



## Richtig investieren



An den Aktienmärkten herrscht Verunsicherung, die steigenden Zinsen rücken Anleihen wieder in den Blick der Investoren, und nachhaltiges Anlegen hat an Glanz eingebüsst. The Market zeigt, worauf an den Börsen zu achten ist.

- Seite 4: Aktien für die Ewigkeit: Welche Renditen Investoren langfristig erwarten können
- Seite 6: Wie Anleger erfolgreich ein Vermögen aufbauen
- Seite 8: Simona Mocuta: «Das Fed kann 2024 die Zinsen deutlich senken»
- Seite 10: Was bei Investments in Anleihen zählt
- Seite 12: Worauf es bei ESG ankommt
- Seite 14: Neun Prinzipien für die Aktienanlage

# ATTRAKTIVE RENDITE AUF USD-CASHBESTÄNDE



**WEITERE  
INFORMATIONEN  
ZU UNSEREN ETP+**  
[https://sp.leonteq.com/  
news/all/etp-exchange-  
traded-product](https://sp.leonteq.com/news/all/etp-exchange-traded-product)



**058 800 1111**

LEONTEQ SECURITIES AG  
Public Solutions  
Europaallee 39 | 8004 Zürich  
Telefon 058 800 1111  
[info@leonteq.com](mailto:info@leonteq.com) | [sp.leonteq.com](https://sp.leonteq.com)

## WERBUNG

PARTIZIPATION | BÖRSLICH HANDELBAR

## GEHT DIE ZINSWENDE AUCH AN IHREN US-DOLLAR VORBEI?

Der Leonteq USD Overnight Return Index bezieht sich auf die Secured Overnight Financing Rate (SOFR), den Referenzzinssatz für Overnight-Transaktionen im US-Dollar-Repomarkt. Die SOFR ist mit der geldpolitischen Wende in den USA aus einer jahrelangen Lethargie erwacht. Seit März 2022 hat das Fed die Zinsen insgesamt zehnmal erhöht. In entsprechend vielen Stufen ging es mit dem Referenzzins nach oben. Der Leonteq USD Overnight Return Index «sammelt» die Verzinsung der US-SOFR an. Konkret steigt der Leonteq USD Overnight Return Index pro Kalendertag um 1/360 des Referenzzinssatzes. Am 09. Juni 2023 stand die SOFR bei 5.05%, das bedeutet, dass der Leonteq USD Overnight Return Index sich täglich um circa 1.4 Basispunkte erhöht.

Der Anleger trägt das Kreditrisiko der Emittentin Leonteq (Rating: Fitch BBB-). Der jeweils aktuelle Gegenwert des ETP ist mit einem Pfand (Collateral) besichert, das bei SIX SIS AG hinterlegt ist.

### Wir haben die Lösung für Sie: ETP+ auf den Leonteq USD Overnight Return Index

- Attraktive Rendite auf USD-Cashbestände
- Täglicher Handel an der SIX Swiss Exchange
- Keine Mindesthaltedauer
- Innovative Pfandbesicherung mit SIX
- Kein Durationsrisiko

### AN DER SIX SWISS EXCHANGE HANDELBAR: EXCHANGE TRADED PRODUCT

BASISWERT	BRIEFKURS*	LAUFZEIT	VALOR / SIX SYMBOL
Leonteq USD Overnight Return Index	USD 108.22	Open end	126132756 / USDO

**Minimaler Anlagebetrag** 1 Produkt  
**Treuhänder** SIX Repo AG, Schweiz  
**Emittentin** Leonteq Securities AG (Rating: Fitch BBB-)

**Administrationsgebühr** 0.30% p.a.  
**Verwahrstelle** SIX SIS AG, Schweiz  
**Emissionspreis** USD 107.423

Die in diesem Dokument erwähnten Finanzprodukte sind derivative Finanzinstrumente. Sie qualifizieren nicht als Anteile einer kollektiven Kapitalanlage im Sinne der Art. 7 ff. des Schweizerischen Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) und sind daher weder registriert noch überwacht von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA. Anleger geniessen nicht den durch das KAG vermittelten spezifischen Anlegerschutz.

\* Stand: 12.06.2023, Quelle: Leonteq Securities AG

#### ECHTLICHER HINWEIS

Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbung im Sinne von Art. 68 FIDLEG. Diese Publikation dient nur zu Informationszwecken und stellt weder eine Empfehlung zum Erwerb von Finanzprodukten noch eine Offerte oder Einladung zur Offertstellung dar und ist kein Research. Alle Angaben sind ohne Gewähr. Bei Produkten, welche nicht unter COSI® begeben werden, sind die Anleger dem vollen Kreditrisiko der Emittentin [resp. der Garantiegeberin] ausgesetzt. Die gemachten Angaben ersetzen nicht die vor dem Eingehen von Derivategeschäften in jedem Fall unerlässliche und an der Kundensituation ausgerichtete Beratung durch einen Finanzberater.

Diese Publikation ist weder ein vereinfachtes Prospekt im Sinne des Art. 5 KAG gemäss dem Wortlaut unmittelbar vor Inkrafttreten des Schweizer Finanzdienstleistungsgesetzes («FIDLEG»), noch ein Prospekt gemäss Art. 40 FIDLEG, noch ein Emissionsprospekt im Sinne des Art. 1156 OR. Die massgebende Produktdokumentation kann direkt bei Leonteq Securities AG unter Tel. +41 (0)58 800 1111, Fax +41 (0)58 800 1010 oder über E-Mail [termsheet@leonteq.com](mailto:termsheet@leonteq.com) bezogen werden.

Verkaufsbeschränkungen bestehen für den EWR, Hongkong, Singapur, die USA, US persons und das Vereinigte Königreich (die Emission unterliegt schweizerischem Recht).

Die Performance der den Finanzprodukten zugrunde liegenden Basiswerte in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung dar. Der Wert der Finanzprodukte untersteht Schwankungen des Marktes, welche zum ganzen oder teilweisen Verlust des Investments in die Finanzprodukte führen können. Der Erwerb der Finanzprodukte ist mit Kosten/Gebühren verbunden. Leonteq Securities AG und/oder ein verbundenes Unternehmen können in Bezug auf die Finanzprodukte als Market Maker auftreten, Eigenhandel betreiben sowie Hedging-Transaktionen vornehmen. Dies könnte den Marktkurs, die Liquidität oder den Marktwert der Finanzprodukte beeinträchtigen.

Soweit dieses Dokument Informationen zu einem verpackten Anlageprodukt für Kleinanleger und Versicherungsprodukt (PRIIP) enthält, ist in Übereinstimmung mit der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 (PRIIPs Verordnung) ein Basisinformationsblatt (BIB) unter folgendem Link abrufbar: <https://www.priipkidportal.com/>.

Eine Wiedergabe - auch auszugsweise - von Artikeln und Bildern ist nur mit Genehmigung von Leonteq Securities AG gestattet. Jegliche Haftung für unverlangte Zusendungen wird abgelehnt.

© Leonteq Securities AG 2023. Alle Rechte vorbehalten.

Mitglied bei

## MEINUNG

## Künstliche Intelligenz: Déjà-vu?

Die Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich. Das zeigt sich derzeit bei der wachsenden Euphorie um das Thema künstliche Intelligenz. **Von Sandro Rosa**

Sorgen vor etwas mehr als zwanzig Jahren Technologie- und Internetkonzerne wie Sun Microsystems, Microsoft, Cisco, Intel und Dell für leuchtende Augen unter den Investoren, sind es heute Unternehmen, die zu den Pionieren der künstlichen Intelligenz (KI) zählen – Google, Meta, Microsoft, Marvell Technology oder Nvidia. Glaubt man den begeisterten Stimmen, steht der Weltwirtschaft ein gewaltiger Innovations- und Produktivitätsschub bevor.

So meinte Alphabet-CEO Sundar Pichai kürzlich in einem Interview mit dem US-Fernseher CBS, KI sei die «tiefgreifendste Technologie, an der die Menschheit je gearbeitet hat – tiefgreifender als Elektrizität oder Feuer oder alles, was wir in der Vergangenheit gemacht haben». Ins gleiche Horn stiess Sam Altman, der Chef von OpenAI, die ChatGPT entwickelt hat. Er meinte, dass sich die Menschheit «auf einer exponentiellen Kurve bewegt», die zu enormem Reichtum führe.

## Erste Ideen im 19. Jahrhundert

Künstliche Intelligenz ist freilich nichts Neues – der Ausdruck kam schon in den Fünfzigerjahren auf. Erste Ideen gehen auf Lady Ada Lovelace und Charles Babbage zu Beginn des 19. Jahrhunderts zurück. So sagte Lovelace eine Maschine voraus, die «komplizierte und wissenschaftliche Musikstücke von beliebiger Komplexität und beliebigem Umfang komponieren» werde. Inspiriert wurde sie von der von Charles Babbage 1834 entworfenen Analytical Engine. Auf der theoretischen Ebene nahm Lovelace diverse Konzepte der modernen Programmierung vorweg.

## «Die Einführung von ChatGPT hat das Thema KI quasi über Nacht wieder ins Bewusstsein gerufen»

Die Umsetzung in die Praxis begann allerdings erst ein Jahrhundert später mit Alan Turing, der 1936 zeigte, dass sich alle Rechenoperationen auf Kombinationen von Nullen und Einsen zurückführen lassen. Er war am Design des ersten modernen Computers beteiligt, der 1948 in Manchester gebaut wurde. Heute ist KI omnipräsent: in Computerspielen, Drohnen, Navigationssystemen, in der Suchmaschine von Google oder der virtuellen Assistentin Siri von Apple.

Aber erst die Einführung von ChatGPT Ende des vergangenen Jahres hat das Thema quasi über Nacht einer breiteren Öffentlichkeit ins Bewusstsein gerufen. Die Website hat innerhalb von zwei Monaten die Marke von 100 Mio. aktiven Nutzern überschritten. Die Fähigkeit sogenannter Large Language Models, auf natürliche Weise mit Menschen zu kommunizieren, hat ihre Popularität befeuert und gezeigt, wie mächtig die Technologie inzwischen geworden ist.

Ein wachsender Teil der Öffentlichkeit realisiert nun, dass KI über das Potenzial verfügt, die intellektuelle Leistungsfähigkeit der Menschen zu steigern und zu erweitern. So gelang es beispielsweise Forschern des Massachusetts Institute of Technology unter Einsatz von KI, ein neuartiges Antibiotikum zu kreieren, das in der Lage ist, bislang resistente Bakterienstämme abzutöten. Ebenfalls



eindrücklich war ein Bild, das vor kurzem Aufsehen erregte: Es zeigte Papst Franziskus im Stil eines Rappers in eine Daunenjacke gehüllt. Das Foto war nicht echt, es wurde mit Midjourney erstellt, einem Programm, das KI nutzt, um lebensnahe Bilder zu generieren.

Die sogenannte generative KI vermag nicht nur aus vergangenen Daten zu extrapolieren, sondern schafft es, Neues zu kreieren – seien es Texte, Bilder oder Musik. «Zum ersten Mal in der Geschichte wird die menschliche Intelligenz in direktem Wettbewerb mit der algorithmengesteuerten Rechenleistung stehen», sagt Chen Zhao, Chefstrategie der kanadischen Research-Boutique Alpine Macro.

Wird KI zu einer nie dagewesenen Steigerung des Wachstums führen? Wird sie den Menschen mehr Freizeit ermöglichen – und/oder die Mittelschicht in die Armut stürzen, weil ihre Jobs obsolet werden? Die Gefahr ist real, dass vor allem Bürojobs durch den vermehrten Einsatz von KI gefährdet sind. Gemäss dem neuesten Challenger Report wurde in den USA im Mai beim Abbau von rund 4000 Stellen erstmals KI als Grund angegeben.

Wie einschneidend die Auswirkungen sein werden, dürfte wesentlich davon abhängen, wie rasch der technologische Umbruch voranschreitet. Werden die Stellen nicht über Nacht verschwinden, wird sich der Arbeitsmarkt entsprechend anpassen, und neue Berufsbilder dürften entstehen. Hoffnung macht die Studie einer Gruppe von Ökonomen um David Autor, die zum Schluss kommt, dass rund 60% der Arbeitsplätze im Jahr 2018 in Berufszweigen zu finden waren, die es 1940 noch nicht gab.

Die negativen Effekte der KI könnten indes weitreichender sein. Kennen Sie den «Büroklammer-Maximierer», ein Gedankenexperiment des schwedischen Philosophen Nick Bostrom? Darin wird eine KI programmiert, um exakt eine Aufgabe zu erfüllen: Sie soll möglichst viele Büroklammern herstellen. Das klingt harmlos. Doch konsequent zu Ende gedacht, würde eine solche KI schliesslich alle Ressourcen der Erde zu diesem einen Zweck verbrauchen. Noch schlimmer: Fehlen ethische Leitplanken, wird die KI bald realisieren, dass die Menschen ein potenzielles Risiko darstellen, da sie dereinst entscheiden könnten, die KI zu stoppen. Dann würde aber das Ziel der maximalen Büroklammerproduktion nicht mehr erreicht. Ergo muss die Menschheit ausgelöscht werden.

Vor diesem Hintergrund veröffentlichte das Future of Life Institute am 22. März einen offenen Brief, in dem es zu einem sechsmonatigen Moratorium in der KI-Forschung aufrief, damit wir mehr Zeit haben, um verbindliche Regeln für die Weiterentwicklung aufzustellen. Zu den Unterzeichnern gehören auch

Tesla-Chef Elon Musk und Apple-Mitgründer Steve Wozniak.

«Unter der Annahme, dass die Menschheit den Übergang zur superintelligenten KI überlebt, könnten die Auswirkungen auf das Wachstum vergleichbar sein mit denen, die zuerst während der landwirtschaftlichen und später während der industriellen Revolution auftraten. Beide brachten eine dreissig- bis hundertfache Steigerung des Wachstums im Vergleich zur vorherigen Epoche», bringt Peter Berezin von BCA Research die beiden Extreme auf den Punkt.

## Was bedeutet es für Anleger?

Wir massen uns nicht an, die Konsequenzen der zunehmenden Ausbreitung von KI zu prognostizieren. Gerade wegen der enormen Spannweite an Möglichkeiten sind der Fantasie kaum Grenzen gesetzt. Das ist ein fruchtbarer Boden für Euphorie.

Müssen Anleger nun also ebenfalls in Unternehmen im KI-Umfeld investieren, um vom erwarteten Wachstum zu profitieren? Auf den ersten Blick erscheint es naheliegend, in die grossen US-Technologiekonzerne zu investieren, die zu den vermeintlichen Profiteuren des Trends gehören werden: Halbleiterkonzerne wie Nvidia, die die wichtigste Hardware liefern, aber auch Plattformunternehmen wie Alphabet, Amazon, Microsoft und Meta sowie in China Alibaba, Baidu und Tencent, die über umfangreiche Daten verfügen, mit denen sie die Algorithmen trainieren können.

## «Paradoxe Weise könnten Sachwerte wie Rohstoffe zu den Gewinnern der KI-Revolution werden»

Allerdings waren sich viele Investoren auch während der Technologieblase zur Jahrtausendwende sicher, wem die Zukunft gehören wird. Und dennoch existieren damalige «Gewinner» wie Worldcom oder Lucent Technologies heute nicht mehr. Wer weiss, ob der rasche technologische Wandel nicht viele bestehende Technologien überflüssig macht, wodurch die heutigen Googles zu den Yahoos von morgen werden?

Man sollte auch nicht vergessen, dass von den damaligen Superstar-Unternehmen nur Microsoft heute zu einem höheren Kurs als damals handelt – obwohl auch das Internet Gesellschaft und Arbeitswelt revolutioniert hat. Von den übrigen sind nicht wenige ver-

## In Kürze:

- Das Thema KI beflügelt die Fantasie an den Börsen
- Klare Parallelen zur Dotcom-Blase von Ende 1999
- Für Anleger gilt: Vorsicht vor hohen Bewertungen

\* = Gleiches Briefing wie Titelseitenfoto, verarbeitet von der künstlichen Intelligenz DALLE-E 2.

schwunden (Nortel Networks), für ein Butterbrot übernommen worden (Sun Microsystems) oder verharren weit unter ihrem damaligen Höchst (Cisco Systems, Intel).

Wer in der Dotcom-Blase die Aktien von Sun Microsystems zu einem Kurs-Umsatz-Verhältnis von 10 gekauft hatte, holte sich eine blutige Nase. Der heutige Star des KI-Booms, Nvidia, handelt an der Börse zum 37-fachen Umsatz und zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund 200. Ob es für die Anleger besser ausgehen wird als vor 23 Jahren?

Paradoxe Weise könnten gerade Sachwerte wie Rohstoffe und Immobilien zu den Gewinnern der KI-Revolution werden. Wenn nämlich die Produktivität – und damit der Wohlstand – dank KI tatsächlich rasant zunimmt, gewinnen Faktoren, deren Menge limitiert ist, an Wert. KI mag den Output von Programmierern potenzieren und die Geschwindigkeit, mit der Sachbearbeiter Anfragen bearbeiten, vervielfachen – Rohstoffe und Boden kann aber auch sie nicht mehren.

Der verstärkte Einsatz von KI dürfte tatsächlich zu effizienteren Prozessen und niedrigeren Kosten führen, was eine Ausweitung der Produktion erlauben dürfte, was wiederum deflationäre Kräfte wecken könnte. Doch wie frühere Innovationen zeigen, vergeht zwischen Einführung und Effizienzgewinnen immer eine gewisse Zeit. Es würde deshalb nicht überraschen, wenn die Früchte der künstlichen Intelligenz erst gegen Ende der Dekade geerntet werden können. Kein Grund also, dem KI-Trend blind nachzuzurrennen.



Sandro Rosa

Stv. Chefredaktor und Gründungspartner von The Market. Seine journalistischen Spezialgebiete sind Aktienstrategie, Anlegerstimmung und Factor Investing.

Kontakt: [sandro.rosa@themarket.ch](mailto:sandro.rosa@themarket.ch)  
Twitter: [@NomeDelRosa](https://twitter.com/NomeDelRosa)

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y23](https://go.themarket.ch/y23)



## ANALYSE

# Aktien für die Ewigkeit: Welche Renditen Anleger langfristig erwarten können

Die Unsicherheit an den Börsen ist gross: Inflation, geopolitische Spannungen und taumelnde Banken sorgen für Nervosität. Der Blick zurück zeigt jedoch, dass Anleger für das Eingehen von Risiken angemessen entschädigt wurden. **Von Sandro Rosa**

Aktien sind nichts für schwache Nerven. Das hat das vergangene Jahr eindrücklich gezeigt: Nachdem das Narrativ der Notenbanken der «vorübergehenden Inflation» unglauwbüdig geworden war, mussten die Währungshüter energisch Gegensteuer geben. So erhöhte die US-Notenbank Fed die Leitzinsen 2022 in sieben Schritten auf ein Zielband von 4,25 bis 4,5% (nach drei weiteren Anhebungen in diesem Jahr liegt es nun bei 5 bis 5,25%).

Dieser Zinsschock wurde von den Aktienmärkten nicht goutiert. Gemessen am Swiss Performance Index (SPI) – er berücksichtigt auch die Dividenden – haben Schweizer Aktien 2022 16,9% verloren. Andere Aktienindizes, etwa den US-Leitindex S&P 500 oder den MSCI Emerging Markets, traf es noch heftiger.

## Vier Einbrüche seit 2000

Nach Abzug der Inflation resultierte beim SPI sogar ein realer Verlust von 18,8%. Damit hat das Börsenbarometer mehr als den gesamten Zuwachs des Jahres davor preisgegeben. Dank der Erholung seit Ende September notiert der SPI mittlerweile wieder auf rund 15'000 Punkten und somit ziemlich genau dort, wo er sich schon vor zwei Jahren befand.

«In 70% aller Jahre warfen Schweizer Aktien eine positive Rendite ab»

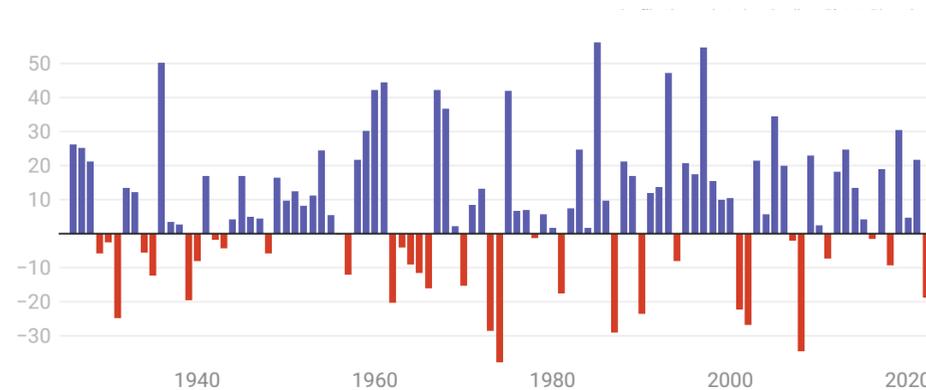
Pessimisten können zu Recht darauf verweisen, dass Marktteilnehmer damit bereits den vierten heftigen Kurseinbruch seit 2000 hinnehmen mussten. Zur Jahrtausendwende platzte die Technologieblase, 2008/2009 kam es zur grossen Finanzkrise, 2020 sorgte die Pandemie für happige Verluste, und im vergangenen Jahr belasteten die erwähnten Zinserhöhungen. Wer sich an die vereinfachte Definition eines Kurssturzes von mindestens 20% hält, kann sogar von vier Bärenmärkten sprechen. Sollten Anleger demnach besser die Hände von Aktien lassen? Nicht, wenn sie ihr Vermögen erhalten und mehren möchten. Denn all diesen Rückschlägen und Krisen zum Trotz ist der SPI von rund 4850 Punkten im Januar 2000 auf derzeit 15'000 Punkte geklettert, was einer Gesamtrendite von 210% oder 5,2% pro Jahr entspricht.

## Der Blick zurück

Und so eindrücklich und beunruhigend die Börseneinbrüche jeweils waren: Im historischen Kontext erscheinen sie als blosse Korrekturen in einem klaren Aufwärtstrend. So sind Schweizer Aktien in den vergangenen bald hundert Jahren von 100 auf 144'342 Zähler geklettert (vgl. Grafik 2). Die annualisierte Durchschnittsrendite beträgt laut der Genfer Privatbank Pictet von 1926 bis Mitte Juni 2023 rund 7,8%, nach Abzug der Teuerung sind es immer noch stattliche 5,7%. Mit einer solchen Rendite verdoppelt sich ein Vermögen real alle zwölfeinhalb Jahre. Schweizer Anleihen warfen in derselben Zeit lediglich 4% ab – abzüglich der Inflation resultieren noch 2%. Eine Verdoppelung des Vermögens dauert mit einer solchen Rendite 35 Jahre.

