern, und zugleich würde die globale Wirtschaft ohne Rezession oder ernsthaften Gewinneinbruch davonkommen. Dieses erfreuliche Bild, oftmals auch als Soft Landing oder Goldilocks-Szenario titulierte, ist wohl zu schön, um wahr zu sein. Entsprechend haben auch die Märkte diese seit Ende 2022 kursierende Wunschvorstellung in den letzten Wochen ausgepreist.

Speziell die Hoffnung, das Fed könne schon Mitte 2023 mit Zinssenkungen beginnen, hat sich als trügerisch erwiesen. Inzwischen zeichnet sich in der US-Geldpolitik eine Fortsetzung des Straffungskurses ab, der die Geldmarktzinsen deutlich über 5% führen wird.

## «In der US-Geldpolitik zeichnet sich eine Fortsetzung des Straffungskurses ab»

Dahinter steht die Erkenntnis, dass nach einem derart starken Inflationsschub wie 2021/2022 nicht einfach zur Tagesordnung übergegangen werden kann. Speziell in der US-Wirtschaft zeigt sich, dass die massiven Stützungsprogramme während der Pandemie einen Zustand der monetären Überhitzung – und damit eine Verfestigung inflationärer Kräfte – ausgelöst haben. Trotz deutlich gesunkener Energiepreise resultiert daraus hartnäckige Persistenz – oder sogar ein weiterer Anstieg – bestimmter Inflationstreiber.

Solche Konstellationen sind weder unbekannt noch überraschend. Im Gegenteil zeigen frühere hoch inflationäre Episoden wie etwa die Siebzigerjahre ähnliche Verlaufsmuster. Da sich heute aber nur noch wenige Investoren an diese Zeit erinnern, konnte sich schnell das Narrativ von «stetig zurückgehender Inflation» entwickeln. Das war Fata Morgana Nr. 1.

**Fata Morgana 2:****«Aktien sind wieder preiswert»**

Durch die Neukalibrierung der US-Geldpolitik seit Anfang Februar hat sich das komplizierte Gefüge an den Kapitalmärkten deutlich verschoben: Mit einer Rendite von über 5% sind Cash und kurzlaufende US-Anleihen plötzlich wieder eine echte Konkurrenz für die volatilen Aktien- und Bondmärkte. Die relative Bewertung von Aktien, Anleihen und Bargeld hat sich dadurch – speziell im Vergleich zu den zurückliegenden Nullzinsjahren – massiv verändert.

## «Investoren sollten nicht zu offensiv agieren, sondern sich auf Sektoren mit ausgeprägter relativer Trendstärke konzentrieren»

Bewertungsfaktoren wie die Equity Risk Premium (ERP, Verhältnis von Gewinnrendite bei Aktien und risikoloser Alternativrendite) gewinnen schlagartig an Bedeutung. Speziell die ERP hat sich durch den erneuten Zinsanstieg der letzten Wochen deutlich reduziert, die bewertungstechnische Attraktivität von Aktien relativ zum Bond- oder zum Geldmarkt hat sich also signifikant verschlechtert. Dieser Punkt springt besonders ins Auge, wenn man die Gewinnrendite des Aktienmarktes mit dem risikolosen Zins vergleicht (6-Monats-Geldmarktzins: rund 5%).

Aktien sind – trotz heftigem Kursverfall im Vorjahr – nicht preiswert, sondern haben sich wieder erheblich verteuert. Das liegt weniger an sinkenden Unternehmensgewinnen, sondern in erster Linie an der schlechteren Bewertungsrelation im Vergleich zum risikolosen Zins. Diese Grundaussage, dargestellt am Beispiel des US-Aktienmarktes, gilt jeweils auf einer aggregierten Gesamtmarktebene. Dass Aktien nach dem Absturz des Vorjahres endlich wieder preiswert sein sollen, ist somit Fata Morgana Nr. 2.

**Fata Morgana 3:****Das «Buy the Dip»-Mantra**

Vieles am Aktienmarktgeschehen erweckt den Eindruck, dass die rapide Verschlechterung wichtiger Bewertungsrelationen noch nicht überall verstanden wird. Stattdessen konzentrieren sich «Schnäppchenjäger» darauf, scheinbar preiswert gewordene Titel «günstig» einzusammeln, speziell in den hoch riskanten Bereichen.

Dabei gilt erneut das Mantra «Buy the Dip», das vor allem unerfahrene Neo-Investoren zu oftmals hoch spekulativen Engagements in den Grauzonen der Aktienmärkte verleitet. Als preiswert gilt alles, was in den zurückliegenden Monaten kräftig gefallen ist. Nach Kursverlusten von teilweise 70 bis 80% im Vorjahr müssen viele Titel gemäss dieser Logik wieder preiswert sein.

Die Phase von Dezember 2022 bis Ende Januar 2023 war stark von einer hektischen «Buy the Dip»-Mentalität geprägt. Das grosse Bild (hartnäckige Inflation, resolutes Fed-Umfeld) wurde oftmals ausgeblendet. Aggressive Anlagen wie der ARK Innovation Fund der Investorin Cathie Wood stiegen allein im Januar rund 40%, was die «Buy the Dip»-These scheinbar klar belegte. Erneute Kursverluste seitdem zeigen jedoch, dass hier Fata Morgana Nr. 3 am Werk war.