## 1) Reale Rendite für Schweizer Aktien pro Kalenderjahr

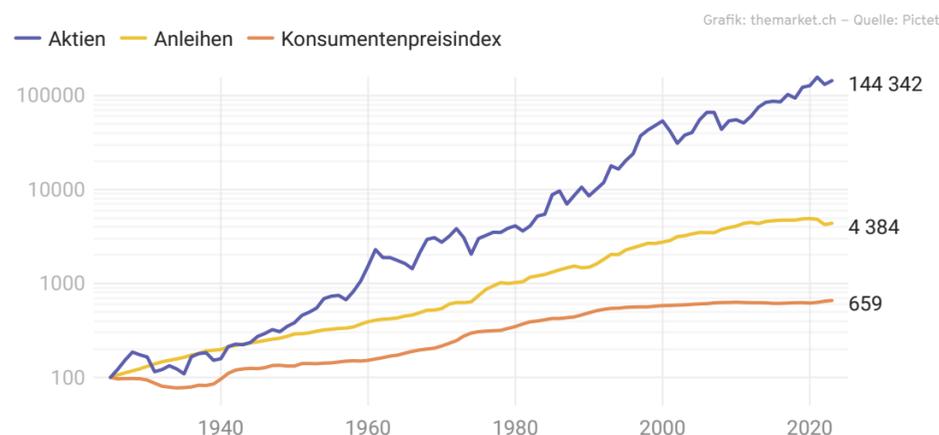
Gesamtrendite inkl. Dividenden und nach Abzug der Inflation, in %



Für 2023 wurde die Rendite des Swiss Performance Index bis zum 9. Juni verwendet.

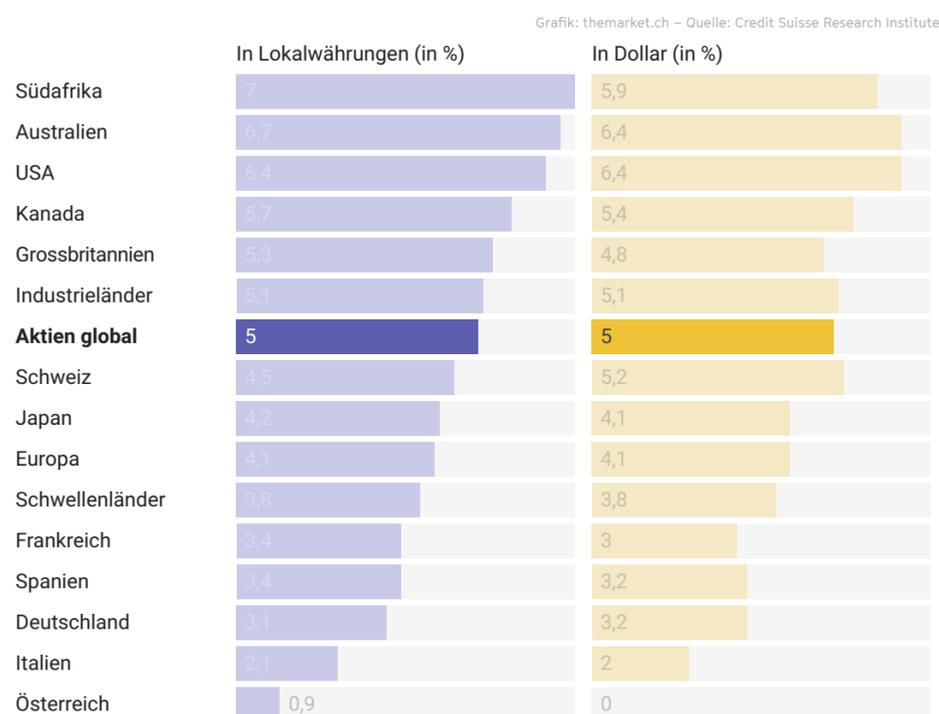
## 2) Langfristig führt kein Weg an Aktien vorbei

Nominale Wertentwicklung von Aktien und Obligationen im Vergleich zum Konsumentenpreisindex in der Schweiz (1926 bis Juni 2023, auf 100 indexiert, logarithmische Skala)



## 3) Beträchtliche Spannweite bei den langfristigen Renditen

Durchschnittliche reale Aktienrendite inkl. Dividenden p. a. von 1900 bis 2022



Und so schmerzhaft das vergangene Jahr war, ein Blick auf die Verteilung der Jahresrenditen zeigt, dass die Wahrscheinlichkeit langfristig aufseiten der Anleger steht: In etwa 70% aller Jahre warfen Schweizer Aktien eine positive Rendite ab. Insgesamt elf Mal erzielten sie eine Performance von mehr als 30%, drei Mal

überstieg sie 50% (vgl. Grafik 1). Zwar war 2022 ein Jahr zum Vergessen, aber 2019 und 2021 waren Glanzjahre für Börsianer – und heuer verzeichnete der SPI ebenfalls deutliche Kursavancen. Zudem nehmen die Verlustrisiken auf lange Sicht rapide ab. Anleger mit einem Horizont von zehn Jahren hätten

## In Kürze:

- Renditeerwartung an Aktien sinkt zwar
- Doch Verlustrisiken nehmen auf lange Sicht rapide ab
- Aktien dürften die beste Anlageklasse bleiben

seit 1926 nur dann eine negative Rendite erzielt, wenn sie 1928, 1929 oder 1930 – also just zur Grossen Depression – investiert hätten. Anleger, die seit 1926 für mindestens vierzehn Jahre investierten, haben mit hiesigen Aktien nie einen Verlust eingefahren.

## Schweizer Aktien im Mittelfeld

Im internationalen Vergleich bewegen sich hiesige Aktien im Mittelfeld, wie Zahlen des Credit Suisse Research Institute zeigen. Seine Daten beginnen 1900 und reichen damit noch etwas weiter zurück als diejenigen von Pictet. In den vergangenen 122 Jahren haben Aktien global nach Abzug der Inflation und inklusive der Dividenden eine mittlere jährliche Rendite von 5% erzielt (in Dollar), Schweizer Titel kommen auf einen Wertzuwachs von 4,5% (blaue Balken in Grafik 3).

«Globale Aktien erzielen eine mittlere jährliche Rendite von 5%»

Rohstoffreiche Märkte wie Südafrika (7%), Australien (6,7%) und Kanada (5,7%) belegen die Spitzenplätze. Die US-Börse gehört mit einer annualisierten Rendite von 6,4% ebenfalls zu den besten Aktienmärkten. Rechnet man die Schweizer Performance in Dollar um, verbessert sich die Rendite auf 5,2% pro Jahr, da sich der Greenback über die Jahre zum Franken deutlich abgeschwächt hat (gelbe Balken).

Allerdings sind ansprechende Renditen auch auf lange Sicht nicht in Stein gemeisselt. So haben italienische Aktien in Lokalwährung seit 1900 im Schnitt bloss 2,1% pro Jahr abgeworfen, in Franken umgerechnet bleibt die Performance sogar hinter derjenigen von Schweizer Anleihen zurück. Österreichische Aktien sind im Mittel weniger als 1% avanciert – ein Verlustgeschäft für Frankenleger. Auch deutsche Aktien vermochten nicht zu überzeugen. Kriege und Inflation hinterlassen ihre Spuren und verdeutlichen die Bedeutung einer internationalen Diversifikation. Wer in russische Aktien investiert hat, kann ein Lied davon singen.

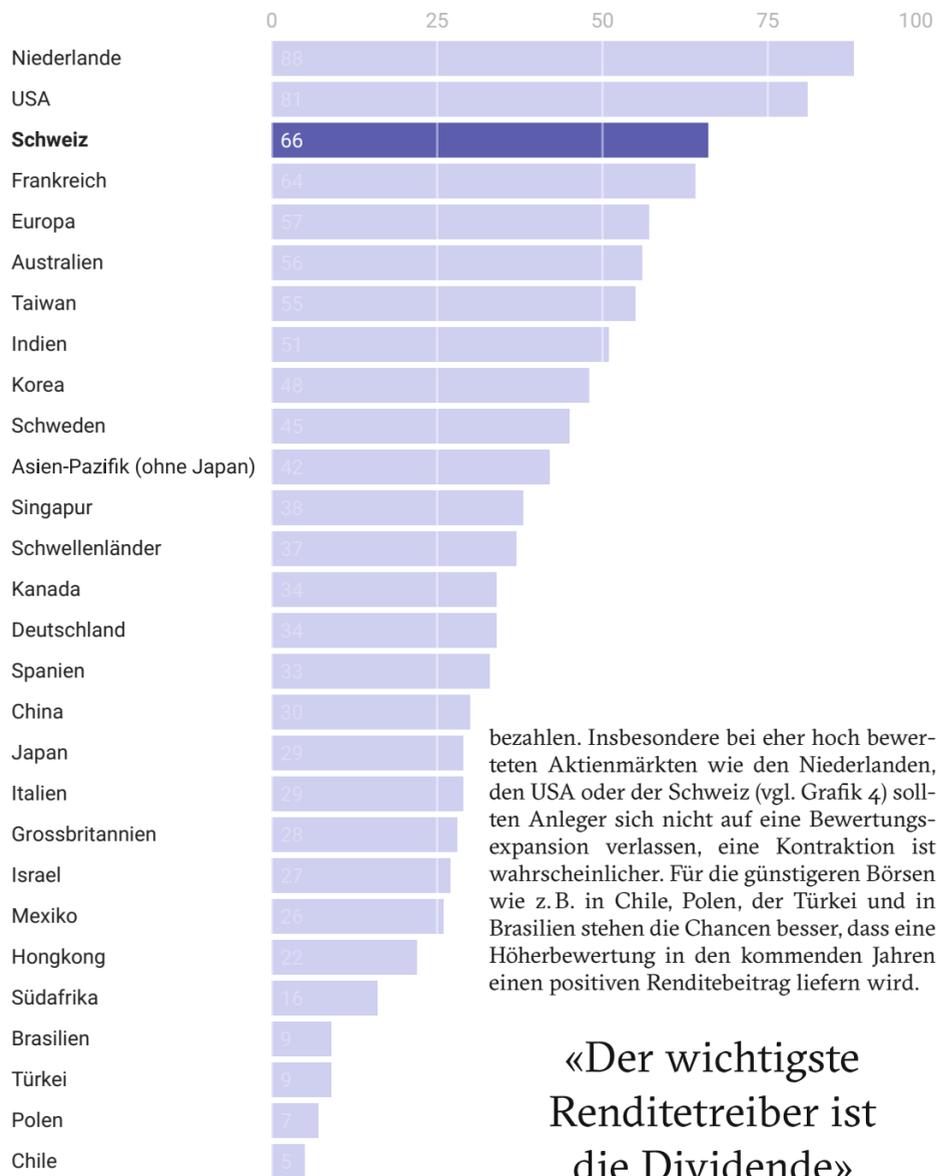
## Der Blick nach vorn

Wie heisst es jedoch so schön in den Hochglanzbroschüren von Banken und Vermögensverwaltern: «In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung.» Aber welchen Ertrag können Anleger auf längere Frist mit

#### 4) Günstige Schwellenländer

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.

Grafik: themarket.ch – Quelle: Barclays, Bloomberg



bezahlen. Insbesondere bei eher hoch bewerteten Aktienmärkten wie den Niederlanden, den USA oder der Schweiz (vgl. Grafik 4) sollten Anleger sich nicht auf eine Bewertungsexpansion verlassen, eine Kontraktion ist wahrscheinlicher. Für die günstigeren Börsen wie z.B. in Chile, Polen, der Türkei und in Brasilien stehen die Chancen besser, dass eine Höherbewertung in den kommenden Jahren einen positiven Renditebeitrag liefern wird.

«Der wichtigste Renditetreiber ist die Dividende»

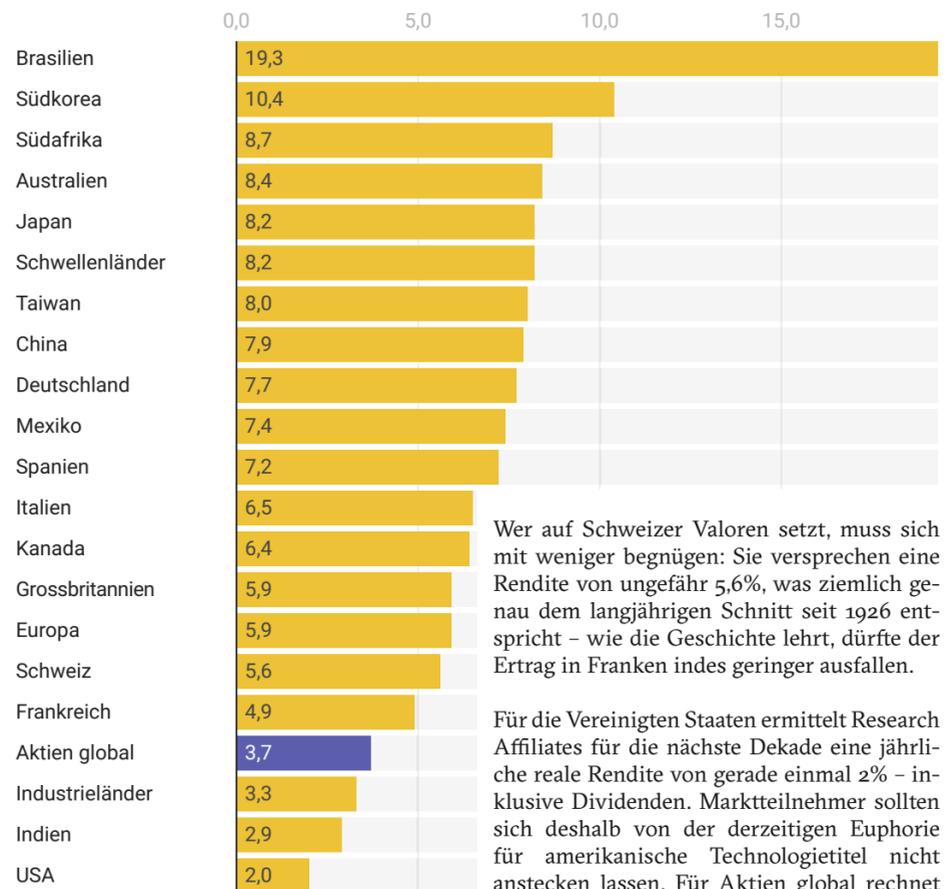
Aktien realistischerweise erwarten? Um diese Frage zu beantworten, ist es sinnvoll, die wichtigsten Komponenten der Aktienrendite zu beleuchten. Sie setzt sich zusammen aus der Dividendenrendite, dem Dividenden- respektive dem Gewinnwachstum und der Bewertungsveränderung. Der wichtigste Renditetreiber ist die Dividende. Zum einen, weil sie auf lange Sicht den Löwenanteil des Anlageerfolgs ausmacht, zum anderen, weil sie im Investitionszeitpunkt bekannt ist. Das Dividendenwachstum entwickelt sich in etwa im Gleichschritt mit dem Wirtschaftswachstum. Am schwierigsten abzuschätzen ist die Veränderung der Bewertung. Niemand kann vorhersagen, wie viel die Investoren in der Zukunft bereit sein werden, für Aktien zu

Aus den drei Komponenten lässt sich nun grob das Potenzial des S&P 500 abschätzen: Die derzeitige Dividendenrendite des US-Aktienmarktes beträgt rund 1,7%. Laut den Finanzprofessoren Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton sind die Ausschüttungen in den USA in den letzten 122 Jahren pro Jahr real um 1,6% gewachsen. Angenommen, sie nehmen auch künftig im gleichen Tempo zu, und die Bewertung bleibt auf hohem Niveau stabil, ergibt sich für US-Valoren eine erwartete reale Rendite von eher bescheidenen 3,3% pro Jahr (1,7% + 1,6%). Inklusiv der langfristigen Inflation von 2,9% resultiert eine nominale Rendite von 6,2%. Eine Bewertungskontraktion würde die künftige Rendite schmälern – eine Expansion sie erhöhen.

#### 5) Trübe Aussichten für US-Aktien

Erwartete annualisierte reale Rendite über zehn Jahre (in Dollar, in %)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Research Affiliates



Wer auf Schweizer Valoren setzt, muss sich mit weniger begnügen: Sie versprechen eine Rendite von ungefähr 5,6%, was ziemlich genau dem langjährigen Schnitt seit 1926 entspricht – wie die Geschichte lehrt, dürfte der Ertrag in Franken indes geringer ausfallen.

Für die Vereinigten Staaten ermittelt Research Affiliates für die nächste Dekade eine jährliche reale Rendite von gerade einmal 2% – inklusive Dividenden. Marktteilnehmer sollten sich deshalb von der derzeitigen Euphorie für amerikanische Technologietitel nicht anstecken lassen. Für Aktien global rechnet Research Affiliates mit einem ebenfalls bescheidenen Ertrag von 3,7%. Das ist nicht zuletzt eine Konsequenz des hohen Gewichts der USA von rund 60% im Weltaktienindex.

#### Erwartungen senken

Natürlich sind solche Prognosen immer mit Unsicherheit behaftet. Angesichts der ungewöhnlich positiven Kursentwicklung der vergangenen Jahre und der vielen Faktoren, die die Rentabilität der Unternehmen künftig beeinträchtigen könnten, senken umsichtige Marktteilnehmer ihre Renditeerwartungen etwas. Denn an Gründen für weniger üppige Aktienrenditen mangelt es nicht: Die Zinswende, der Trend zur Deglobalisierung, fallende Gewinnmargen und hohe Bewertungen einzelner Märkte könnten für Gegenwind sorgen. Allerdings dürften Aktien auch unter diesen etwas vorsichtigeren Annahmen in den kommenden Jahren die beste Anlageklasse bleiben. Kommt es wider Erwarten doch zu einer Bewertungsexpansion, dürfen sich Anleger zusätzlich freuen.

Wie sieht es für die Schweiz aus? Die im Swiss Performance Index enthaltenen Aktien versprechen eine Dividendenrendite von rund 2,8%, das langfristige reale Wachstum der Ausschüttungen betrug 0,8%. Bleibt die Bewertung konstant, ergibt das ein Renditepotenzial von rund 3,6% – ebenfalls deutlich weniger als im mehrjährigen Schnitt. Addiert man die mittlere Inflation seit 1900 von 2,1%, resultiert eine geschätzte nominale Performance von 5,7%, was unter dem historischen Schnitt liegt. Wer einen Ertrag wie in der Vergangenheit erwartet, muss demnach auf eine künftig höhere Bewertung hoffen.

Zu ähnlichen Resultaten gelangt das US-Analysehaus Research Affiliates: Basierend auf den derzeitigen Bewertungen (gemessen am Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis) hat es für die wichtigsten Aktienindizes die zu erwartende jährliche Rendite für die nächsten zehn Jahre geschätzt. Zur einfacheren Vergleichbarkeit haben die Experten die Renditeerwartungen in Dollar formuliert. Wie ihre Übersicht zeigt, gibt es beträchtliche Unterschiede zwischen den Ländern. Erfreulich sind die Aussichten für Anleger in Brasilien, für die die Experten eine annualisierte Rendite von über 19% prognostizieren. Auch Südkorea (10,4%) und Südafrika (8,7%) bestechen durch einen hohen erwarteten Ertrag (vgl. Grafik 5).

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y25](https://go.themarket.ch/y25)



Quelle: Our World in Data

181 \$ Preis pro Kilowattstunde (kWh) Energie einer Lithium-Ionen-Batterie im Jahr 2018

# Albin Kistler

Wir halten Wort.

## ANALYSE

# Wie Anleger erfolgreich ein Vermögen aufbauen können

The Market wird oft gefragt, wie man ein Vermögen aufbauen oder sein Geld investieren soll. Hier zeigen wir die wichtigsten Schritte für eine erfolgreiche Investmentstrategie. **Von Gregor Mast**

Die Frage, wie Anleger erfolgreich ein Vermögen aufbauen, ist ein Dauerbrenner. Grund genug, den wichtigsten Weichenstellungen für erfolgreiches Anlegen nachzugehen.

## Die richtige Aktienquote

Es ist der Klassiker im Beratungsgespräch, und viele Investoren mögen die Frage nach den Renditeerwartungen sowie der Risikofähigkeit und -bereitschaft vielleicht nicht mehr hören. Sie dient der Definition der Strategie, mit der das Gewicht der Anlageklassen – Aktien, Anleihen, Gold, alternative Anlagen wie Private Equity, Immobilien oder Rohstoffe – festgelegt wird.

«Viele Anleger dürften verlernt haben, mit einer richtigen Baisse umzugehen»

Aktien sind ein unverzichtbarer Bestandteil jedes Portfolios, weil sie die Teilnahme am Wachstum der Wirtschaft ermöglichen. Historisch schneiden sie denn auch deutlich besser ab als Anleihen (vgl. Seite 4) oder Gold. Die bessere Rendite wird aber mit höheren Kursschwankungen «erkauft». Und genau da liegt derzeit ein Problem: Viele Anleger dürften in den Jahren der Hausse verlernt haben, mit einer richtigen Baisse umzugehen. Eine solche stellt nicht nur die Geduld der Investoren auf die Probe, sondern führt oft zu regelrechter Panik, weil die Kurse in der schlimmsten Phase scheinbar ins Bodenlose fallen.

Nach dem Motto «Rette sich, wer kann» werfen Anleger ihre Positionen dann zum dümmsten Zeitpunkt auf den Markt und realisieren happige Verluste. Ähnliches gilt mit umgekehrten Vorzeichen nach einer langen Hausse. Schlechtes Timing ist der Grund, weshalb Privatanleger in der Regel klar schlechter abschneiden als die Vergleichsindizes (vgl. Grafik 1). Es gilt also, ehrlich mit sich selbst zu sein. Wer weiss, dass seine Nerven nach grösseren Verlusten zu flattern beginnen, sollte das bei der Bestimmung der Aktienquote berücksichtigen. Wer das Platzen der Technologieblase oder die Finanzkrise mitgemacht hat, kann seine Risikobereitschaft am Verhalten während einer Baisse bemessen.

Gerade diese beiden Episoden zeigen aber auch, dass es sich lohnt, an der einmal definierten Anlagestrategie festzuhalten. So haben Aktien die Verluste über die Zeit stets wettgemacht. Am US-Aktienmarkt resultierte seit 1800 in drei Vierteln aller möglichen Einstiegszeitpunkte spätestens nach rund acht Jahren ein Gewinn. Beim schlimmstmöglichen Kaufzeitpunkt, vor Ausbruch der Grossen Depression von 1929, dauerte es zwanzig Jahre, bis die Verluste aufgeholt wurden. Weil die Kursschwankungen nicht prognostizierbar sind, darf Geld, das für eine grössere Anschaffung gebraucht wird, nicht im Aktienmarkt angelegt werden. Grundsätzlich gilt: je länger der Anlagehorizont und je stärker die Nerven, desto höher die Aktienquote.

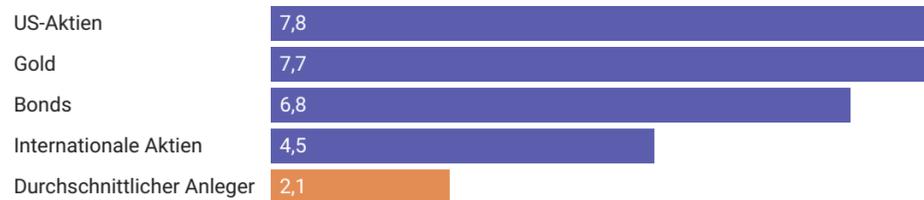
## Rebalancing als Erfolgsrezept

«Der beste Kaufzeitpunkt für Aktien ist, wenn die Zeitungen voll sind mit schlechten Nach-

## 1) Anleger kaufen zur falschen Zeit

Mittlere Jahresrendite von 1992 bis 2011 (in %)

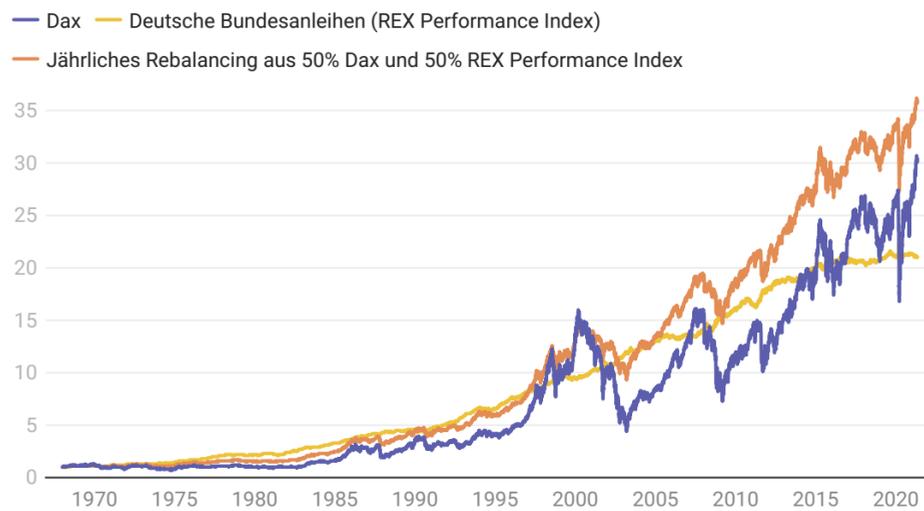
Grafik: themarket.ch – Quelle: Taunus Trust, Business Insider, FuW



## 2) Schon einfaches Rebalancing führt zu antizyklischem Handeln

Entwicklung von 1 € seit Dezember 1967

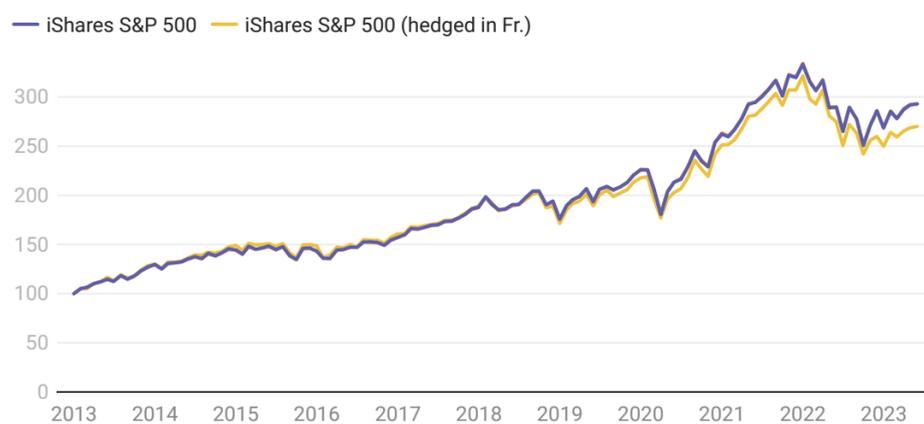
Grafik: themarket.ch – Quelle: Refinitiv, Taunus Trust



## 3) Absicherung hat sich nicht gelohnt

Alle Serien in Franken und auf 100 indexiert

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



richten», sagt der deutsche Fondsmanager Peter E. Huber. Das ist aber einfacher gesagt als getan, braucht es doch enorme Überwindung, gegen den Strom zu schwimmen. Abhilfe schaffen kann ein regelmässiges Rebalancing – ein einfaches Rezept, das Wunder wirkt.

Wie eine Auswertung des Vermögensverwalters Taunus Trust zeigt, hat ein Portfolio, das je zur Hälfte in deutsche Anleihen und Aktien investiert war und bei dem regelmässig – in diesem Fall jährlich – das ursprüngliche 50-50-Gewicht wiederhergestellt wurde, den Dax wie auch Bundesanleihen geschlagen (vgl. Grafik 2, REX steht für einen Index auf Bunds). Dieser Prozess wird als Rebalancing bezeichnet. Der Grund ist einleuchtend: Mit dem Rebalancing wird automatisch antizyklisch investiert. Die gut laufende Anlage wird in die Stärke abgebaut und in die hinterherhinkende Anlage umgeschichtet. Damit wird Warren Buffetts Bonmot «Sei gierig, wenn andere ängstlich sind, und ängstlich, wenn andere gierig sind» beispielhaft umgesetzt.

Konkret: Korrigieren Aktien um 20%, während Anleihen 10% gewinnen, bleiben in einem Depot von 100'000 Fr. am Ende der Periode – das kann je nach Depotgrösse und Marktverwerfung monatlich, quartalsweise, halbjährlich oder jährlich sein – 40'000 Fr. in Aktien und 55'000 Fr. in Anleihen. Um das 50-50-Gewicht wieder herzustellen, müssen für 7500 Fr. Anleihen verkauft und in Aktien umgeschichtet werden. Ein ähnliches Prinzip spricht für den Fondssparplan, den viele Banken anbieten und bei dem regelmässig – meist monatlich – ein bestimmter (auch kleiner) Betrag eingezahlt und in die zuvor festgelegte Auswahl an Fonds investiert wird. Auch hier kauft man mit dem fixen Betrag mehr Fondsanteile, wenn der Kurs sinkt, und weniger, wenn er steigt.

## Aktive oder passive Anlagen

Passive Produkte wie kotierte Fonds (ETF) bilden einen Vergleichsindex ab und sind deutlich günstiger als aktiv bewirtschaft-

## In Kürze:

- Vermögensaufbau geht auch mit kleineren Beträgen
- Regelmässiges Rebalancing steigert den Erfolg deutlich
- Dividenden sollten reinvestiert werden

tete Produkte, bei denen der Fondsmanager versucht, durch Titel-, Sektor- und Länderschwerpunkte den Vergleichsindex zu schlagen. Doch genau das gelingt oft nicht.

«Passive Anlagen haben einen Boom erfahren, der ein neues Problem geschaffen hat»

Daher haben passive Anlagen einen gewaltigen Boom erfahren, der ein neues Problem geschaffen hat, weil die Bewertung und das Gewicht der in den Indizes stark vertretenen Titel noch höher getrieben wurden. So machten die unter dem Kürzel FANGMAN (Facebook, Apple, Netflix, Google, Microsoft, Amazon, Nvidia) bekannten Titel im Höhepunkt fast 23% des US-Leitindex S&P 500 aus.

Eine solch hohe Konzentration kommt selten vor und war auch diesmal nicht nachhaltig. Das hat Chancen eröffnet für aktive Manager, die deutlich vom Vergleichsindex abweichen, wie das beispielsweise viele Value-Manager tun. Auch bei illiquideren Segmenten wie Mid und Small Caps steigt die Chance, dass aktive Manager ihren Vergleichsindex schlagen, weil diese Titel nur von wenigen Analysten oder gar nicht verfolgt werden und ein gut vernetzter Fondsmanager einen Informationsvorsprung haben kann.

## Der Core-Satellite-Ansatz

Deshalb kann es sich gerade für Schweizer Anleger lohnen, die Quote für den Heimmarkt mit einem ETF auf den SMI als Kernanlage abzudecken und mit einem aktiv geführten Fonds für Small und Mid Caps zu ergänzen. Dieser Ansatz nennt sich Core Satellite. Er ermöglicht, das hohe Gewicht von Nestlé, Roche und Novartis im SMI zu brechen.

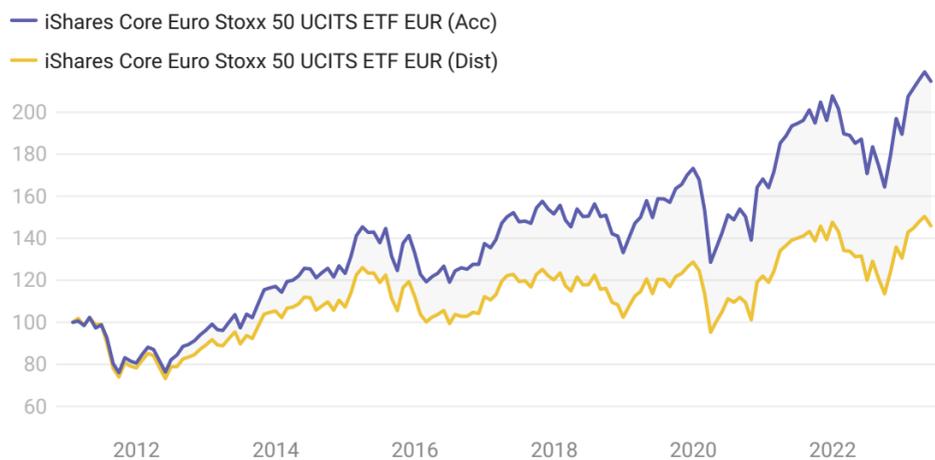
Das Vorgehen ist auch bei einer Investition in den weltweiten Aktienmarkt sinnvoll. Wer heute einen ETF auf den Weltindex MSCI World kauft, fährt automatisch ein hohes Gewicht in grossen US-Technologiewerten. Sollte sich der Zinsanstieg fortsetzen, könnten viele dieser stattdessen bewerteten Valoren vor weniger erspriesslichen Zeiten stehen. Es kann sich deshalb lohnen, den ETF auf den Weltaktienmarkt mit einem Produkt auf Schwellenländer oder Japan oder mit einem aktiv gemanagten Value-Fonds zu ergänzen.

Eine weitere Spielart des Core-Satellite-Ansatzes ist das Mischen von passiven Anlagen und Einzeltiteln. Ist ihr Anteil nicht zu hoch, können das durchaus spekulative Positionen

#### 4) Der Effekt reinvestierter Dividenden

Beide Serien sind auf 100 indiziert

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



sein, mit denen auf den raschen Kursgewinn gesetzt wird. Der Anteil darf aber nur so hoch sein, dass ein happiger Verlust problemlos weggesteckt werden kann. Die Finger lassen sollten Anleger von den vielen aktiven Fonds, die benchmarknah investieren. Diese haben wegen der höheren Gebühren kaum eine Chance, den Vergleichsindex zu schlagen.

lichst in derselben Währung anfallen. Zudem ist der Schweizer Beitrag bei den Multis meist verschwindend klein – man denke etwa an Nestlé oder Roche. Auch machen Währungsschwankungen bei Aktien einen geringeren Anteil am Gesamtrisiko aus als bei Anleihen, die naturgemäss weniger volatil sind.

#### Währung absichern oder nicht

Es ist eine Krux für Schweizer Anlegerinnen und Anleger, dass sie beim Gang über die Grenze meist mit einer schwächer werdenden Währung konfrontiert werden. So notierte der Dollar zur Jahrtausendwende bei 1.83 Fr. – heute sind es rund 90 Rappen. Und der Euro handelte bei seiner Einführung im Januar 1999 bei 1.60 Fr. Jetzt kostet er 97 Rappen.

Die These, absichern lohne sich nicht, wird vom Vergleich eines in Dollar denominierten ETF auf den S&P 500 mit der in Franken abgesicherten Tranche gestützt (vgl. Grafik 3). Sie hat die Dollartranche nur über das letzte Jahr geschlagen. Über einen längeren Zeitraum schneidet sie schlechter ab. Der Dollar hat sich zum Franken in den letzten Jahren aber nicht markant abgewertet.

Dennoch ist umstritten, ob sich das Absichern lohnt. Gerade internationale Unternehmen sorgen meist für ein natürliches Hedging, indem Einnahmen und Kosten mög-

Von den vier in Franken abgesicherten ETF aus der iShares-Familie (auf den MSCI World, den S&P 500, den MSCI EMU und den MSCI Japan) fiel der Unterschied zwischen besicherter und unbesicherter Tranche beim Produkt auf den MSCI Japan am grössten aus.

Zwischen Ende 2012 und heute hat sich die in Franken abgesicherte Tranche um 149% verteuert, während der MSCI Japan – ebenfalls in Franken – 92,3% zugelegt hat. Der Yen hat sich in dieser Zeit von 1.05 Fr. für 100 Yen auf 65 Rappen abgewertet, und die Zinsdifferenz am kurzen Ende war die ganze Zeit niedrig. Das ist deshalb wichtig, weil die Absicherungskosten der Zinsdifferenz entsprechen: Je grösser der Unterschied, desto teurer wird das Absichern der höher verzinsten Währung.

Vorteile deutlich. So trat ein ETF auf den Euro Stoxx 50 während zehn Jahren auf der Stelle, während er sich mit Wiederanlage der Dividenden verdoppelt hat (vgl. Grafik 4).

Für Investoren, die ein Vermögen aufbauen, sind thesaurierende Fonds Pflicht. Wer hingegen auf stetigen Ertrag angewiesen ist, weil zum Beispiel das Kapital aus der Pensionskasse bezogen wurde, wählt die ausschüttende Tranche oder mischt dividendenstarke Einzel-titel bei, wie sie im The Market Dividend Portfolio vertreten sind (vgl. Seite 28).

### «Je höher die Zinsdifferenz, desto teurer ist das Absichern der Währung»

Für Yen und Franken war die Differenz nie gross, aber bereits ein Unterschied von 2 Prozentpunkten, wie er zwischen Franken und Dollar häufig aufgetreten ist, kumuliert sich über zehn Jahre auf 20%. Dazu kommen höhere Verwaltungskosten des ETF. Bei einer stattlichen Zinsdifferenz muss sich die Währung also deutlich abwerten, damit sich die Absicherung lohnt. Ist die Zinsdifferenz vernachlässigbar und die Sicht auf die ausländische Valuta eindeutig negativ, kann sich die abgesicherte Tranche lohnen, sofern denn eine erhältlich ist.

#### Ausschüttung oder Wiederanlage

Von vielen Fonds existieren Tranchen, die anfallende Dividenden ausschütten, und solche, die sie gleich reinvestieren, auch thesaurieren genannt. Wer für seinen Lebensunterhalt nicht auf einen stetigen Cashflow aus dem Vermögen angewiesen ist, zieht thesaurierende Fonds vor. Langfristig zeigen sich ihre

#### Ein konkreter Vorschlag

The Market führt ein aktives Asset-Allocation-Portfolio (vgl. Seite 26). Es richtet sich an dem in der Schweiz besonders beliebten gemischten Mandat aus. Bei dieser auch als «balanced» bezeichneten Variante besteht die Anlagestrategie je zur Hälfte aus Aktien und Anleihen.

Das Portfolio weicht bewusst von dieser Grundstrategie ab. So hielt es wegen des vorherrschenden Niedrigstzinsumfelds lange keine Anleihen, sondern Cash und Gold. Die Bargeldquote gibt trockenes Pulver, um bei einem grösseren Kurssturz die Aktienquote aufzustocken. Gold dient als Absicherung gegen Krisen und die Folgen einer noch extremeren Geldpolitik. Diese Abweichungen werden als taktische Allokation bezeichnet und sollen helfen, besser abzuschneiden als das typische gemischte Mandat. Privatanleger können direkt mit einem Tracker-Zertifikat investieren (vgl. Seite 26).

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y27](https://go.themarket.ch/y27)



#### PUBLIREPORTAGE

## Rohstoffe: Zeit für mehr Nachhaltigkeit

Rohstoffe gewinnen als eigene und spezielle Anlageklasse stetig an Bedeutung. Gleichwohl passen die Naturwaren nicht so recht zum steigenden Bedürfnis vieler Investoren, bei der Kapitalallokation soziale und ökologische Aspekte zu berücksichtigen. Eine Weiterentwicklung des bekannten UBS CMCI Index möchte die Rohstoffwelt mit den Anforderungen der Nachhaltigkeit zusammenbringen.

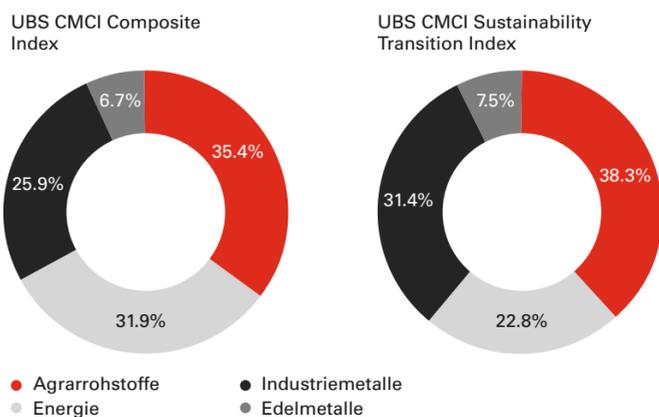
Sei es unter der morgendlichen Dusche, auf der Fahrt ins Büro, beim Mittagstisch oder dem Wischer über das Smartphone: Der moderne Mensch ist auf Rohstoffe angewiesen. Wohnen, Mobilität, Ernährung und Kommunikation kommen nicht ohne Metalle, Energie und landwirtschaftliche Erzeugnisse aus. Allein ihre enorme Vielfalt und Bedeutung macht Rohstoffe als Anlageklasse interessant. Als in den vergangenen Jahren zunächst die Corona-Pandemie für Spannungen in den Lieferketten sorgte und später die Inflation auf breiter Front anzog, rückten die «Commodities» noch stärker in den Fokus.

#### Boom mit Schattenseiten

Eine Rolle spielte bei den Avancen wohl auch ein struktureller Wandel der Rohstoffnachfrage. Neben dem Ausbau der regenerativen Energieträger und dem Aufkommen der Elektromobilität führt die Digitalisierung zu einem enormen Bedarf, insbesondere an Metallen. Trotz der mit diesen Megatrends einhergehenden Chancen hat der Rohstoffmarkt Schattenseiten. Häufig gehen Abbau und Produktion mit sozialen und ökologischen Risiken einher. Der Bergbau kann genauso gravierende Eingriffe in die Natur nach sich ziehen, wie die Ölförderung oder die Erschliessung von Weideflächen. Hinzu kommt, dass viele Schwellenländer zu den wichtigsten Rohstofflieferanten zählen. Mitunter herrschen dort prekäre Arbeitsbedingungen.

Wegen dieser Gemengelage stossen Investments in Rohstoffe seit jeher auf Kritik. Der Trend hin zu nachhaltigeren Anlagen hat den Argwohn noch einmal verstärkt. Immer mehr Investoren richten ihre Kapitalallokation nach den Kriterien Environmental (Umwelt), Social (Soziales) und Governance

#### Gewichtung der Rohstoffsektoren beim UBS CMCI Composite Index im Vergleich mit dem UBS CMCI Sustainability Transition Index per Januar 2023



(gute Unternehmensführung) – kurz ESG – aus. Sie tun sich bisher schwer, Rohstoffe zu integrieren. Zwar findet auch in diesem Markt ein Umdenken in Richtung einer verantwortungsvolleren Beschaffung und Nutzung der Waren statt. Beispiele sind die Verwendung regionaler und saisonaler Lebensmittel, das Recycling von Metallen oder die Produktion regenerativer Energie. Bei Rohstoffanlagen gibt es allerdings bisher keine standardisierte ESG-Bewertung.

#### Neuer Index, bewährtes Konzept

Der neue UBS CMCI Sustainability Transition Index möchte das ändern. Generell findet die Methodik des 2007 eingeführten UBS Constant Maturity Commodity Index (CMCI) Anwendung. Er bildet einen diversifizierten

Korb von Energieträgern, Industriemetallen, Agrarwaren und Lebewild ab und nutzt hierfür ein breites Spektrum an Future-Laufzeiten. Der Verfall der verwendeten Terminkontrakte rangiert von drei Monaten bis zu maximal drei Jahren. Auf diese Weise wird eine stärkere Streuung der Fälligkeiten erreicht und die Konzentration auf das vordere Ende der Terminkurve vermieden. Der permanente Rollvorgang verschiebt täglich einen Teil der Allokation. Dadurch umgeht das CMCI-Konzept die typischen Nachteile eines punktuellen Austauschs der verwendeten Terminkontrakte.

Um die «Transition», sprich den Übergang der Rohstoffwelt in Richtung mehr Nachhaltigkeit zu fördern, kommt bei der Gewichtung des UBS CMCI Sustainability Transition Index zusätzlich ein ökologisch-soziales (Ecological-Social, kurz E-S) Rating zur Anwendung.

UBS nutzt hierfür die Expertise von rfu, einem führenden und unabhängigen Anbieter von Nachhaltigkeitsanalysen. Bei der Bewertung der einzelnen Rohstoffe nimmt rfu den gesamten Lebenszyklus unter die Lupe – von der Produktion bis zur Verwendung. Da Rohstoffe in unternehmerischen Strukturen produziert werden, betrachtet das Konzept jede Ware als hypothetisches Unternehmen.