**Fata Morgana 4:****«Der Markt als Spiel»**

Vieles am Marktgeschehen zum Jahresbeginn weckt Erinnerungen an die Zeit der Pandemie. Wie schon in der hitzigen Phase von 2020/21 sind Meme Stocks, Aktien von oftmals zwei-

felhafter Qualität mit starker Befeuerung durch Online-Foren und soziale Medien, im Fokus. Und wie 2020/21 greifen viele Neo-Investoren bevorzugt zu hoch riskanten Umsetzungsvarianten. Besonders beliebt sind konzertierte Käufe an den Optionsmärkten, die auf einen Gamma Squeeze abzielen: Durch einen massiven Kauf von Call-Optionen wird starker Aufwärtsdruck auf die Aktienmärkte ausgeübt, Teilnehmer können dann mit grosser Hebelwirkung gewinnen – oder aber ihren Einsatz komplett verlieren.

## «Leichtsinnige Akteure werden über kurz oder lang bestraft»

Der letzte Schrei ist der Erwerb extrem kurzlaufender Kaufoptionen, sogenannter oDTE (Zero Days to Expiration). Hierbei handelt es sich um Instrumente für hoch spekulatives Daytrading, die oft an das Prinzip Kettenbrief erinnern. Die Volumen derartiger oDTE-Optionengeschäfte und generell das Handelsvolumen am Optionsmarkt sind in den USA zuletzt massiv gestiegen.

Ein Anstieg spekulativer Aktivitäten ist schon seit den Covid-Lockdowns von 2020/21 erkennbar. Die Kombination aus staatlich verordneter Freizeit und üppigen Checks der Regierung war für viele Neo-Investoren ein Anreiz, um erstmals an den Aktien- und den Optionsmärkten zu «spielen». Sowohl der spekulative Hype um Meme Stocks als auch der aggressive Einsatz hochgradig gehebelter Instrumente deuten auf eine zunehmende «Gamification» der Aktienmärkte hin, also eine faktische Gleichsetzung von Finanzinvestments mit einem Computerspiel oder einem Online-Wettbüro.

Vieles an dieser «spielerischen» Investmentwelt hat mit dem Zustrom jüngerer Marktteilnehmer und der Ausbreitung digitaler Handelsplattformen zu tun. Wenn selbst komplexe Optionengeschäfte mit wenigen Klicks am Laptop vom heimischen Sofa erledigt werden können, geht zwangsläufig das Verständnis für die Komplexität realer Kapitalmärkte verloren. Dennoch sollte immer klar sein: Kapitalmärkte sind kein Spiel. Hierin liegt, vermutlich für sehr viele Neo-Investoren, die Tragik von Fata Morgana Nr. 4.

## Fazit für Investoren: Nicht übermütig werden

Das derzeitige Bild an den Kapitalmärkten ist nicht leicht zu interpretieren. Kurzfristig gibt es gegenläufige Entwicklungen, die das Szenario verkomplizieren. So senden robuste Konjunkturdaten in den USA und Europa sowie die konjunkturelle Belebung in China

klare Signale in Richtung höherer Marktzinsen. Dieser Trend wird unterstützt durch rigide Inflation in vielen Bereichen. Dadurch verschlechtern sich sowohl das Liquiditätsumfeld als auch die Bewertungslogik für Aktien und andere Risikoaktiva. Gleichzeitig impliziert ein anhaltend harter Kurs des Fed aber auch ein mögliches «Overtightening» sowie zunehmende Risiken für eine nachfolgende Rezession in den USA, was wieder zinsdämpfend wirken würde.

Bei den Unternehmensgewinnen ist ebenfalls mit negativen Überraschungen zu rechnen, speziell in den USA. Hinzu kommt, dass viele Marktteilnehmer sich vermehrt von Fata Morganas statt von fundierten Einschätzungen leiten lassen. All dies spricht noch nicht wirklich für ein gesundes Marktumfeld. Ähnlich widersprüchlich erscheinen auch die grundlegenden Markttrends. Der globale Zinspfad scheint vorerst weiter aufwärts gerichtet. Indizes wie der S&P 500 sind zuletzt auf kritische Trendmarken zurückgefallen. Obwohl die Marktbreite merklich gestiegen ist, wecken viele Märkte noch Zweifel an einer nachhaltigen positiven Trendwende.

Vor diesem Hintergrund sollten Investoren vorerst nicht zu offensiv agieren und sich auf Sektoren mit ausgeprägter relativer Trendstärke konzentrieren. Bei einem risikolosen Zins von rund 5% (zumindest in den USA) ist eine abwartende Portfolioausrichtung temporär gut zu ertragen.



**Heinz-Werner Rapp**

Heinz-Werner Rapp ist Vorstand und CIO beim Investmenthaus Feri mit Standorten in Deutschland, Luxemburg, Österreich und der Schweiz, wo er die Anlagestrategie und sämtliche Investmentaktivitäten verantwortet. Er beschäftigt sich seit Jahren mit neuartigen Kapitalmarktmodellen und hat die Grundlagen der Cognitive-Finance-Theorie entwickelt. 2016 hat er das Feri Cognitive Finance Institute als Forschungszentrum und kreative Denkfabrik gegründet. Seine Interessen- und Analyseschwerpunkte sind Komplexitätstheorie, progressive Trends und systemische Risiken als Folge weltweit exzessiver Notenbankpolitik. Rapp hat an der Universität Mannheim Wirtschafts- und Rechtswissenschaften studiert und 1994 dort über psychologisch geprägtes Anlegerverhalten doktriert.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y131](https://go.themarket.ch/y131)



# WAR GESTERN FLÜSSIG, DAMIT SIE ES AUCH **MORGEN** NOCH SIND.

Gegossen, um Sie als Anleger nachhaltig vor Inflation zu schützen: **Gold**.



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.**