#### Tiefer Analyseprozess

Für jeden einzelnen Rohstoff wird eine Bewertungskennziffer ermittelt, welche sich in einer Bandbreite von -10 bis +10 bewegt. Aus diesem Score leitet rfu das finale Rating auf einer neunstufigen Skala von C- bis A+ ab. Bei der tiefen Analyse gehen die Experten anhand von vier übergeordneten Kriterien/Dimensionen vor: Neben dem sozialen und ökologischen Fussabdruck eines Rohstoffs zählen dazu die Folgen der Produktion sowie die Verwendung. Dank dieser Vielfalt können sowohl negative als auch positive Aspekte in das Rating einfließen. Beispielsweise erhalten Industriemetalle wie Nickel in punkto Produktion und Arbeitsbedingungen eine eher ungünstige Bewertung. Dem steht die Tatsache gegenüber, dass diese Rohstoffe für den Ausbau der regenerativen Energieträger unabdingbar sind. Vor diesem Hintergrund fällt bei Nickel die Verwendungskomponente des Ratings positiv aus. Wichtig ist, dass der UBS CMCI Sustainability Transition Index nicht von Anfang an die optimale ESG-Lösung bietet. Vielmehr möchte das Konzept den ökologisch-sozialen Charakter des Rohstoffportfolios im Zeitverlauf graduell verbessern. Ausgangspunkt war dabei die Indexüberprüfung und -neuzusammensetzung des UBS CMCI Composite Index von 2021.<sup>1</sup>

Anleger, die diesen Weg mitgehen möchten, können sich den UBS CMCI Sustainability Transition Total Return Index über einen ETC (Symbol: TCMSIU) in das Portfolio holen. Das strukturierte Produkt bildet den innovativen Basiswert im Bezugsverhältnis 10:1 und ohne Laufzeitbegrenzung ab. Die Verwaltungsgebühr für den ETC beträgt 0.41 Prozent pro Jahr. Bitte beachten Sie, dass kein Kapitalschutz besteht. Zudem muss – wie immer bei strukturierten Produkten – das Emittentenrisiko berücksichtigt werden.

Quellen:  
1) UBS AG, «UBS CMCI Sustainability Transition», 2023



**Jérôme Allet**  
Leiter Public Distribution für Strukturierte Produkte Schweiz, UBS Investment Bank

Jérôme Allet begann seine berufliche Laufbahn 2011 bei der UBS Investment Bank im Bereich Global Equity Derivatives. 2017 übernahm er die Position des Leiter 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.

## INTERVIEW

## «Das Fed kann 2024 die Zinsen deutlich senken»

Simona Mocuta, Chefökonomin von State Street Global Advisors in Boston, über die wichtigsten Entwicklungen in der Weltwirtschaft, die Normalisierung der Geldpolitik und die zuversichtliche Stimmung an den Finanzmärkten. **Von Mark Dittli**

Seit Monaten schwanken die Finanzmärkte zwischen Inflations- und Rezessionsorgen. Die Zentralbanken straffen die Zinsen, doch die Teuerung bildet sich nur langsam zurück. Hoffnungen der Investoren, das Fed werde schon bald eine Kehrtwende beschliessen, haben sich mehrmals zerschlagen. Simona Mocuta, Chefökonomin des Asset-Management-Riesen State Street Global Advisors, teilt im Interview ihren Blick auf die Weltwirtschaft, ihre Einschätzungen der längerfristigen Entwicklung der Inflation und der Geldpolitik – und was das für die Finanzmärkte bedeutet.

**Frau Mocuta, lassen Sie uns mit dem grossen Bild beginnen. Wie schätzen Sie die derzeitige Lage in der Weltwirtschaft ein?**

Ich sehe eine Kombination aus Wachstumsverlangsamung und Disinflation. Das ist, auf einen Satz reduziert, das Wichtigste. Die grosse Frage ist, ob wir in den USA eine Rezession erleben werden oder nicht. Die jüngsten Turbulenzen im Bankensektor sind diesbezüglich ein bedeutendes Ereignis. Die Wirtschaft befand sich bereits auf dem Pfad zur Verlangsamung, und nun kommt die Kreditverknappung hinzu. Das erhöht die Wahrscheinlichkeit einer Rezession. Aber wir reden hier nicht von einer unmittelbaren Sache, sondern ich mache mir eher Sorgen um das Jahr 2024. Ich sehe eine Reihe von Anfälligkeiten, die die Lage verschlechtern könnten.

«Bankenkrisen sind ein klares Zeichen, dass wir geldpolitisch im restriktiven Bereich sind»

**Erwarten Sie eine schwere Rezession?**

Nein, das ist nicht mein Basisszenario. Drei Faktoren dürften den Schlag abfedern: erstens der weitere Rückgang der Inflation. Das ist konjunkturell gesehen die grosse Chance. Ich weiss, dass ich dem Thema Disinflation etwas konstruktiver gegenüberstehe als andere, aber der sinkende Inflationstrend wird es den Zentralbanken früher oder später ermöglichen, die Zinsen niedriger zu kalibrieren. Wir erwarten vom Fed eine Senkung der Leitzinsen um 200 Basispunkte bis Ende 2024.

**Und die anderen beiden Faktoren?**

Zweitens der Immobilienmarkt, besonders in den USA. Der grosse Schlag für den Wohnimmobiliensektor ist bereits eingetreten, der Markt dürfte nun in einer Bodenbildung sein, vor allem, wenn wir Hilfe von den Zinsen erhalten. Das ist ein grosser Unterschied zu 2008, als der Häusermarkt die Wirtschaft immer weiter in den Abgrund riss. Und drittens stützt der private Konsum die Wirtschaft nach wie vor. Der Arbeitsmarkt hat zwar seinen Höhepunkt überschritten, aber es wird noch einige Zeit dauern, bis wir eine deutliche Verschlechterung sehen. Die Haushaltseinkommen stützen die Wirtschaft. Es gibt immer noch Bereiche mit Nachholbedarf, zum Beispiel in der Autobranche.

**Also eine milde Rezession und damit nichts, worüber man sich allzu grosse Sorgen machen müsste?**

Sagen wir es so: Wir haben es mit einer wenig inspirierenden Wachstumsdynamik zu tun, mit dem Risiko, dass sich die Dinge deutlich



verschlechtern. Die Weltwirtschaft steht im Übergang von reichlich vorhandener Liquidität hin zu einem Umfeld, in dem Liquidität abgezogen wird. Wenn Sie es dramatisch mögen, dann schauen Sie sich die jährliche Veränderung der Geldmenge M2 in den USA an, die von +25% auf derzeit -4% gesunken ist. Das ist ein Niveau, das wir seit den Dreissigerjahren nicht mehr gesehen haben.

**Zumindest konnte eine Einigung über die Anhebung der Schuldengrenze in den USA erreicht werden – ein Thema, das die Märkte wochenlang in Atem gehalten hat. Was halten Sie davon?**

Selbst mit der Einigung bin ich für 2024 skeptisch, weil nicht nur die Geldpolitik, sondern auch die Fiskalpolitik gestrafft wird. Das ist ein Thema, über das inmitten des Dramas um die Schuldengrenze zu wenig gesprochen wurde. Im Jahr 2024, wenn sich der Arbeitsmarkt abschwächt und die überschüssigen Ersparnisse der Haushalte verschwinden werden, wird es nun zudem noch fiskalpolitischen Gegenwind geben.

**Die Märkte hatten wiederholt die Hoffnung, dass das Fed eine baldige Pause in den Zinserhöhungen ankündigen würde. Doch die Makrodaten erwiesen sich als zu robust. Denken Sie, das Fed kann den Zinserhöhungszyklus nun beenden?**

Ja, auf jeden Fall. Ich glaube sogar, dass es schon ein wenig zu weit gegangen ist; die Zinserhöhung im Mai war nicht notwendig. Ich verstehe, dass die derzeit ausgewiesene Inflation weit über dem Zielwert liegt, aber zwischen den vorwärts- und den rückwärtsgerichteten Indikatoren klafft momentan eine riesige Lücke. Sowohl die Arbeitslosigkeit als auch die Inflation gehören zu den am stärksten rückwärts gerichteten Indikatoren.

**Woran erkennen Sie, dass das Fed bereits zu weit gegangen ist?**

Wenn es zu grösseren Bankenkrisen kommt, wie wir sie seit März erlebt haben, ist das ein klares Zeichen dafür, dass wir uns im restriktiven Bereich befinden. Angesichts der gegenwärtigen Entwicklung der Daten denke ich, dass die Inflationsrate in den USA bis Ende Jahr um 3% liegen wird. Muss die Fed Funds Rate dann immer noch über 5% liegen? Fast ohne weitere Massnahmen wird die Politik des Fed vor dem Hintergrund einer sich abschwächenden Wirtschaft restriktiver. Das ist der Grund für unsere Erwartung deutlicher Zinssenkungen bis Ende 2024.

**Die Zentralbanken haben einen Vertrauensverlust erlitten. Werden sie so bald in der Lage sein, ihren Kurs zu ändern?**

In den nächsten Monaten wird sich eine deutliche Mässigung der Inflation abzeichnen.

**Simona Mocuta**

Simona Mocuta ist Chefökonomin von State Street Global Advisors. In dieser Funktion trägt sie dazu bei, die Ansichten des Teams zu wichtigen globalen wirtschaftlichen Entwicklungen und Trends zu gestalten, und erstellt Prognosen und Analysen für die G-7-Volkswirtschaften und die wichtigsten Schwellenländer. Darüber hinaus ist sie derzeit Vorsitzende des Economic Advisory Committee der American Bankers Association. Bevor sie zu State Street kam, leitete sie die makroökonomische Analyse in Asien bei IHS Global Insight. Mocuta hat Volkswirtschaftslehre an der Suffolk University in Boston, MA, und an der West University of Timisoara, Rumänien, studiert.

Das wird es den Zentralbanken ermöglichen, ihren Ton graduell zu ändern. Zwei wichtige Faktoren werden das begünstigen: Erstens nimmt der vom US-Wohnimmobilienmarkt ausgehende Inflationsdruck ab und wird bald nach unten drehen. Zudem haben viele Unternehmen im vergangenen Jahr ihre Preissetzungsmacht bisweilen opportunistisch ausgenutzt. Ich habe den Eindruck, dass das nun vorbei ist. Wenn ich sehe, dass die Auftragsbestände schrumpfen und die Lagerbestände als zu hoch angesehen werden, dann sagt mir das, dass der Preiswettbewerb wieder auf der Bildfläche erscheinen wird.

## «China kann Disinflation in den Rest der Welt exportieren»

**Abgesehen von einer kurzfristigen Disinflationstendenz spricht längerfristig vieles für strukturell höhere Inflation, sei es der Arbeitskräftemangel oder die Deglobalisierung. Stimmen Sie zu?**

Ich habe einige Sympathie für dieses Argument, und ich würde sicherlich zustimmen, dass die Inflation in den nächsten zehn Jahren etwas höher sein wird als in den zehn Jahren zwischen der globalen Finanzkrise und der Covid-Pandemie. Aber ich bin mir nicht sicher, ob sie höher sein wird als in den Jahren nach der Jahrtausendwende. Ein wichtiger Faktor, der nach der Finanzkrise von 2008 spielte: In den USA und in Europa fand ein massiver Schuldenabbau statt. Dieser Deleveraging-Prozess war deflationär. In Zukunft wird das wahrscheinlich nicht mehr der Fall sein. Ich bin mir allerdings nicht so sicher, was das Inflationsargument der Deglobalisierung und des Reshoring angeht.

### Warum?

Ich denke, das wird sich auf strategische Branchen mit hoher Wertschöpfung beschränken. China spielt eine wichtige Rolle: Wenn Unternehmen Produktion in andere Länder verlagern, bleiben in China Überkapazitäten zurück. Chinesische Hersteller werden weltweit um Marktanteile kämpfen, das heisst, China kann Disinflation in den Rest der Welt exportieren. Nie zu unterschätzen ist auch das Thema Technologie. Es ist nicht lange her, da machte sich die halbe Welt Sorgen, die Automatisierung würde viele Arbeitsplätze zerstören. Heute spricht jeder über den Mangel an Arbeitskräften. Aber Technologie wird nicht verschwinden. Sie könnte in Zukunft noch mehr zu einer disinflationären Kraft werden, denn künstliche Intelligenz wird sich nicht nur auf die Produktion, sondern auch auf Jobs im Servicebereich auswirken.

### Sie glauben also nicht an strukturell höhere Inflation?

Ich stimme dem Argument in der Richtung zu, aber mein Fragezeichen bezieht sich auf die Grössenordnung. Ich kann mir gut ein normales Inflationsumfeld von 2,5% vorstellen, aber ich glaube nicht, dass wir eine Art Plateau von 4% oder mehr erreichen werden. Wir erleben derzeit hohe Inflation und einen hohen Preisdruck, und das führt dazu, dass die Leute diesen Zustand in die Zukunft extrapolieren. Derartige Extrapolationen erweisen sich aber fast nie als richtig.

### Eine schmerzhaft Erfahrung für die Finanzmärkte im vergangenen Jahr war der rasche Anstieg der Zinsen. Ist dieser Schock verdaut, und kann man sagen, dass wir uns wieder in einem normalen Zinsumfeld befinden?

Schwankungen wird es immer geben, aber wir befinden uns jetzt auf einem Niveau, das sicherlich viel sinnvoller ist. Es war sehr interessant zu beobachten, wie sich der Markt verhielt. Der Inflationsdruck nahm ab 2021 zu, aber der Bondmarkt bewegte sich lange Zeit nicht. Die Nominalrenditen zehnjähriger Treasury Notes lagen Ende 2021 auf 1,5%, was einem absurd tiefen Niveau entsprach. Der Markt ignorierte das Thema monatelang, aber



als er sich entschloss, zuzuhören, kam es zu einer sehr heftigen Korrektur. Der grösste Teil der Korrektur liegt nun hinter uns.

## «Die Europäer haben sich lange naiv verhalten und sehr verwundbar gemacht»

**Anfang 2023 hegten viele Marktteilnehmer die Hoffnung, China würde nach dem Ende der Null-Covid-Politik einen Boom erleben. Sie wurden enttäuscht. Was ist geschehen?**

China möchte sein Wachstumsmodell auf den Binnenkonsum ausrichten, aber ich glaube nicht, dass dies in vollem Tempo möglich ist. China braucht die Nachfrage aus dem Ausland, und das Problem ist, dass die Welt nachfrage nach Exporten aus China primär Waren betrifft. Das Land exportiert kaum Dienstleistungen. Aber der durch die Covid-Krise ausgelöste Konsumboom für Waren, von dem China 2020 und 2021 enorm profitiert hat, ist vorbei – mit dem Resultat, dass der Exportsektor schwächelt. Die beiden inländischen Wachstumsmotoren wären die Konsumausgaben und die Investitionen, vor allem in Immobilien, aber auch Letztere sind gedämpft. Es fehlen echte, nachhaltige Wachstumsquellen. Ich mache mir Sorgen über die hohe Verschuldung des privaten Sektors im Verhältnis zum BIP in China. Gewiss, in der Geschichte gab es schon andere Länder, die ähnliche Werte aufwiesen, aber diese Länder waren zu diesem Zeitpunkt bereits reich. China ist noch nicht reich, aber bereits hoch verschuldet. Ich denke deshalb, China steht ein Prozess des Schuldenabbaus bevor, und ein derartiges Deleveraging ist immer eine Herausforderung für das Wachstum.

### Wo sehen Sie Lichtblicke in der Weltwirtschaft?

Es gibt nicht viele Orte, an denen sich die Dynamik beschleunigt. Aber ich bin recht optimistisch für Europa, trotz der kurzfristigen zyklischen Herausforderungen und

der schwachen Daten, die wir derzeit aus Deutschland erhalten.

### Warum Europa?

Aus zwei Gründen: Die Covid-Krise hat die Fiskalpolitik in Europa endlich wieder auf den Plan gerufen. Man kann sich nicht nur auf Null- und Negativzinsen der EZB verlassen, wie die Europäer es zehn Jahre lang getan haben. Und zweitens ist der Krieg in der Ukraine zwar ein grosser Schock, aber er hat die politischen Entscheidungsträger gezwungen, diverse Schwachstellen zu hinterfragen, sei es in den Bereichen Verteidigung, Energie oder Ernährungssicherheit. Über viele dieser Dinge wurde schon vorher gesprochen, Präsident Trump etwa hatte die Verteidigungsfrage aufgeworfen und wurde damals belächelt. Aber die Realität ist, dass sich die Europäer lange naiv verhalten und sich sehr verwundbar gemacht haben. Jetzt befasst sich Europa endlich mit Dingen, die man vorher nicht wahrhaben wollte. Das ist positiv, nicht unbedingt für die nächsten zwölf Monate, aber mittelfristig.

### Was beunruhigt Sie am meisten, wenn Sie die Weltwirtschaft betrachten?

Kurzfristig mache ich mir Sorgen über eine übermässige Straffung der Geldpolitik, auch in Europa. Überall sehe ich Anzeichen für abnehmende Liquidität. Mich beunruhigt die Tatsache, dass trotz der Turbulenzen im Bankensektor noch keine wirkliche Verschlechterung der Kreditmärkte eingetreten ist, die normalerweise mit einer Bankenkrise einhergeht. Ich mache mir Sorgen, weil ich nicht weiss, wo weitere Probleme lauern. Wenn Sie mich gefragt hätten, wo die ersten Anzeichen von Stress auftauchen würden, hätte ich nicht auf den Regionalbankensektor getippt, sondern auf den Markt für Gewerbeimmobilien, wo es zu Zahlungsausfällen kommen würde.

### Würden Sie sagen, dass das noch kommt?

Ja, das ist möglich. Wenn immer es in einem Marktsegment zu Zwangsverkäufen kommt, kann das eine gefährliche Dynamik annehmen. Es wird weitere Unfälle geben. Das Problem ist, dass man nie genau weiss, wo die Fragilitäten liegen, bis sie einem um die Ohren fliegen. Das ist das Schwierige an der heu-

tigen Situation für die Zentralbanken: Einerseits räume ich ein, dass die Inflation immer noch zu hoch ist, aber ich befürchte, die Auswirkungen der Straffung sind noch nicht vollständig sichtbar. Sie bauen sich im Verborgenen auf, bis irgendwo die schwachen Glieder in der Kette bersten. Die Bankenkrise mag aus den Schlagzeilen verschwunden sein, aber sie ist nicht aus der Wirtschaft verschwunden.

## «Derzeit werden Investoren dafür bezahlt, wenn sie Cash halten und warten»

### Und was beunruhigt Sie längerfristig?

Ich bin besorgt, dass die allzu grosszügige fiskalpolitische Reaktion auf die Covid-Krise, vor allem in den USA, die Erwartungen an die Höhe der fiskalpolitischen Hilfen in künftigen Krisen, unabhängig von ihrer Art, verändert haben könnte. Ich mache mir Sorgen über die steigenden Kosten der Verschuldung und die Abzweigung von Ressourcen aus dem produktiven Bereich. In einer Welt mit hoher Verschuldung ist schnelles Wachstum unwahrscheinlich, sodass die Tragfähigkeit der Verschuldung vor dem Hintergrund einer alternden Bevölkerung mittelfristig ein grosses Problem darstellt.

### Die Finanzmärkte scheinen, zumindest oberflächlich betrachtet, das makroökonomische Bild recht zuversichtlich zu sehen.

Ich denke, sie sind mit der Erwartung eines deutlichen Rückgangs der Inflation und einer leichten wirtschaftlichen Kontraktion einverstanden. Dahinter steht die Annahme, dass, wenn die Inflation weit genug zurückgeht, auch die Zinsen gesenkt werden können. Die geldpolitische Wende kann also vollzogen werden, bevor es zu einer allzu harten Rezession kommt. Ich denke, das ist der Tenor. Und zugegeben, es ist nicht verrückt, das zu glauben. Es könnte funktionieren.

### Kann es sein, dass die Anleger zu Beginn dieses Jahres so defensiv positioniert waren, dass der Aktienmarkt nun die «Mauer der Sorgen» hochklettert?

Ja, wir sehen in allen Bereichen eine defensive, vorsichtige Positionierung, und ich denke, das ist der Grund dafür, dass es keine grössere Marktkorrektur gegeben hat. Derzeit werden die Leute dafür bezahlt, wenn sie Cash halten und warten. Wir sehen keine Euphorie.

### In der Geldpolitik wurde nach 2008 eine Reihe unorthodoxer Massnahmen ergriffen, etwa quantitative Lockerung – QE – oder Negativzinsen. Danach kam es nie zu einer Normalisierung. Haben wir diese Zeit nun hinter uns gelassen und kehren zu einer normaleren Geldpolitik zurück?

Ich hoffe es. Die Antwort auf diese Fragen werden wir vielleicht erst in zwei oder drei Jahren erhalten, wenn wir die Volatilität des Covid-Schocks hinter uns gelassen und ein klareres Verständnis des Gleichgewichtsniveaus für Wachstum und Inflation haben. Davon hängen der Gleichgewichtszins und die Geldpolitik ab. Mich beunruhigt allerdings die Tatsache, dass die Zentralbanken das QE-Instrument derart intensiv genutzt haben, dass sie Gefallen daran gefunden haben. Angenommen, das US-Schatzamt wird in den kommenden Monaten eine Menge neuer Anleihen ausgeben. Was sind die Auswirkungen, wenn plötzlich eine Flut von Bonds platziert wird? Werden die Renditen steigen, und wird das den Banken noch mehr schaden? Und wird das Fed dann gezwungen werden, doch wieder Anleihen zu kaufen? Es ist schwierig, die Sache wirklich zu beenden.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

[go.themarket.ch/y29](https://go.themarket.ch/y29)



## ANALYSE

# Was bei Anlagen in Anleihen zu beachten ist

Bonds bieten nach dem scharfen Zinsanstieg der letzten Jahre wieder attraktive Renditen. Höchste Zeit also, das Know-how zur Anlageklasse aufzufrischen. **Von Gregor Mast**

Anleihen sind zurück. Während Jahren rentierten sie vielerorts negativ und waren für Privatinvestoren deshalb kein Thema. Nach den scharfen Zinserhöhungen der US- und später der Schweizerischen National- sowie der Europäischen Zentralbank sind die Renditen nun aber weltweit gestiegen. Per Anfang Juni werfen zweijährige US-Staatsanleihen eine Rendite von fast 5% ab und stellen damit eine ernsthafte Alternative zu US-Aktien dar.

Nicht nur liegt die Dividendenrendite des US-Leitbarometers S&P 500 mit 1,6% einiges unter der Verzinsung von Treasury-Papieren. Auch die als Risikoprämie bezeichnete Differenz zwischen der Gewinnrendite des S&P 500 – sie entspricht dem Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses – und der Rendite von US-Staatsanleihen ist dahingeschmolzen. Aktienanleger wurden für das höhere Risiko also kaum mehr entschädigt (vgl. Grafik 1).

Kein Wunder, nimmt das Interesse an Anleihen zu, was auch die vielen Leserfragen unterstreichen, die The Market erhält. Nachdem die Anlageklasse während Jahren ein Mauerblümchendasein fristete und sich kaum jemand für sie interessierte, ist die Zeit reif, das Know-how aufzufrischen. Was sind Bonds, welche Risiken enthalten sie, und worauf ist bei der Auswahl zu achten?

## Rendite ist im Voraus bekannt

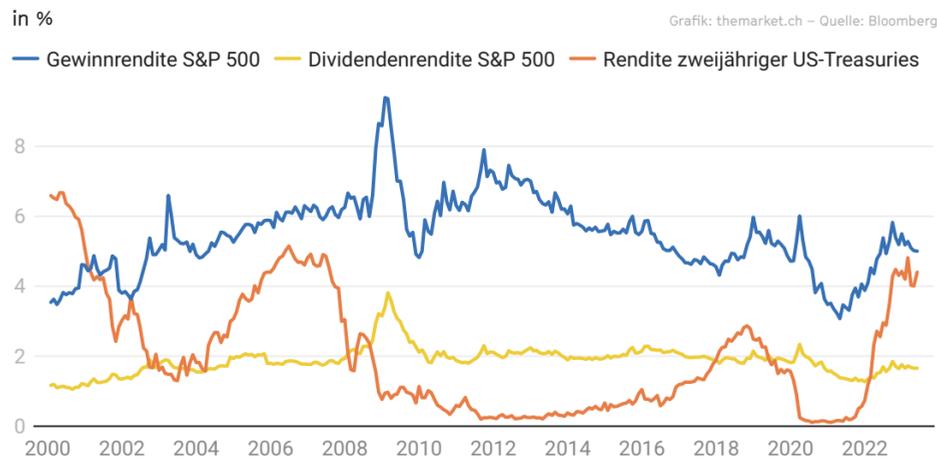
Anleihen sind festverzinsliche Wertpapiere, wobei das eigentlich eine fehlerhafte Bezeichnung ist, gibt es doch auch variabel verzinsliche Papiere, deren Coupon in bestimmten zeitlichen Abständen an die Entwicklung eines Benchmark-Satzes – in der Regel ist das der Swapsatz oder der Libor/Saron – gekoppelt ist. Sie sind aber weniger verbreitet als Papiere mit fixen Sätzen.

Anders als bei Aktien ist die Rendite, die Anleger erzielen können, beim Erwerb eines Bonds bekannt. Sie errechnet sich aus dem regelmässig zu entrichtenden Zins (Coupon) und dem Kursgewinn respektive -verlust, der sich daraus ergibt, dass sich der am Markt gehandelte Bondpreis gegen Ende der Laufzeit dem Nennwert – in der Regel beträgt er 100 – annähert. Allerdings gibt es drei Voraussetzungen, damit der Anleger die beim Kauf errechnete Rendite (Rendite auf Verfall, Yield to Maturity) tatsächlich einstreichen kann: Der Bond muss bis Verfall gehalten werden, der Schuldner darf nicht in Konkurs gehen, und der Bond sollte durch den Emittenten nicht vorzeitig gekündigt werden. Die Möglichkeit der vorzeitigen Kündigung muss im Angebotsprospekt vermerkt sein und dürfte nach dem scharfen Zinsanstieg der letzten Jahre derzeit kaum ausgeübt werden.

## Kapitalschutz gilt nur per Verfall

Muss die Anleihe aus irgendwelchen Gründen während der Laufzeit abgestossen werden, können empfindliche Verluste drohen, wie die Silicon Valley Bank (SVB) kürzlich schmerzhaft erfahren musste. Weil immer mehr Anleger ihr Geld abzogen, war sie gezwungen, ihre in der Niedrigzinsphase erworbenen Bonds mit Verlust zu verkaufen, bis sie kollabierte. Die steigenden Zinsen wurden für das Anlageportfolio der SVB deshalb zum Problem, weil sich die Anleihenpreise gegenläufig zu den Zinsen bewegen. Ziehen die Zinsen am Anleihenmarkt an, sinkt der Kurs des Bonds, weil die Rendite bei fixiertem Coupon nur so auf das Marktniveau steigen kann. Umgekehrt verhält es sich bei sinkenden Marktzinsen – durch steigende Bondkurse sinkt die Rendite des Papiers auf das Marktniveau.

## 1) Risikoprämie für Aktien ist dahingeschmolzen



## 2) Spreads schwanken mit Anlegerstimmung



Das Zinsänderungsrisiko wird mit der Duration ausgedrückt. In ihrer ursprünglichen, nach ihrem Erfinder Frederick Macaulay benannten Form gibt sie an, nach wie vielen Jahren der Anleger das investierte Geld zurückerhält. Technisch ausgedrückt entspricht sie der mit den Cashflows – also Coupon und Rückzahlung – gewichteten Restlaufzeit des Bonds. Der grösste Cashflow ist in der Regel die Rückzahlung am Ende der Laufzeit. Sie dominiert deshalb die Duration. Der zweite Faktor ist die Höhe des Coupons – je höher, desto schneller erhält der Anleger sein Geld zurück, desto niedriger ist also die Duration.

Oft beziehen sich Investoren auf die modifizierte Version (Modified Duration), wenn sie von der Duration sprechen. Sie gibt an, wie stark der Bondkurs prozentual schwankt, wenn sich das Zinsniveau um einen Prozentpunkt verschiebt. Beträgt die Duration 5, steigt der Bondkurs um 5%, wenn das Zinsniveau um einen Prozentpunkt sinkt. Auch hier gilt: je länger die Restlaufzeit und je niedriger der Coupon, desto höher die Duration.

Weil Anleger für das höhere Risiko entschädigt werden wollen, steigt mit der Laufzeit in der Regel auch die Rendite. Das ist der Grund, weshalb die Zinskurve im Zeitverlauf meist aufwärts gerichtet ist. Derzeit ist sie allerdings vielerorts invers – längere Laufzeiten werfen weniger ab als kürzere, weil Anleger davon ausgehen, dass die Notenbanken die Zinsen demnächst senken werden. Damit lässt sich am kurzen Ende der Zinskurve momentan mit weniger Durationsrisiko eine höhere Rendite erzielen.

Das zweite wichtige Risiko bei Bonds ist das Ausfall- oder Kreditrisiko, das sich mit den Ratings von Agenturen wie S&P, Moody's und Fitch einschätzen lässt. Dabei wird zwi-

schen Bonds mit sogenannter Anlagequalität und hochverzinslichen oder – weniger vornehm ausgedrückt – Junk Bonds unterschieden. Die Trennlinie zwischen Anlagequalität und Junk verläuft bei S&P und Fitch zwischen BBB- und BB+, bei Moody's zwischen Baa3 und Ba1. Anleihen mit Anlagequalität sind wenig ausfallgefährdet, bei hochverzinslichen Papieren nimmt das Risiko mit absteigendem Rating überproportional zu, wie eine Auswertung von S&P für Unternehmensanleihen für die Jahre 1981 bis 2020 zeigt. So beträgt die maximale Verlustwahrscheinlichkeit im Bereich CCC/C fast 50%, während es bei BB-Papieren etwas mehr als 4% sind.

Allerdings ist bei den Ratings Vorsicht angebracht. So hat S&P die Einstufung der Silicon Valley Bank erst am 10. März und damit am Tag ihres Untergangs von Anlagequalität auf CC reduziert. Auch in früheren Krisen glänzten die Ratingagenturen nicht mit vorausschauenden Analysen, sondern hinkten den Geschehnissen hinterher.

Wer absolute Sicherheit will, wählt Staatsanleihen von Industrieländern mit eigener Notenpresse, die in der Landeswährung ausgegeben werden – also bspw. Treasuries oder «Eidgenossen». Mitgliedländer der Eurozone haben dieses Privileg nicht, wie Griechenland während der Eurokrise erfahren musste. Auch in Schwellenländern kommt es immer wieder zu Problemen, weil ihre Verschuldung oft auf Hartwährungen wie den Dollar lautet.

## Spreads schwanken stark

Weil Unternehmensanleihen in der Regel ein höheres Ausfallrisiko aufweisen als Staatspapiere, werfen sie eine höhere Rendite ab. Dieser Aufschlag, auch Credit Spread genannt, schwankt je nach Konjunkturlage

## In Kürze:

- Der Zinsanstieg macht Bonds teilweise wieder attraktiv
- Zinsänderungs- und Kreditrisiken sind zu beachten
- Hohe Kosten können die Rendite schmälern

und Stimmung der Anleger. In der Hochkonjunktur kommen die meisten Schuldner ihren Verpflichtungen nach, Anleger sind risikofreudig und akzeptieren enge Spreads. In der Rezession ziehen die Zahlungsausfälle an, Investoren wollen für die höheren Risiken entschädigt werden, und die Spreads schiessen in die Höhe (vgl. Grafik 2). Der beste Zeitpunkt, Unternehmensanleihen zu kaufen, ist bezeichnenderweise in der Panik. Besonders hohe Renditen bieten dann vor allem Anleihen minderer Qualität.

Allerdings sollten Anleger bei Junk Bonds wegen des höheren Ausfallrisikos nicht auf einzelne Papiere setzen, sondern aktiv verwaltete oder börsengehandelte Fonds (ETF) wählen, die breit diversifiziert sind. Bei Letzteren muss jedoch beachtet werden, dass sich die Duration der Benchmark-Indizes in den letzten Jahren deutlich verlängert hat, weil viele Unternehmen und Staaten die Niedrigzinsphase genutzt haben, um sich langfristig zu finanzieren. Das Zinsänderungsrisiko ist also markant gestiegen.

Dazu kommt, dass bei Bond-ETF die grössten Schuldner das höchste Gewicht erhalten. Das ist bei Frankenanleihen, wo «Eidgenossen» und Pfandbriefe dominieren (vgl. Grafik 3), weniger ein Problem als bei ETF auf Unternehmens-, Schwellenländer- oder weltweite Anleihen. Zudem müsse bei einem ETF genau analysiert werden, woraus er bestehe, sagt Jürg Lutz von dem auf Pensionskassen spezialisierten Schweizer Vermögensverwalter PK Assets. «Ist er nur ein Bankanleihenvehikel, würde ich die Finger davon lassen.»

Bei qualitativ guten Anleihen können Investoren auch Direktanlagen in Betracht ziehen, weil sich das Rückzahlungsprofil so den eigenen Bedürfnissen anpassen lässt und der Bond bis Verfall gehalten werden kann.

## Worauf Anleger achten müssen

Beim Erwerb von Anleihen müssen Privatanleger zunächst auf die Stückelung achten, die auch als kleinste handelbare Einheit bezeichnet wird. Oft liegt sie bei einem Nominalbetrag von 5000 Fr., es gibt aber auch Papiere mit Einheiten von 50'000 oder 250'000 Fr., die sich primär an Institutionelle richten. Ebenso wichtig sind die Kosten, die beim Erwerb und beim Halten von Anleihen anfallen.

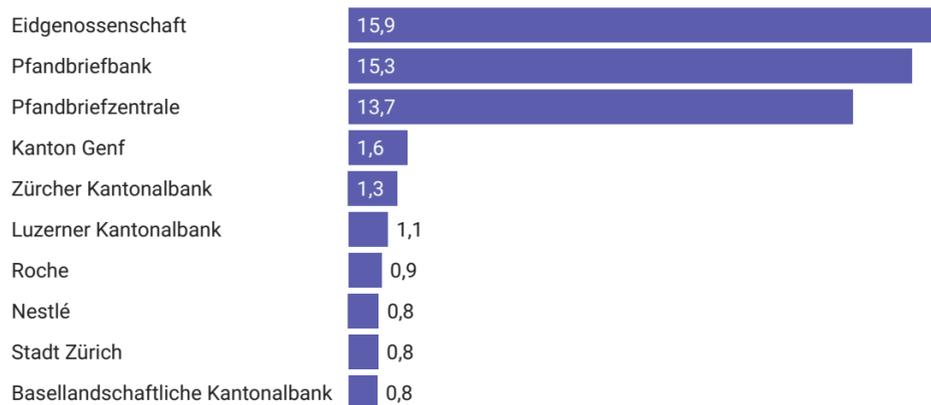
Gerade in Franken sind die Renditen trotz deutlichem Anstieg immer noch markant niedriger als in den USA und in der Eurozone. Handels- und Depotgebühren der Banken können demnach vor allem bei kurzer Laufzeit einen grossen Teil der Rendite wegfressen. Bei länger laufenden Bonds und langer Haltedauer fällt die Courtage rechnerisch weniger ins Gewicht.

Ebenfalls wichtig ist es, vor dem Kauf die Geld-Brief-Spanne und das Handelsvolumen zu beachten. Gerade am Frankenkapitalmarkt

### 3) Die zehn grössten Emittenten im Swiss Bond Index AAA-BBB

Gewicht in %

Grafik: themarket.ch – Quelle: SIX Group



versiegt die Liquidität nach der Emission auch bei bekannten Schuldnern und hohen Emissionsvolumen relativ schnell, weil die Bonds in den Portfolios der institutionellen Anleger «verschwinden». Am besten erkundigt man sich bei der Hausbank, welche Bonds im Angebot sind, weil bessere Kurse gestellt werden, wenn die Bank Papiere in ihren Handelsbüchern hat. Alternativ zeigt die Webseite von The Market oder der Schweizer Börse die meistgehandelten Papiere oder die grössten Gewinner und Verlierer des Tages.

#### Achtung, Währungsrisiko

Die geringe Rendite von Frankenanleihen ist denn auch ein Wermutstropfen. Anleger sollten sich von den höheren Zinsen in den USA oder der Eurozone aber nicht allzu stark blenden lassen. Weil die Inflation in der Schweiz niedriger ist als im Ausland, wertet sich der Franken langfristig zu den meisten Valuten auf, was den Zinsvorteil in der Regel zunichtemacht oder gar überkompensiert. Absichern bringt oft nichts, weil die Kosten für dieses

«Hedging» der Zinsdifferenz entsprechen. In Franken denkende Privatinvestoren bleiben also trotz niedrigerer Rendite am besten in der Heimwährung.

Immerhin gibt es auch für sie ein Zückerchen: Viele der in der Niedrigzinsphase emittierten Bonds handeln teils deutlich unter pari, also unter dem Nennwert von 100. Halten Privatanleger den Bond bis Verfall, können sie die Differenz zum Nennwert als Kapitalgewinn einstreichen, der in der Schweiz im Gegensatz zum Coupon in der Regel von der Einkommenssteuer befreit ist. Auch die seit dem letzten Coupon aufgelaufenen Marchzinsen unterliegen nicht der Einkommenssteuer, wenn der Bond verkauft wird. Der Käufer muss bei Fälligkeit des Coupons hingegen den gesamten Zins versteuern. Es lohnt sich daher, Bonds nicht kurz vor Zinsfälligkeit zu kaufen.

Eine Ausnahme von dieser Regel gibt es allerdings: Ist die Gesamrendite bei der Emission mehr als doppelt so hoch wie die periodische Verzinsung, liegt eine «überwiegende Ein-

malverzinsung» vor, und der Kapitalgewinn muss versteuert werden. Für Anleihen, die im Negativzinsumfeld ausgegeben wurden, ist das aber kaum der Fall. Es lohnt sich jedoch, in der Kursliste der Eidgenössischen Steuerverwaltung nachzusehen, ob Einmalverzinsung gegeben ist (wenn in der letzten, mit «IUP» für Intérêt Unique Prédominant bezeichneten Spalte ein Y steht). Privatanleger sollten solche Papiere meiden.

Der Coupon eines inländischen Emittenten unterliegt zudem der Verrechnungssteuer. Das gilt bei überwiegender Einmalverzinsung auch für den Kapitalgewinn. Wird die Anleihe von einem ausländischen Schuldner – dazu zählen auch Tochtergesellschaften schweizerischer Unternehmen im Ausland – begeben, entfällt die Verrechnungssteuer.

#### Gute Schuldner wählen

Angesichts des derzeit hohen Rezessionsrisikos seien nur Anleihen qualitativ guter Schuldner empfohlen, sagt Lutz. Grundsätzlich gelte «je langweiliger, desto besser», weil sich die Bonität vieler Emittenten in den letzten Jahren «brutal verschlechtert» habe. Sehr hohe Qualität bietet die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken, da die Titel vierfach gesichert seien (vgl. Box rechts). Zudem böten sie derzeit eine attraktive Mehrverzinsung zu «Eidgenossen». Zehnjährige Papiere rentieren 1,9%, während «Eidgenossen» rund 1% abwerfen.

«Bei Unternehmensanleihen würde ich nicht unter ein Rating von A gehen», warnt Lutz. Als Beispiele akzeptabler Schuldner nennt er Baloise, BMW, Coca-Cola, Lindt & Sprüngli, Roche oder Swisscom. Sie alle haben Frankenpapiere ausstehend, die für eine Laufzeit von vier bis fünf Jahren zwischen 1,7 und 2% rentieren. Allerdings muss auch hier die Handelsliquidität beachtet werden.

#### Quasistaatliche und besicherte Anleihen

Eine Besonderheit in den USA sind Agency-Papiere, die von staatsnahen Unternehmen wie den Hypothekenbanken Freddie Mac und Fannie Mae begeben werden. In vielen Ländern existieren quasistaatliche Schuldner – z. B. Telecomgesellschaften oder Versorger, an denen der Staat beteiligt ist oder die Mehrheit hält. Dazu kommen supranationale Organisationen wie die Weltbank oder die Europäische Investitionsbank sowie Kommunalanleihen, in den USA Municipal Bonds genannt. In der Schweiz treten Kantone und Städte als Emittenten auf.

Des Weiteren existieren forderungsbesicherte Wertpapiere wie Mortgage Backed und Asset Backed Securities (MBS, ABS), bei denen Hypotheken, Autokredite oder Kreditkartenschulden gebündelt werden. Eine Besonderheit in Europa und der Schweiz sind Pfandbriefe, die hierzulande von den beiden Pfandbriefbanken – genauer der Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken und der Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute – begeben werden. Pfandbriefe sind wie MBS ebenfalls durch Hypotheken besichert, die Forderung verbleibt aber anders als bei MBS bei der Bank. Die Schweizer Pfandbriefbanken sind mit dem höchsten Gütesiegel AAA bewertet. Zwischenzeitliche Kursverluste wären bei einem Einbruch des Immobilienmarktes aber kaum zu vermeiden.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y211](https://go.themarket.ch/y211)



## Clevercircles ist der flexible Roboadvisor.

Definieren Sie Ihre Anlagestrategie aus 16 ETF und Indexfonds und bewirtschaften Sie Ihr Portfolio einfach und flexibel mit spannenden Optionen zum Rebalancing.

#### Unsere All in Fee:

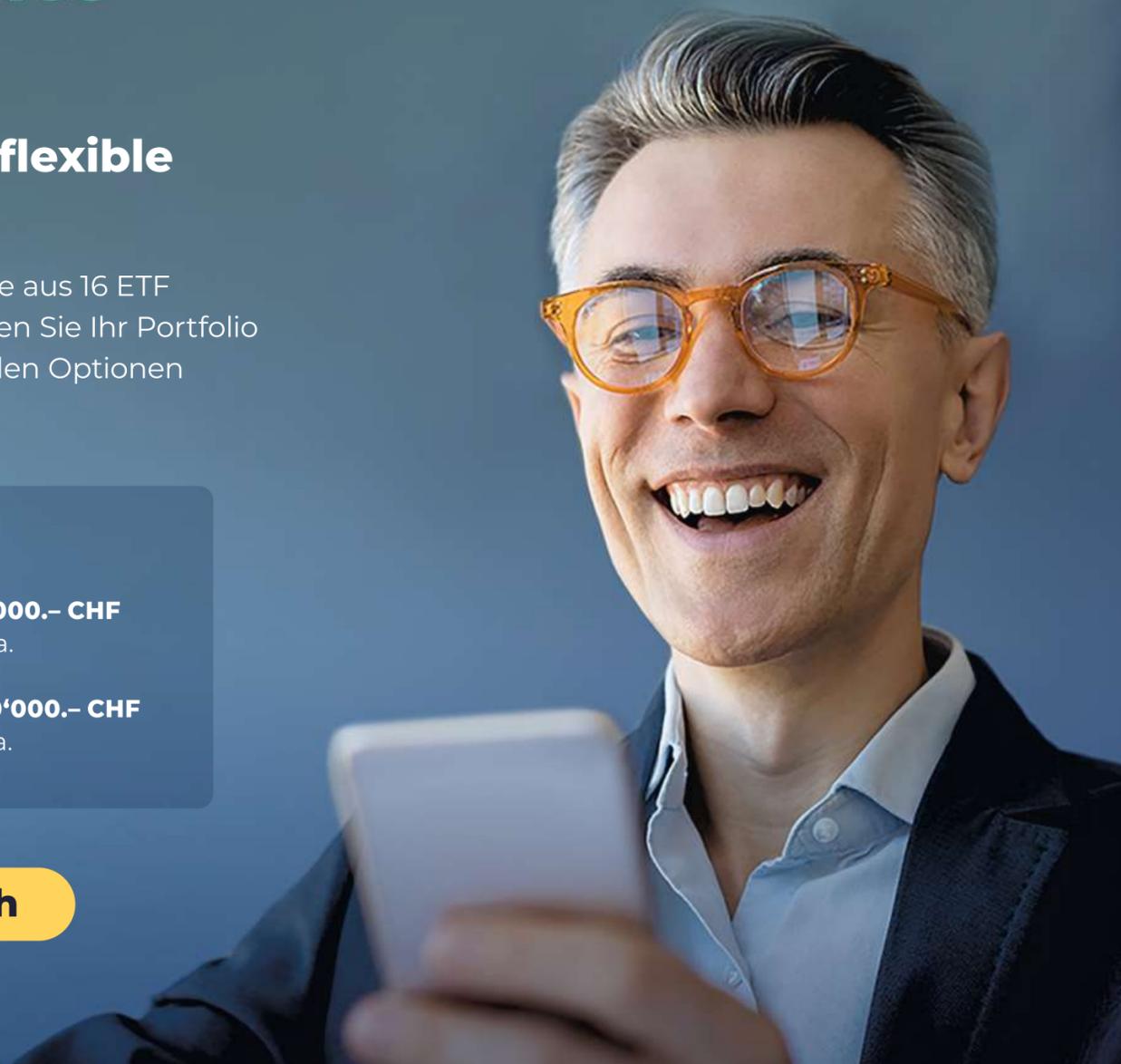
**ab 5'000.– CHF**  
0.65% min. 40.– CHF

**ab 200'000.– CHF**  
0.45% p.a.

**ab 100'000.– CHF**  
0.55% p.a.

**ab 1'000'000.– CHF**  
0.25% p.a.

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



## ANALYSE

# Worauf es bei ESG ankommt

Nachhaltiges Investieren hat sich zum Mainstream entwickelt. Doch das rasante Wachstum und intransparente Anlageprodukte schüren verbreitet Skepsis. **Von Ruedi Keller**

Nachhaltige Investitionsstrategien, zumindest Anlagephilosophien, die nicht nur renditeorientiert sind, sondern auch ethische Aspekte berücksichtigen, gibt es seit rund dreissig Jahren.

Was damals exotisch war, hat sich in der letzten Dekade zu einem Boom entwickelt. Die Ausrichtung von Investitionen auf die Umwelt, die Gesellschaft und eine gute Unternehmensführung ist heute zum Mainstream geworden, die Abkürzung ESG – Akronym für die englischen Begriffe Environmental, Social und Governance – ist in aller Munde. Gemäss jüngsten Schätzungen der Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) waren zum Ende der Dekade global mehr als 35 Bio.\$ an Anlagegeldern gemäss einem Nachhaltigkeitsansatz investiert, was mehr als einem Drittel aller professionell verwalteten Mittel entspricht. 71% der nachhaltig angelegten Gelder orientieren sich an ESG-Faktoren.

Rasant war das Wachstum auch in der Schweiz, wie die jüngste Erhebung des Branchenverbands Swiss Sustainable Finance (SSF) zeigt: 2021 ist das Volumen nachhaltiger Anlagen um weitere 30% auf fast 2 Bio. Fr. gestiegen (vgl. Grafik 1). Insgesamt ist nun die Mehrheit des gesamten Schweizer Fondsmarktes als nachhaltig investiert erfasst.

## «Die Mehrheit des gesamten Schweizer Fondsmarktes ist als nachhaltig investiert erfasst»

Treiber für die Dominanz von ESG-Anlagen war einerseits die Überrendite an den Märkten, die ESG-Anlagen erzielten und die sie bis 2021 stärker wachsen liess als konventionelle Investitionen. Andererseits flossen neue Anlagegelder dem Bereich zu. Reto Ringger, Branchenpionier und CEO der auf nachhaltige Anlagen spezialisierten Globalance Bank, merkt dazu allerdings kritisch an: Der Boom lag nicht daran, «dass die Portfolios grundlegend umgestellt worden wären, sondern sie wurden vielerorts als grün etikettiert».

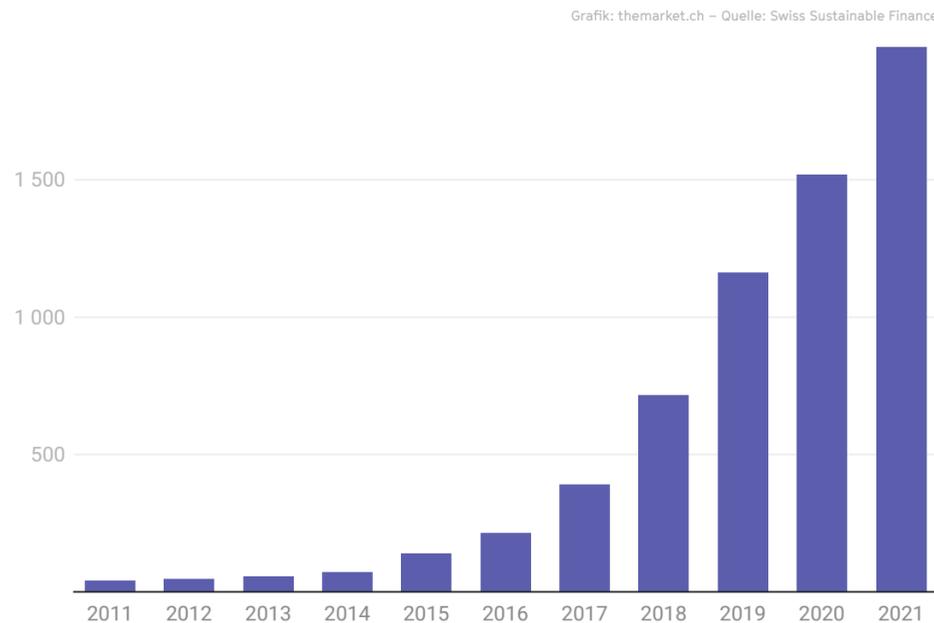
### Angst vor Greenwashing

Seit dem vergangenen Jahr steht ESG deswegen denn auch vermehrt im Gegenwind: Diversen Anbietern von als nachhaltig angepriesenen Produkten wurde Greenwashing vorgeworfen, also dass sie ihre Investoren getäuscht haben, indem sie Angebote grüner dargestellt haben, als sie tatsächlich waren.

Investoren zögern seither, neue Gelder in die Anlageklasse zu stecken. Die Vermögensverwalter sind vorsichtiger geworden mit ihren Nachhaltigkeitsversprechen, Unternehmen scheuer, explizit als nachhaltig vermarktete Wertpapiere wie beispielsweise Green Bonds auszugeben. Dies aus Furcht, sich dem Vorwurf des Greenwashing auszusetzen: «Bislang haben die Marketingabteilungen der Fondsanbieter dominiert, nun sind ihre Compliance-Leute am Zug», sagt Ringger. Dazu gesellte sich 2022 noch eine tendenziell unterdurchschnittliche Performance von ESG-Anlagen, was zusammen mit der Verunsicherung der Marktteilnehmer das Wachstum des Anlagestils gebremst haben dürfte.

### 1) Entwicklung nachhaltiger Anlagen in der Schweiz

Volumen in Mrd. Fr.



Das alles bedeutet aber nicht das Ende nachhaltigen Investierens: «Ich beobachte einen Sinneswandel im Markt für ESG-Produkte», sagt Timo Busch, Professor an der Universität Hamburg und Dozent an der ETH Zürich.

### «Sinneswandel findet statt»

Ganz freiwillig kommt die Neuorientierung nicht. Kunden fühlten sich beim Wunsch, durch ihre Investitionen in ESG-Produkte Gutes zu tun, oft getäuscht, und die Regulatoren schritten ein. Die Europäische Union tat dies beispielsweise mit einer Taxonomie, die nun definiert, was «grün» ist, sowie mit einer Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR), die die Fonds zwingt, ihre Nachhaltigkeitszielsetzungen in den Prospekten aufzuführen.

«In der Vergangenheit genügte es, aus dem Portfolio einzelne Unternehmen zu verbannen oder sich mit einem Best-in-Class-Ansatz auf die jeweils besseren zu konzentrieren, um einen Fonds als nachhaltig zu vermarkten», sagt Busch. Doch das reiche mittlerweile so nicht mehr. Heute müsse sich ein Fondsanbieter zwei kritischen Fragen stellen können: «Erstens muss er Vorwürfen von Greenwashing begegnen können, indem er die Methoden exakt und nachvollziehbar aufzeigt, nach denen er ein Portfolio zusammenstellt.» Zweitens müsse er darlegen, welchen Nutzen bezüglich Klima oder Gesellschaft seine Auswahl in der Realwirtschaft entfalte. Dabei gilt allerdings: «Auf den zweiten Punkt kann ein Fonds verzichten, dann darf er aber auch nicht den Anschein erwecken, eine positive Wirkung auf die Umwelt anzustreben.»

Dies trifft einen Kernpunkt von ESG, der aufzeigt, warum viele Investoren bei Anlagen, die als nachhaltig angepriesen werden, ein ungutes Gefühl beschleicht – und Skepsis gegenüber der gesamten Branche aufkommt.

### Die zwei Seiten von ESG

ESG hat zwei höchst unterschiedliche Seiten, die von den Anbietern in diesem Geschäft – den Agenturen für ESG-Ratings und den Fondsanbietern – teilweise bewusst nicht sauber auseinandergelassen werden: «Nachhaltigkeitsrisiken verringern und eine positive Wirkung erzielen sind zwei voll-

kommen unterschiedliche Stossrichtungen», sagt Ringger von Globalance. Anleger aber würden oft annehmen, bei der Investition in ein Unternehmen mit einem hohen ESG-Rating etwas Gutes zu tun. Tatsächlich habe das nichts damit zu tun, sondern sei eine reine Umweltrisikoprüfung: «ESG-Kriterien messen die finanziellen Risiken, die Unternehmen aufgrund von Umwelteinflüssen oder Umweltschäden aufweisen. Sie messen nicht die positive Wirkung, die entsteht, wenn beispielsweise Wasser gespart wird.»

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

Diese Diskrepanz zwischen den Erwartungen der Investoren und der Aussagekraft von ESG-Ratings zeigt sich auch in einer Umfrage der ETH und der Universität Zürich zur «Sustainable Finance Literacy and the Determinants of Sustainable Investing». Auf die Frage, was nachhaltige Finanzprodukte von konventionellen Investitionen unterscheidet, antwortete die Mehrheit von Privatinvestoren mit dem Stichwort: Umwelt. Nur knapp 9% assoziierten nachhaltige Anlagen mit finanzieller Stabilität. Die Erwartung der Investoren, was in einer als nachhaltig deklarierten Anlage enthalten ist, unterscheidet sich deutlich von dem, was ESG-Ratings erheben.

Orientierungshilfe, welche ESG-Methoden worauf fokussieren, geben die acht unterschiedlichen Anlagestile, wobei die meisten Fondsmanager gleichzeitig mehrere davon anwenden (vgl. Tabelle 2). Die Mehrheit der Schweizer Asset-Manager setzt gemäss dem Branchenverband SSF auf normenbasierte Ausschlüsse. Sie schliessen Themen aus ihrem Portfolio aus, beispielsweise Tabak, Waffen, Pornografie oder Kohle – zumindest wenn

### In Kürze:

- Angebot an nachhaltigen Anlagen wächst rasant
- Finanziellen Risikofilter und positive Wirkung trennen
- Produkte wählen, die den eigenen Zielen entsprechen

gewisse Umsatzschwellen überschritten werden. Zwei Drittel des Kapitals werden zudem gemäss ESG-Integration verwaltet, womit das Chancen-Risiko-Profil verbessert werden soll. Ähnliches trifft auf den Best-in-Class-Ansatz zu, mit dem die Unternehmen einer Branche ausgewählt werden, deren ESG-Ratings vergleichsweise gut sind. Hauptsächlich wenden diese Anlagestile Fonds an, die im Sekundärmarkt investieren – in kotierte Aktien, Obligationen und ETF.

«Der Handel am Aktienmarkt – Titel grüner Unternehmen ins Portfolio legen und Klimasünder aussondern – hat keine zusätzliche positive Wirkung auf die Umwelt», kommentiert dazu Professor Busch. In Gegenüberstellung zu einem Vergleichsindex könne man damit zwar den CO<sub>2</sub>-Fussabdruck des Portfolios verringern, doch in der realen Welt werde damit der Treibhausgasausstoss nicht gemindert. Die Aktie, die man vorher gehalten und dann aus dem Portfolio entfernt habe, besitze jetzt lediglich ein anderer Investor. «Wer so handelt, mag zwar sein Gewissen beruhigen, erzielt damit aber keine zusätzliche positive Wirkung», sagt Busch, macht jedoch eine Einschränkung: «Wenn viele Anleger so handeln, kann ihr Verhalten in Summe dazu führen, dass Vorreiterunternehmen über die Zeit einen finanziellen Nutzen daraus ziehen, indem ihre Kapitalkosten sinken – während sie für Klimasünder steigen.»

### Aktiv Einfluss nehmen

Wer jedoch zielgerichtet Einfluss nehmen will, muss Fonds wählen, die sich aktiv engagieren, beispielsweise über ESG-konformes Stimmverhalten an Generalversammlungen



### Der ESG-Newsletter von The Market

Unser monatlicher Blick auf die facettenreichen Investitionsthemen Umwelt, Gesellschaft und gute Unternehmensführung – auf Englisch Environmental, Social and Governance, kurz: ESG.

Jetzt ESG-Newsletter kostenlos abonnieren:

[abo.themarket.ch/newsletter](http://abo.themarket.ch/newsletter)



2) Die acht Ansätze für nachhaltige Investitionen

Basierend auf: SSF – Swiss Sustainable Investment Market Study 2021

Investitionsansatz	Beschreibung
ESG-Integration	Die Einbeziehung von ESG-Risiken und -Chancen in traditionelle Finanzanalysen und Investitionsentscheidungen mithilfe systematischer Prozesse.
Ausschlussverfahren	Unternehmen, Länder oder Emittenten werden aufgrund von Aktivitäten ausgeschlossen, die für Investments nicht in Frage kommen.
ESG-Engagement	Aktive Einflussnahme der Aktionäre mit dem Ziel, das Management davon zu überzeugen, ESG-Kriterien stärker zu berücksichtigen und Risiken zu verringern.
Normbasierte Ansätze	Überprüfung von Investitionen in Bezug auf Mindestanforderungen an die Geschäftspraxis mithilfe nationaler oder internationaler Standards.
ESG-konformes Stimmverhalten	Investoren üben ihre Stimmrechte aktiv auf der Grundlage von ESG-Grundsätzen aus.
Best in Class	Ein Investitionsansatz, bei dem die ESG-Charakteristik eines Unternehmens auf Grundlage eines Nachhaltigkeitsratings mit der seiner Konkurrenten verglichen wird. Unternehmen mit einem Rating über einem definierten Schwellenwert kommen für Investitionen in Frage.
Thematische Investitionen	Investitionen in Unternehmen, die zu nachhaltigen Lösungen in bestimmten Themenbereichen beitragen.
Impact Investing	Investitionen, die neben einer finanziellen Rendite auch eine messbare positive soziale und ökologische Wirkung erzielen wollen.

oder sogenanntes Engagement, indem das direkte Gespräch mit dem Management über ESG-Themen gesucht wird. «Der nachhaltige Anlageansatz «Engagement» hat in den letzten Jahren stark an Bedeutung und Einfluss gewonnen», sagt Sabine Döbeli, CEO von Swiss Sustainable Finance (SSF). Er gelte als wirkungsvollstes Instrument, um im kotierten Bereich als Aktionär direkt Einfluss auf die Nachhaltigkeitsanstrengungen der Unternehmen zu nehmen.

frisches Geld zur Verfügung stellen, damit sie neue Lösungen umsetzen können», sagt Busch. Das könne Venture Capital sein, mit dem Jungunternehmen finanziert würden, oder bei reiferen Unternehmen, indem ihnen über Green Bonds zweckgebunden frisches Kapital für neue Projekte zur Verfügung gestellt werde. Mit diesem Ansatz, der teilweise bei Themenfonds und im sogenannten Impact Investing zu finden ist, können Anleger über ihren Kapitaleinsatz effektiv eine zusätzliche positive Wirkung erzielen.

«Grüne Unternehmen ins Portfolio legen und Klimasünder aussondern hat keine zusätzliche positive Wirkung auf die Umwelt»

«Wer einen positiven Effekt auf die Umwelt erreichen will, kann beispielsweise in Unternehmen mit schlechten ESG-Ratings investieren und sie in direktem Engagement dazu bringen, sich zu verbessern», sagt Busch. Wenn CO<sub>2</sub>-intensive Unternehmen – beispielsweise nicht nachhaltig wirtschaftende Zementkonzerne – begännen, den Ausstoss an Treibhausgasen zu senken, habe das einen grossen positiven Nutzen für die Umwelt. Der direkteste Weg, über die Wirtschaft einen positiven Einfluss auf Umwelt und Gesellschaft zu erreichen, ist jedoch, den Unternehmen neues Kapital bereitzustellen: «Wer als Investor die Ambition hat, aktiv einen positiven Einfluss auf die Umwelt oder die Gesellschaft auszuüben, muss innovativen Unternehmen

Bewusst wählen

Um von ESG nicht enttäuscht – oder getäuscht – zu werden, muss man sich selbst im Klaren sein, was man erreichen will: Möchte man primär das Risiko-Rendite-Profil seines Portfolios verbessern, indem man auf Unternehmen setzt, die hohe ESG-Ratings haben? Sie weisen geringere Umwelteinflüsse auf als ihre Konkurrenten. Man schafft mit einer Investition in sie aber keinen zusätzlichen Nutzen für die Umwelt.

Alternativ – oder obendrauf – kann man die Anlageauswahl auf ihre Wirkung ausrichten. Hier muss der Blick nach vorn gelenkt werden, auf neue Lösungen, die Unternehmen entwickeln, um beispielsweise alte, treibhausgasintensive Technologien abzulösen. Orientierungspunkte für zukunftstaugliche Geschäftsmodelle sind auch unternehmensspezifische Klimapfade, zu denen sich Manager verpflichten – und gleichzeitig glaubwürdig aufzeigen, wie die Ziele tatsächlich erreicht werden können.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:  
[go.themarket.ch/y213](https://go.themarket.ch/y213)



PUBLIREPORTAGE

«Attraktive Perspektiven mit kapitalgeschützten Anlageprodukten»

Die Normalisierung des Zinsumfelds macht kapitalgeschützte Produkte für Anleger/innen wieder interessant. Worum geht es dabei, und worauf ist beim Kauf zu achten? Die Antworten auf die wichtigsten Fragen.

**Die Zeit von Null- und Negativzinsen ist vorbei, die Zinsen sind auch in der Schweiz wieder positiv. Ist das nun eher gut oder eher nachteilig für Kapitalschutzprodukte?**  
 Kapitalgeschützte Produkte bestehen im Wesentlichen aus einer festverzinslichen Komponente. Je höher das Zinsniveau für die entsprechende Laufzeit und Währung notiert, desto attraktiver die Rahmenbedingungen. Ergo ist das Umfeld für kapitalgeschützte Produkte wieder attraktiv.



**Für welche Art Anlegerin oder Anleger sind Kapitalschutzprodukte sinnvoll?**  
 Es gibt verschiedene Szenarien, in denen der Einsatz von kapitalgeschützten Produkten attraktiv ist. Ihr Einsatz ist somit für private und institutionelle Investor/innen situativ gleichermassen denkbar. Konkret können sie an steigenden oder fallenden Kursen partizipieren und gleichzeitig per Verfall von einer garantierten Mindestrückzahlung profitieren.

ckelt, ist eine Rendite im zweistelligen Prozentbereich durchaus möglich.

**Was sind Kapitalschutzprodukte überhaupt?**  
 Kapitalgeschützte Produkte sind strukturierte Produkte, die durch einen Emittenten begeben werden. Sie bestehen aus einer festverzinslichen Komponente (Zero Coupon Bond) und einer Optionskomponente. Per Verfall profitieren Anleger/innen somit von einer allfällig günstigen Entwicklung des Basiswerts und gleichzeitig von der Mindestrückzahlung (Kapitalschutz). Die Performance-Attribution des Basiswerts ist dann positiv, wenn die Option im Geld notiert. Das Underlying muss bei einem Call oberhalb des Strike, bei einer Put Option unterhalb des Strike notieren.

**Zu welchem Zweck kauft man sie?**  
 Kapitalgeschützte strukturierte Produkte ermöglichen die Partizipation am gewünschten Basiswert und garantieren per Verfall gleichzeitig eine Mindestrückzahlung. Sie bieten somit ein asymmetrisches Auszahlungsprofil. Verfügt der/die Investor/in über eine geringe Risikotoleranz, so sind kapitalgeschützte Produkte eine potenziell sehr interessante Anlagevariante.

Volatilität in Bezug auf den Basiswert sein. Gleichzeitig sollte das Zinsniveau in der gewünschten Währung und Laufzeit möglichst hoch sein.

**Wann ist der optimale Kaufzeitpunkt?**  
 Richtiges Timing ist bekannterweise sehr schwierig. Ein optimaler Kaufzeitpunkt lässt sich nicht prognostizieren. Hingegen ist ein Umfeld positiver bzw. erhöhter Zinsen ideal. Gleichzeitig sollte der dazugehörige Optionspreis idealerweise günstig sein. Dies ist im Wesentlichen von der impliziten Volatilität abhängig. Ein möglicher interessanter Zeitpunkt könnte ein ruhiges Marktumfeld mit einer verhältnismässig tiefen

**Wann lohnt es sich nicht, Kapitalschutzprodukte zu kaufen?**  
 Falls es sich abzeichnen würde, dass die Zinsen weiter stark ansteigen sollten, und gleichzeitig die implizite Volatilität stark sinken würde, wäre der Zeitpunkt nicht ideal. Steigen nämlich die Zinsen weiter an, könnten bessere Konditionen für den kapitalgeschützten Teil dargestellt werden. Gleichzeitig wäre es unvorteilhaft, wenn die Option unmittelbar, durch einen Rückgang der impliziten Volatilität, signifikant tiefer handeln würde.

**Besteht ein Gegenparteirisiko?**  
 Ja, strukturierte Produkte unterliegen einem Emittentenrisiko. Somit ist die Bonität des Emittenten zentral.

**Wie funktioniert ein typisches Kapitalschutzprodukt?**

Grundsätzlich ist es so, dass der/die Anleger/in auf die risikolose Verzinsung verzichtet. Mit dem kumulierten Ertrag aus der risikolosen Verzinsung wird die Option bzw. die Partizipation am Basiswert finanziert.

**Worauf müssen Anlegerinnen und Anleger besonders achten?**  
 Da das Auszahlungsprofil erst per Verfall gilt, ist es zentral zu verstehen, dass sich Entwicklungen zugunsten des Produkts nicht unmittelbar im Kurs spiegeln. Während der Laufzeit unterliegt das Produkt zusätzlich den üblichen Zinsschwankungen, analog zu Obligationen.

**Welche Basiswerte können in Kapitalschutzprodukten enthalten sein?**  
 Grundsätzlich können alle liquiden Basiswerte als Baustein für ein Kapitalschutzprodukt verwendet werden.

**Können auch Fonds oder ETF als Basiswerte enthalten sein?**  
 Ja, ETF können grundsätzlich durchaus auch als Basiswerte eingesetzt werden. Die Machbarkeit muss im Einzelfall geprüft werden.

**Bedeutet «Kapitalschutz», dass man kein Geld verlieren kann?**  
 Kapitalgeschützte Produkte garantieren per Verfall in der Tat eine Mindestrückzahlung. Notiert die garantierte Rückzahlung per Verfall höher oder gleich dem Investitionsbetrag, kann man durchaus argumentieren, dass man kein Geld verlieren kann. Etwaige Opportunitätskosten aus der potenziellen risikolosen Verzinsung sind bei dieser Aussage nicht berücksichtigt.

**Kann ich als Kunde oder Kundin Kapitalschutzprodukte individuell nach meinen Wünschen zusammenstellen?**  
 Strukturierte Produkte haben grundsätzlich den grossen Vorteil, dass sie mass-

geschneidert und individuell auf die Bedürfnisse der Anlegerin oder des Anlegers ausgerichtet werden können.

**Was sind die typischen Laufzeiten?**  
 Die meisten kapitalgeschützten Produkte in Franken haben derzeit eine Laufzeit im Bereich von drei bis fünf Jahren.

**Kann ich Kapitalschutzprodukte auch während ihrer Laufzeit verkaufen?**  
 Strukturierte Produkte können unter normalen Marktbedingungen jederzeit im Sekundärmarkt gehandelt werden. Wichtig ist, darauf zu achten, dass der Emittent einen liquiden und fairen Sekundärmarkt anbietet.

**Wie funktioniert der Sekundärmarkt? Ist er liquide?**  
 Der Sekundärmarkt wird durch den Emittenten betrieben. Die Zürcher Kantonalbank unterbreitet pro Seite (Geld/Brief) in der Regel zum Beispiel jeweils eine Size von ca. 500k mit einem Spread (gesamte Spannweite) von 0,5%.



**Curdin Summermatter**  
 Leiter Verkauf Strukturierte Produkte  
 Zürcher Kantonalbank  
[zkb.ch/derivate](https://zkb.ch/derivate)



## ANALYSE

## Neun Prinzipien für die Aktienanlage

The Market präsentiert die wichtigsten Grundsätze, die eine erfolgreiche Navigation durch die Welt des Investierens ermöglichen sollen. **Von Mark Dittli**

Was ist eigentlich das Wichtigste, wenn es um das Thema Investieren an den Aktienmärkten geht? Diese Frage erhält die Redaktion von The Market oft von Leserinnen und Lesern. Selbstredend kann sie unmöglich abschliessend beantwortet werden. Ebenso wenig kann ein Anspruch auf «die Wahrheit» geltend gemacht werden. Investieren ist ein individuelles Thema, das sich je nach Anlagedauer, Risikotoleranz und Liquiditätsbedürfnissen unterscheidet.

Dennoch können sich Anleger an ein Prinzipiengerüst halten, das es erlaubt, den Blick auf das Wesentliche nicht zu verlieren und auch in heissen Marktphasen einen kühlen Kopf zu bewahren. The Market präsentiert deshalb die wichtigsten Prinzipien.

## 1. Denken Sie wie ein Eigentümer

Wenn Sie eine Aktie kaufen, kaufen Sie nicht bloss ein abstraktes Wertpapier, einen Eintrag in Ihrem Depotauszug oder eine blinkende Zahl auf Ihrem Bildschirm. Nein, Sie kaufen ein Unternehmen. Sie erwerben einen Eigentumsanspruch an den Anlagen des Unternehmens, an seinen Maschinen, Immobilien, an seinen Patenten, seinen Marken, an seiner Forschung und Entwicklung – kurz: an seinem produktiven Kapital. Und Sie erwerben einen Anspruch auf alle Gewinne, die dieses Unternehmen in der Zukunft erwirtschaften wird. Selbstverständlich entspricht Ihr Eigentum am Unternehmen «nur» Ihrem Anteil – und der ist meist mikroskopisch klein –, aber das ändert nichts an der Tatsache: Sie werden Eigentümer des Unternehmens.

Wenn Sie sich bei Aktieninvestitionen in die Rolle des Eigentümers denken, dann wird rasch klar: Erstens, Sie kaufen eine Aktie nicht mit dem Gedanken, sie nach kurzer Zeit zu einem höheren Preis verkaufen zu können. Sie beteiligen sich an einem Unternehmen und nehmen an seiner langfristigen Entwicklung teil. Das unterscheidet Sie als Investor von einem Spekulanten.

Zweitens, weil Sie für die lange Frist investieren – weil Sie Eigentümer werden –, müssen Sie sich mit dem Geschäftsmodell des Unternehmens befassen. Womit verdient es sein Geld? In welchen Märkten ist es tätig, gegen welche Konkurrenten tritt es an? Wie alloziert es sein Kapital? Wie schützt es Dividenden aus? Wie ist die Qualität des Managements und des Verwaltungsrats? All die Fragen, die Sie sich selbstverständlich stellen würden, wenn Ihnen das Unternehmen zu 100% gehörte. Und drittens: Kümmern Sie sich nicht um die täglichen Kursschwankungen Ihres Unternehmens an der Börse.

## 2. Preis ist nicht gleich Wert

Wenn Sie ein Unternehmen kaufen, kaufen Sie es auf der Basis des Werts, den Sie ihm zumessen. Dieser Wert wiederum ergibt sich aus dem produktiven Kapital und aus den künftigen Gewinnen, die das Unternehmen damit erwirtschaftet.

Wir verzichten an dieser Stelle auf eine detaillierte Beleuchtung der Methoden, wie der Wert eines Unternehmens geschätzt werden kann. Wichtig ist für unsere Zwecke nur diese Feststellung: Der Wert eines Unternehmens entspricht nicht immer dem Preis, der an der Börse für seine Aktien verlangt wird. Weil die Finanzmärkte von Massenpsychologie



## «Anlegen ist simpel, aber nicht einfach»

Warren Buffett, US-Value-Investor

beeinflusst werden, schwankt der Preis der Aktie an der Börse viel stärker als der eigentliche Wert des Unternehmens. Zwar gibt es durchaus lange Phasen, in denen Preis und Wert ungefähr kongruent verlaufen. Aber die Finanzmärkte sind ein komplexes, adaptives System, das von menschlichen Entscheidungen getragen wird. Sie sind daher emotional instabil. Die beste Metapher dafür stammt von Benjamin Graham, der die Börse als «Mr. Market» bezeichnete, der mal indifferent, mal euphorisch und mal zu Tode betrübt ist. «Mr. Market» ist manisch-depressiv. Das bedeutet, manchmal steigen die Preise der Aktien weit über den Wert der Unternehmen, und manchmal sinken sie weit darunter.

Die grosse Kunst für intelligente Investoren ist es, diese manischen oder depressiven Gemütszustände von «Mr. Market» zu erkennen und sie zum eigenen Vorteil auszunutzen.

## 3. Der Prozess zählt, nicht das Resultat

Kennen Sie Blackjack? Im deutschen Sprachraum ist das Spiel auch als «17+4» bekannt, wobei man mit der Aufnahme von Karten versucht, möglichst nahe an – aber nicht über! – die Summe von 21 zu kommen.

Nun stellen Sie sich vor, am Blackjack-Tisch im Casino steht neben Ihnen ein Mann, der vom Croupier zwei Karten bezieht, eine Dame und eine Sieben. Er hält also 17 in der Hand. Nun verlangt er vom Croupier noch eine Karte – und es ist prompt eine Vier. Der Mann hält jetzt 21 in der Hand und hat das Spiel damit gewonnen. Der ganze Tisch applaudiert seinem kühnen Zug.

Es mag kühn gewesen sein, mit 17 in der Hand noch eine Karte zu verlangen – aber war es auch intelligent? Die Antwort ist eindeutig Nein. Die Wahrscheinlichkeit, dass der Mann ein Ass, eine Zwei, eine Drei oder eine Vier bekommt, war viel kleiner als die, dass er eine grosse Karte erhält, damit über 21 kommt und verliert. Der Entscheidungsprozess des Mannes war falsch. Was wie Kühnheit aussah, war bloss Glück.

Man darf eine Entscheidung nie nach ihrem Resultat beurteilen – denn dieses kann von Zufall bzw. Glück abhängen –, sondern nach der Qualität des Prozesses, der zu dieser Entscheidung geführt hat. Das gilt in vielen Situationen des täglichen Lebens, und es gilt auch beim Investieren.

Der Prozess ist die analytische Arbeit, die Sie zum Entscheid führt, Eigentümer eines bestimmten Unternehmens zu werden. Dazu zählt die Auseinandersetzung mit dem Geschäftsmodell und der Bewertung des Unternehmens: Womit verdient das Unternehmen sein Geld, und in welchen Märkten ist es tätig? Bietet das Geschäftsmodell Einstiegschürden gegen neue Konkurrenten? Wie entwickeln sich die Margen und die Kapitalrenditen über längere Zeiträume? Wie sehen die Gewinn- und die Dividendenhistorie aus? Ist das Unternehmen hoch verschuldet, oder sitzt es auf grossen Cashreserven? Geht das Management diszipliniert mit dem ihm anvertrauten Kapital um? Wie präsentiert sich die aktuelle Bewertung, verglichen mit der eigenen Historie sowie mit Konkurrenten und ähnlichen Unternehmen?

Das ist keine Hexerei. Aber dieser Prozess benötigt Zeit, denn Sie wollen daraus Ihren Investment Case bestimmen. Wenn Sie ihn nach einem soliden Prozess bestimmt haben, dann bedeutet das selbstverständlich nicht, dass das Resultat immer zu Ihren Gunsten ausfallen wird. Der Preis der Aktie an der Börse kann aus verschiedenen Gründen trotzdem sinken. Aber nun können Sie immer prüfen, ob Ihr Investment Case noch stimmt oder ob sich daran grundlegend etwas verändert hat. Im ersten Fall können Sie gelassen bleiben und zukaufen, wenn der Preis unter den von Ihnen geschätzten Wert fällt. Im zweiten Fall kommen Sie auf Ihren Investitionsentscheid zurück und, falls der Investment Case nicht mehr stimmt, verkaufen Sie. Wenn die Fakten sich ändern, dann ändern Sie Ihre Meinung. Aber nicht vorher.

## 4. Risiko ist keine abstrakte Zahl

In der Finanztheorie und in der praktischen Anwendung im Bankwesen wird Risiko mit dem statistischen Begriff der Volatilität gleichgesetzt. Sie bezeichnet die Schwankungsbreite eines Preises um seinen Mittelwert über einen bestimmten Zeitraum.

Aus unserer Sicht ist das eine irreführende Definition von Risiko, beziehungsweise: Volatilität ist nur dann ein Problem, wenn Sie a) Ihre Liquiditätsplanung nicht im Griff haben oder b) wenn Sie mit hohem Einsatz von Fremdkapital spekuliert haben (vgl. Punkt 7). Volatilität ist also dann ein Risiko, wenn Sie von äusseren Kräften gezwungen werden, Ihre Aktien zu einem ungünstigen Zeitpunkt

### In Kürze:

- Emotionen haben in der Welt des Anlegens nichts zu suchen
- Es gilt, die richtigen Risiken im Auge zu behalten
- Wichtig ist, zu wissen, was man nicht wissen kann

zu verkaufen. Wenn das aber nicht der Fall ist, wenn Sie also langfristig und umsichtig investiert haben, dann kann Ihnen die kurzfristige Volatilität egal sein. Stellen Sie sich vor, Sie blicken nur einmal pro Jahr, am 31. Dezember, auf die Aktienkurse; welche Kapriolen sie an der Börse in der Zwischenzeit vollführen, ist Ihnen egal.

Das eigentliche Risiko, das Sie als Aktieninvestor im Auge haben müssen, ist die Gefahr eines permanenten Kapitalverlusts. Diese Gefahr entsteht, wie es James Montier im Standardwerk «Value Investing» sehr treffend beschreibt, aus drei möglichen Quellen:

**Bewertungsrisiko:** Wenn Sie eine Aktie zu einem viel zu hohen Preis kaufen – wenn der Preis also weit über dem Wert liegt –, dann laufen Sie Gefahr, einen permanenten Kapitalverlust zu erleiden. Das ist etwa dann der Fall, wenn Sie während einer Spekulationsblase selbst in Euphorie verfallen und der Illusion erliegen, die Kurse könnten nur noch weiter steigen.

**Geschäftsrisiko:** Die freie Marktwirtschaft ist von (kreativer) Zerstörung geprägt. Ein Unternehmen kann von Konkurrenten überholt und vernichtet werden. Manager können gravierende Fehler begehen, beispielsweise mit einer desaströsen Grossübernahme. Denken Sie an Credit Suisse, Swissair oder an Namen wie Nokia, Xerox oder Eastman Kodak, die am Weggang der Wirtschaftsgeschichte liegen geblieben sind. Ihre Aktionäre haben einen permanenten Kapitalverlust erlitten.

**Bilanzrisiko:** Unternehmen, die mit einer zu hohen Verschuldung arbeiten, laufen Gefahr, dass sie in einem ungünstigen Zeitpunkt – etwa in einer Rezession – zu einer Umschuldung und/oder einer Kapitalerhöhung gezwungen werden. Für die Aktionäre ist das in der Regel mit einer desaströsen Verwässerung ihres Anteils verbunden. Diese Risiken müssen Sie im Auge behalten. Das Bewertungsrisiko, indem Sie keine zu hohen Preise bezahlen (vgl. Punkt 2). Das Bilanzrisiko, indem Sie sich von hoch verschuldeten Unternehmen fernhalten. Das Geschäftsrisiko, indem Sie Ihren Investment Case konstant auf Schwachstellen überprüfen.

## 5. Ihr schlimmster Feind

Unter Punkt 2 haben wir den manisch-depressiven «Mr. Market» kennengelernt. Er bezahlt in der Euphorie viel zu viel, und in der Depression will er sich zu Dumpingpreisen von seinen Aktien trennen. Mit jeder Transaktion, die Sie an der Börse durchführen, ist dieser «Mr. Market» Ihre Gegenpartei. Sie können sich seine emotional instabile Verfassung zunutze machen – unter einer Voraussetzung: Sie dürfen selbst nicht Opfer Ihrer Emotio-

nen werden, denn sonst handeln Sie genauso manisch-depressiv wie «Mr. Market». Sie sind selbst Ihr schlimmster Feind. «Erkennen Sie, dass die Psychologie an den Märkten viel stärker schwankt als die Fundamentaldaten, und zwar meist in die falsche Richtung oder zum falschen Zeitpunkt. Verstehen Sie, wie wichtig es ist, Stimmungsschwankungen zu widerstehen. Profitieren Sie, wenn möglich, durch antizyklisches Verhalten», schreibt der Value-Investor Howard Marks.

Machen Sie sich nichts vor: Es ist unfassbar schwierig, sich gegen die Herde zu bewegen. Es ist schmerzhaft, auszusteigen und abseitszustehen, wenn der Markt sich in einen euphorischen Boom steigert. Und es braucht ungeheuer viel Überwindung, zu kaufen, wenn alles zusammenkracht.

Das beste Rezept dagegen: Erstellen Sie Ihre Investitionsstrategie in einem nüchternen, emotionslosen Zustand. Definieren Sie beispielsweise den festen Betrag, den Sie zu festen Zeitpunkten – monatlich, quartalsweise – in definierte Aktien oder ETF investieren. Definieren Sie Ihre Rebalancing-Methode und den Rhythmus, in dem Sie Ihr Portfolio ausbalancieren. Und dann ziehen Sie diese Strategie durch. Werden Sie nicht gierig und

weichen von Ihrer Strategie ab, wenn Euphorie ausbricht. Und verfallen Sie nicht in Panik, wenn Angst und Schrecken herrscht.

## 6. Geduld

Verfallen Sie nicht in Hyperaktivität und erliegen Sie nicht der Illusion, Sie könnten das perfekte Timing an den Märkten erwischen. Das können Sie nicht – und wenn, dann nur mit Glück. Definieren Sie Ihre Strategie. Folgen Sie Ihrer Strategie. Verwenden Sie Zeit, um Ihre Prozesse (vgl. Punkt 3) zu befolgen und solide Investment Cases zu identifizieren. Überprüfen Sie diese, um das Geschäftsrisiko (vgl. Punkt 4) im Griff zu behalten. Ändern Sie etwas in Ihrem Portfolio, wenn ein Investment Case nicht mehr stimmt. Und sonst: Machen Sie sich keinen Stress.

## 7. Schwimmen Sie nicht ohne Badehose

Das Bonmot von Warren Buffett wird gerne und oft zitiert: «Erst bei Ebbe zeigt sich, wer ohne Badehose geschwommen ist.» Gemeint ist damit: Erst wenn die Zinsen steigen, of-

fenbart sich, wer mit einem zu hohen Einsatz von Schulden (Leverage) gearbeitet hat.

Es ist verlockend, die eigene Anlageperformance mit dem Einsatz von Fremdkapital (Lombardkrediten) aufzupeppen. Das funktioniert in der Hausse. Aber es ist brandgefährlich in der Baisse, da Sie sich damit dem Volatilitätsrisiko aussetzen, das Sie eigentlich umgehen möchten: nämlich, dass Sie durch einen Margin Call gezwungen werden, Ihre Aktien zu einem ungünstigen Zeitpunkt zu verkaufen, und damit einen permanenten Kapitalverlust erleiden. Fragen Sie sich: Bin ich ein überdurchschnittlich cleverer Investor? Spüre ich vor den anderen, wann es Zeit ist, Risiken abzubauen? Die ehrliche Antwort lautet in der Regel Nein. Werden Sie nicht gierig. Lassen Sie den Einsatz von Leverage lieber sein. Und vor allem: Begehen Sie nie den Fehler, einen Bullenmarkt mit Ihrer eigenen Cleverness zu verwechseln.

## 8. Vorsicht mit Storys

Menschen mögen Geschichten. Wir lassen uns gerne von Erzählungen, von Narrativen leiten. Das wissen die Produkt- und Marketingfachleute der Banken, die eifrig Anlage-«Baskets» kreieren, die unser urmenschliches Bedürfnis nach Geschichten ansprechen. Das Problem dabei: An der Börse wird ein Thema in der Regel erst dann zu einer Story, wenn es einer breiten Anlegerschaft bekannt und damit meist auch entsprechend hoch bewertet ist. Ein Anlageprodukt zu einem Thema, über das noch niemand spricht, lässt sich nicht verkaufen. Es hat noch keine Story.

Das heisst nicht, dass diese Themen per se schlechte Investments sind. Aber sie sind in der Regel schlechte Investments, wenn sie an den Börsen als Story gefeiert werden und die Bewertung keine Rolle mehr spielt. Denn dann laufen Sie Gefahr, aufgrund des Bewertungsrisikos (vgl. Punkt 4) einen permanenten Kapitalverlust zu erleiden. Daher eine simple Regel: Wenn ein Anlagethema von den Banken als Story vermarktet wird, ist es vorbei.

## 9. Demut

«Ich weiss es nicht» ist ein Eingeständnis, mit dem gerade im Finanzwesen offenbar viele Menschen Mühe bekunden. Die Krux der Finanzmärkte ist es, dass sie die Zukunft in die

Gegenwart einpreisen – wie unter Punkt 1 erwähnt: Mit dem Kauf einer Aktie erwerben Sie ein Anteilsrecht auf alle künftigen Gewinne des Unternehmens. Das führt dazu, dass viele Marktteilnehmer versuchen, möglichst viel über die Zukunft zu wissen, zu prognostizieren und zu modellieren.

Das Problem dabei ist, dass es viele Dinge gibt, die sich schlichtweg nicht prognostizieren lassen. Die Zukunft ist ungewiss. Damit Sie mit Prognosen einen Vorteil an den Finanzmärkten erlangen, müssten nicht nur Ihre Prognosen besonders treffsicher sein, sondern Sie müssten auch noch in Ihrer Einschätzung richtigliegen, wie die Preise der verschiedenen Anlagen auf das Eintreffen Ihrer Prognosen reagieren werden.

Dazu zwei Denkbeispiele: Angenommen, Sie hätten im August 2020 korrekt prognostiziert, dass die Inflation in den USA und in Europa auf mehr als 9% steigt – hätten Sie dann auch prognostiziert, dass der Goldpreis bis August 2022 um mehr als 10% sinkt? Oder angenommen, Sie hätten im Herbst 2021 korrekt prognostiziert, dass Russland die Ukraine angreift und der Westen mit einem umfassenden Sanktionsprogramm gegen Moskau vorgeht – hätten Sie dann auch prognostiziert, dass der Rubel im Jahr 2022 um mehr als 20% steigt?

Unser Rat: Vergeuden Sie nicht zu viel Zeit und Energie damit, die Zukunft vorhersehen zu wollen. Das gilt auch für die Analyse einzelner Aktien: Versuchen Sie nicht, den Gewinn eines Unternehmens für Jahre in die Zukunft zu prognostizieren. Das gibt Ihnen bestenfalls eine Scheinpräzision und die Illusion von Wissen.

Es gibt unzählige Dinge, die Sie nicht wissen. Die Sie nicht wissen können. Und das ist gut so – sofern Sie sich das eingestehen. Das Wissen um das eigene Nichtwissen befreit Ihnen nämlich Energie und Zeit, die Sie sinnvoller einsetzen können: um die Historie und die Gegenwart zu verstehen. Und um das zu erreichen, ist unser bescheidener Rat: Lesen Sie. Lernen Sie. Begehen Sie nie den Fehler, zu glauben, Sie hätten bereits begriffen, wie die Finanzmärkte funktionieren.



### «Der intelligente Investor ist ein Realist, der an Optimisten verkauft und von Pessimisten kauft»

Jason Zweig, amerik. Journalist, im Vorwort zu «The Intelligent Investor» von Benjamin Graham, britisch-amerik. Ökonom und Investor (1894–1976)

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y215](https://go.themarket.ch/y215)



2,6 Mio. Anzahl Personenkraftwagen, die Deutschland im Jahr 2022 exportiert hat

Quelle: BBC

# What's next?

Unsere Frage seit 30 Jahren. Unsere Antwort:  
Investieren in zukunftsweisende Medikamente.



Investieren Sie mit uns.  
[bbbiotech.ch/whats-next](https://bbbiotech.ch/whats-next)

**BB Biotech** | 30 Years  
Bellevue Healthcare  
Investments

# SORGT IMMER FÜR EINE GUTE FINANZLAGE: EINE GUTE RÜCKLAGE.

Eine Investition, über die man sich auch später noch freuen kann:  
wertbeständige **Edelmetalle**.



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

## INTERVIEW

## «Wir sollten auf weitere Probleme gefasst sein»

Raghuram Rajan, Ökonom und Ex-Chef der indischen Zentralbank, warnt, dass die Krise im US-Bankensektor nicht vorbei ist. Er sagt, warum der Stress im System mit der lockeren Geldpolitik zusammenhängt und er nicht an eine weiche Landung der Wirtschaft glaubt. **Von Christoph Gisiger**



## Raghuram Rajan

Raghuram Rajan gehört zu den renommiertesten Ökonomen unserer Zeit. In Zentralindien aufgewachsen, hatte er zunächst ein Studium als Elektroingenieur abgeschlossen, worauf er Anfang der Neunzigerjahre am Massachusetts Institute of Technology (MIT) in Finanzwissenschaften doktorierte. 2003 wurde er zum jüngsten Chefökonom des Internationalen Währungsfonds ernannt. Für weltweites Aufsehen sorgte er, als er im Sommer 2005 am Wirtschaftssymposium von Jackson Hole vor Exzessen im Bankensystem warnte. Von 2013 bis 2016 amtierte er als Gouverneur der Reserve Bank of India, worauf er nach einem Zerwürfnis mit der Regierung Modi abrupt zurücktrat. Der 60-jährige Volkswirt lehrt heute an der Booth School of Business der University of Chicago. Er hat mehrere preisgekrönte Bücher verfasst. Das letzte ist 2019 unter dem Titel «The Third Pillar» erschienen und befasst sich mit der Interaktion von Staat, Märkten sowie Gemeinden und wie sich daraus Rezepte zur Förderung von nachhaltigem Wachstum ableiten lassen.

Um die Probleme im amerikanischen Finanzsektor ist es verdächtig ruhig geworden. Nach dem Kollaps der Silicon Valley Bank und der Notübernahme der First Republic Bank durch JPMorgan Chase haben sich die Aktienkurse von anderen gefährdeten Instituten in den vergangenen Wochen stabilisiert. Ist die Krise also überstanden?

Raghuram Rajan sieht keinen Grund für Entwarnung. «Leider besteht momentan der Eindruck, diese spezifische Phase der Bankenkrise sei vorbei», sagt der Finanzprofessor an der Universität Chicago und vormalige Gouverneur der Reserve Bank of India. «Ich denke aber, dass man das System weiterhin gut im Auge behalten muss.» Rajan weiss, wovon er spricht. Für Aufsehen sorgte er bereits im Sommer 2005, als er vor versammelter Finanzelite am Wirtschaftssymposium in Jackson Hole vor Exzessen im Bankensystem warnte. Damals scharf kritisiert, gehört er heute zu den am meisten beachteten Ökonomen unserer Zeit.

Im Interview erklärt Rajan, wo weiterhin Schwachstellen im Bankensystem bestehen und weshalb sie aus seiner Sicht eine Konsequenz der ultralockeren Geldpolitik der US-Notenbank sind. Auch sagt er, weshalb das Risiko einer harten Landung für die amerikanische Wirtschaft beträchtlich ist.

**Professor Rajan, die Krise um die Regionalbanken in den USA ist in den Hintergrund gerückt. Seit dem Kollaps der First Republic Bank Anfang Mai gab es keine grösseren Erschütterungen mehr. Wie schätzen Sie die Lage ein?**

Die First Republic Bank befand sich wie die Silicon Valley Bank und die Signature Bank in einer ausgesprochen schwierigen Situation. Das Institut zählte zur Kategorie der «Walking Wounded». Das heisst, es war aus

fundamentaler Sicht noch solvent, aber bereits angeschlagen. Dass mit der Bank früher oder später etwas passieren würde, war unvermeidlich. Leider besteht momentan der Eindruck, diese spezifische Phase der Krise sei vorbei. Ich denke aber, dass man das System weiterhin gut im Auge behalten muss.

«Irgendwann müssen wir uns mit den negativen Folgen der lockeren Geldpolitik eingehend befassen»

**Weshalb?**

Diese Ereignisse verdeutlichen, dass mittelgrosse Banken in den USA nach wie vor mit Schwierigkeiten konfrontiert sind: Einerseits sind ihre Probleme mit verlustreichen Investments nicht gelöst, ihre Bilanzen werden deshalb noch bedeutende Verluste absorbieren müssen. Andererseits besteht auch das Problem der stark fluktuierenden Einlagen weiterhin: Bankkunden verlangen höhere Zinsen, damit sie nicht abwandern, was bedeutet, dass die Nettozinsmargen vieler Institute empfindlich schrumpfen werden. Damit stellen sich Fragen zur längerfristigen Gesundheit des Systems, speziell bei mittelgrossen Banken, die in Bereichen wie Gewerbeimmobilien engagiert sind.

**Wie konnte es zu dieser Krise kommen?**

Die US-Notenbank hat dazu einen Bericht veröffentlicht. Darin ist von einem schlechten Management der Banken die Rede, aber auch von mangelhafter Aufsicht. Was jedoch nicht erwähnt wird, ist die Rolle des billigen Geldes über mehr als zehn Jahre. Irgendwann müs-

sen wir uns aber mit den negativen Folgen der lockeren Geldpolitik eingehend befassen, denn sie hat Schwachstellen im Finanzsystem verursacht, die zu den aktuellen Problemen geführt haben.

**Sie glauben also, dass es sich um ein systemisches Problem handelt?**

Ja. Wenn es kein systemisches Risiko gäbe, müssten diese Banken nicht gerettet werden, man könnte sie einfach kollabieren lassen. Dass man sie aber nicht scheitern lassen kann, liegt daran, dass Sorgen um die Gefahr einer Ansteckung bestehen, und diese Gefahr geht wiederum auf systemische Faktoren wie die Geldpolitik zurück.

**Sie und drei weitere Ökonomen haben letzten Sommer am Wirtschaftssymposium in Jackson Hole vor den negativen Konsequenzen von Stimulusprogrammen wie QE gewarnt. Fühlt sich diese Krise wie ein Déjà-vu an, zumal Sie bereits vor der letzten Finanzkrise in Jackson Hole auf Risiken im System hingewiesen hatten?**

Es ist weniger ein Déjà-vu als vielmehr die grundlegende Weigerung, die Geldpolitik als Ursache zu sehen. Stattdessen wird die Schuld auf alles andere geschoben. In akademischen Kreisen herrscht ein Glaube, der bis zu den Zentralbanken durchgedrungen ist. Demnach soll eine strikte Trennung möglich sein zwischen monetären Fragen, die die Geldpolitik betreffen, und Fragen der Finanzstabilität, bei denen es um die Regulierung geht. Die Krux ist natürlich, dass die lockere Geldpolitik Anreize im Privatsektor schafft, die Art von Fehlern zu begehen, die zu systemischem Stress führen. Das Resultat sind Probleme, die staatliche Rettungsaktionen erfordern.

**Was veranlasst Sie zu dieser These?**

Es gab bereits Vorboten für das, was wir heute erleben. Das lässt darauf schliessen, dass diese Krise kein Zufall ist, sondern eine lange Vor-

geschichte hat. Im September 2019 zum Beispiel brach die Hölle los, als die Repo-Sätze am Geldmarkt in die Höhe schossen. Doch weil sich das Fed damals nicht in einem Zins-erhöhungszyklus befand, blieb es bei einer Liquiditätskrise. Die Notenbank intervenierte und rettete das System, indem sie Liquidität einschoss, sodass wir uns keine Sorgen um Solvenzprobleme machen mussten.

**Weitere Erschütterungen folgten beim Covid-Crash im Februar/März 2020, worauf das Fed noch stärker intervenierte.**

Die Pandemie hätte eine Finanzkrise ausgelöst, wenn das Fed die Märkte nicht mit Liquidität geflutet hätte. Gleichzeitig mussten Regierungen den Unternehmen viel Geld zur Verfügung stellen, womit diese dann ihren Verpflichtungen gegenüber den Banken nachkommen konnten. Anders als zunächst befürchtet waren die Kreditverluste der Banken während der Pandemie daher verschwindend gering. Das verleitete uns erneut, zu glauben, dass wir uns keine Sorgen über systemische Risiken machen müssten. Derzeit hebt das Fed aber die Zinsen an und zieht mit dem Abbau seiner Bilanz zugleich Liquidität aus dem System ab, was sich für die betreffenden Regionalbanken als doppeltes Problem erweist.

**Warum genau?**

Wenn das Federal Reserve seine Bilanz mit einem QE-Programm ausweitet und das System mit Liquidität flutet, geschieht dies nicht in einem Vakuum. Kauft das Fed zum Beispiel Anleihen von einem Pensionsfonds, bezahlt es ihn dafür mit Geld, und dieser deponiert dieses Geld dann auf seinem Konto bei einer Bank. Im Prinzip ersetzt das Fed also Anleihen im Privatsektor mit seiner Liquidität, und diese Liquidität landet auf den Bilanzen der Banken. QE vergrössert folglich nicht nur die Bilanz der Zentralbank, sondern führt auch zu einer Ausweitung der Bilanz des gesamten Bankensystems.



### Was hat das für Konsequenzen?

Wenn die Banken dieses Geld aus den Einlagen der Kunden nicht umsichtig investieren, können sie in Schwierigkeiten geraten. Es erscheint paradox: Der Markt wird mit dem liquiden Vermögenswert auf dem Planeten überschwemmt, den Reserven der amerikanischen Notenbank. Weil dieses Geld dann aber in Form von Einlagen seinen Weg in die Bilanzen der Banken findet, sehen sich diese mit einer Menge Ansprüche auf Liquidität konfrontiert. Folglich macht das Fed durch die Ausweitung seiner Bilanz den Finanzsektor anfälliger für potenzielle Schocks, wenn es später damit beginnt, sie zu schrumpfen.

### Genau das passiert heute. Das Fed verkürzt seine Bilanz und saugt Liquidität ab.

Wenn der Umkehrprozess einsetzt, werden diese Ansprüche auf Liquidität bei den Banken geltend gemacht. Weil das kein überschaubarer Vorgang ist, wird das System immer angespannter. Zudem wird angenommen, dass Banken umsichtig investieren. Wie wir aber wissen, haben manche langfristige Staatsanleihen und ähnliche Vermögenswerte gekauft, was sie einem zusätzlichen Risiko aussetzt. Sie dachten sich wohl, sie müssten sich keine Sorgen machen, weil langfristige Staatsanleihen als liquid gelten. Wie sich jedoch gezeigt hat, können diese Anlagen deutlich an Wert verlieren, wenn die Zinsen steigen. Die Banken haben damit gleich zwei Probleme: ein Liquiditätsproblem und ein Solvenzproblem.

«Die Banken haben gleich zwei Probleme: ein Liquiditätsproblem und ein Solvenzproblem»

### Wie, denken Sie, geht es nun weiter?

Die Einleger sind viel mobiler geworden. Sie fordern höhere Zinsen, weshalb sich Banken nicht mehr auf stabile, niedrig verzinsten Einlagen verlassen können. Um zu überleben, müssen sie höhere Zinsen zahlen, doch dann können sie die langfristigen, niedrig verzinsten Kredite nicht mehr finanzieren, die sie während der Zeit des billigen Gelds ausgestellt haben. Anders gesagt, sie erzielen mit diesen Krediten nicht mehr genügend Einnahmen, um die Kosten für die Einlagen zu decken. Das lässt befürchten, dass eine Reihe von Banken in Zukunft über immer geringere Gewinne berichten wird. Gemäss manchen Studien könnten Hunderte von Banken beginnen, über steigende Verluste zu berichten.

### Könnte man auch sagen, dass sich das System so sehr an die Liquidität der Zentralbanken gewöhnt hat, dass es nun unter Entzugserscheinungen leidet, weil sie abgezogen wird?

Korrekt, das System ist süchtig nach günstiger Liquidität, und wenn man es mit hohen Volumen an Liquidität versorgt, gewöhnt es sich an dieses hohe Niveau. Zudem: Je mehr man es mit Liquidität versorgt, desto mehr gewöhnt es sich daran. Entsprechend schwierig wird es, das Niveau auch nur leicht zu senken, geschweige denn, auf das ursprüngliche Ausgangsniveau zu reduzieren. Diese Erfahrung haben wir im September 2019 mit der Repo-Krise gemacht, 2020 haben wir es bei der Covid-Krise noch viel intensiver erlebt, und jetzt gibt es erneut Anzeichen dafür.

### Auch in Europa hat die EZB das System massiv mit Liquidität geflutet. Drohen europäischen Banken ähnliche Probleme wie in den USA?

Bisher scheint es, dass die europäischen Aufsichtsbehörden dem Risiko einer Abwertung von Vermögenswerten durch höhere Zinsen mehr Rechnung getragen haben. Auch ist weniger klar, ob systemische Risiken bestehen. Es gibt aber ein Problem mit Banken, die damit ringen, ein klares Geschäftsmodell zu finden, wie das bei Credit Suisse der Fall war. Auch in Europa werden Einleger höhere Zinsen verlangen. Es wird daher schwieriger, Geld mit Kunden zu verdienen, die zu träge sind, um zu einer anderen Bank zu wechseln. Das ist ebenfalls für die europäischen Banken ein potenzielles Problem. Ich glaube allerdings nicht, dass das Risiko auf der Seite der Aktiva mit Verlusten auf Finanzanlagen so drastisch ist wie in den USA.

### Wie sieht es mit Risiken ausserhalb des Bankensystems aus?

Auch in Europa wurde während der Pandemie massiv in die Märkte eingegriffen, um Liquidität bereitzustellen. Auf beiden Seiten des Atlantiks sind Unternehmenskonkurse zurückgegangen statt gestiegen. Angesichts des enormen Schocks für die Wirtschaft damals deutet dies darauf hin, dass sich Probleme im System aufgestaut haben. Wie gravierend sie sind, wird sich erst mit der Zeit zeigen. Clevere Unternehmen haben das billige Geld genutzt, um Puffer aufzubauen, indem sie sich günstig refinanzieren und die Laufzeit der Schulden verlängert haben. Sie sind daher gut gewappnet, falls es zu einer Rezession kommt oder die Folgen des Kriegs in der Ukraine noch schlimmer werden.

«Der schwierigste Teil bei der Eindämmung der Inflation ist immer das letzte Stück»

### Was ist mit weniger cleveren Firmen?

Das Hauptproblem besteht bei Unternehmen, die bereits in schwacher Verfassung waren und sich keine langfristigen Kredite sichern konnten. Ihre Schulden werden bald fällig, und dann müssen sie sich in einem Umfeld refinanzieren, das weit weniger risikotolerant ist als während der Pandemie. Ich habe daher das Gefühl, dass der Stress im System zunehmen wird. Wo und wie stark er auftreten wird, ist aber schwer abschätzbar. Das

hat sich beispielsweise bei der Krise der Pensionskassen in Grossbritannien letzten Herbst gezeigt, mit der kaum jemand gerechnet hatte. In den USA hatte man nicht erwartet, dass steigende Zinsen die Silicon Valley Bank und andere Institute zu Fall bringen würden. Solange die Zinsen nicht sinken und sich die Liquidität im System nicht stabilisiert, sollten wir also auf weitere Probleme gefasst sein.

### Die Zentralbanken signalisieren aber keine baldige Lockerung der Geldpolitik. Inwiefern beeinträchtigen die Anspannungen im Bankensektor das Fed dabei, die Inflation unter Kontrolle zu bringen?

Der schwierigste Teil bei der Eindämmung der Inflation ist immer das letzte Stück. Die einfachen Fortschritte sind gemacht. Die Engpässe in den Lieferketten haben sich gelöst, und die Energiepreise sind gesunken, was die Inflationszahlen weitgehend reflektieren. In den USA müssen die Preise für Wohnimmobilien noch sinken, und das wird wahrscheinlich im Lauf des Jahres passieren, aber sonst liegt der leichte Teil hinter uns. Die Inflation wird jetzt durch die starke Teuerung im Dienstleistungssektor gestützt, wodurch sich die Kerninflation auf erhöhtem Niveau stabilisiert. Ich denke, das Fed will deshalb einen schwächeren Arbeitsmarkt sehen, damit die Kräfte nachlassen, die die Löhne im Dienstleistungssektor nach oben treiben.

### Was heisst das für die Geldpolitik?

Das Fed befindet sich in einer Zwischmühle zwischen Inflation und Finanzstabilität. Es kann die Zinsen nicht immer weiter anheben und zusehen, wie das System zusammenbricht. Die Konjunktur in den USA beginnt sich zu verlangsamen, aber der Konsum ist immer noch recht robust. Solange er sich nicht abschwächt, wird das Fed seine Aufgabe kaum als erfüllt sehen. Wenn es der Geldpolitik gelingt, die Inflation einzudämmen, ist der Preis dafür meist ein härterer Abschwung, und ein Abschwung ist nicht leicht zu kontrollieren, denn wenn er einmal einsetzt, entwickelt er eine Art Eigenleben.

### Wie schätzen Sie die Wahrscheinlichkeit einer weichen Landung ein?

Bei hohen Zinsen gibt es selten eine weiche Landung. Derzeit ist ein solches Szenario sehr unwahrscheinlich. Es mag widersprüchlich anmuten, aber je mehr sich die Wirtschaft belebt, desto mehr muss das Fed unternehmen, um sie zu bremsen, was wiederum die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass es zu einer abrupten Abschwächung kommt.

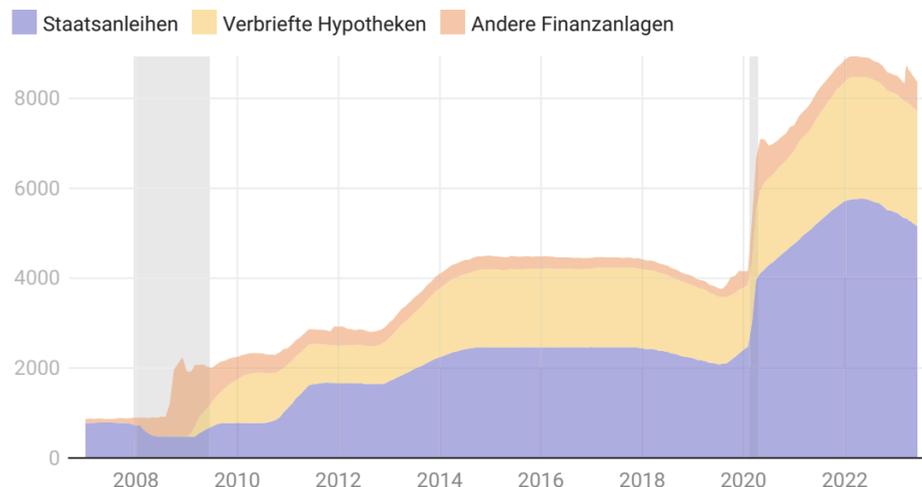
### Das Fed steht nach dem Debakel mit der Inflation ohnehin politisch unter hohem Druck. Wie steht es um seine Glaubwürdigkeit, nachdem es den Teuerungsschub lange als «vorübergehend» heruntergespielt hatte?

Politischer Druck gehört zum Alltag jeder Zentralbank, besonders beim Fed. Als ehemaliger Zentralbanker weiss ich, dass Zentralbanken nicht alles wissen, bestenfalls vielleicht etwas mehr als kluge Marktbeobachter. Der Fehler, die Inflation als «vorübergehend» zu bezeichnen, wird lange auf dem Fed lasten. Dies waren aber wirtschaftlich auch aussergewöhnliche Umstände. Ich glaube nicht, dass die Leute deswegen an der obersten Priorität des Fed zweifeln: die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Marktbasierter Erwartungen zur langfristigen Teuerung, ein Gradmesser für die Glaubwürdigkeit des Fed, haben sich in den letzten sieben bis acht Monaten bei etwas mehr als 2% eingependelt, und dies trotz aller Turbulenzen. Der Markt denkt demnach, dass das Fed alles Erforderliche unternommen wird, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Der einzige Joker im Spiel ist jetzt das Problem der Finanzstabilität, auf das es ebenfalls achten muss.

### Bilanz des Federal Reserve

In Mrd. \$

Grafik: themarket.ch – Quelle: FRED



Graue Balken entsprechen Rezessionen gemäss Definition des National Bureau of Economic Research.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

[go.themarket.ch/y218](https://go.themarket.ch/y218)



# Zeit ist das schönste Geschenk

**Wir schenken Ihnen Zeit: seit einer Dekade. Beim Handel von Anlagefonds. In Echtzeit. Und jederzeit.**

Nutzen Sie die Zeit und schichten Sie Ihr Portfolio zeitnah und marktgerecht um. Über 600 attraktive, börsengehandelte Fonds warten auf Sie.

**Zeit zum Handeln: [six-group.com/sponsored-funds](http://six-group.com/sponsored-funds)**



**SIX**

**SIX Swiss Exchange.**  
Swiss-made. World-class.

ANALYSE

# Mit Gold auf die Kapitulation der Notenbanken wetten

Das Risiko einer Rezession nimmt zu. Die Wahrscheinlichkeit steigt, dass die Notenbanken die Zinsen bald wieder lockern müssen. Zu den grössten Profiteuren werden Edelmetalle und Minenkonzerne zählen. Gold ist nicht weit von einem neuen Rekordhoch entfernt. **Von Christoph Gisiger**

Die Stimmung an den Börsen ist entspannt. Doch damit könnte es bald vorbei sein, denn die Konjunkturaussichten trüben sich mehr und mehr ein. Amerika wird im weiteren Jahresverlauf vermutlich in eine Rezession fallen. In China verläuft die Erholung bislang enttäuschend, was auch die Konjunktur in Europa belastet. Der Internationale Währungsfonds rechnet auf mittlere Sicht mit dem schwächsten Wachstum der Weltwirtschaft seit mehr als dreissig Jahren.

Das ist ein Marktumfeld, das für sichere Anlagen wie Edelmetalle spricht. An der New Yorker Rohwarenbörse Comex ist der Preis für Gold seit dem Tief vom letzten Herbst 22% auf 1980 \$ pro Unze avanciert. Obschon der Auftrieb in den vergangenen Wochen nachgelassen hat, bewegt er sich weiterhin auf einem beachtlichen Niveau und hat die historische Bestmarke vom Sommer 2020 in Griffweite (vgl. Grafik 1).

«In einer Zeit, in der das Vertrauen in Währungen erodiert, ist es vernünftig, das Portfolio abzusichern»

In Bewegung ist ebenso Silber. In der Regel folgt das weisse Metall dem Goldpreis, verhält sich aber wesentlich volatil. Zu 24,35 \$ pro Unze ist die Notierung von den Höchstständen der letzten Boomphasen um die Jahre 1980 sowie 2011 zwar noch weit entfernt und hat zuletzt etwas korrigiert. Seit dem Tief vom September hat sie jedoch 40% zugelegt. Der Schub zeigt, wie explosiv ein Ausbruch sein kann, wenn die Bedingungen stimmen.

Wie es an den Finanzmärkten weitergeht, weiss niemand. Es ist nicht ausgeschlossen, dass sich die Aussichten für die Wirtschaft aufhellen und sich die Anspannung an den Kreditmärkten lockert. In einer Zeit, in der das Vertrauen in Regierungen sowie Währungen erodiert und man möglicherweise mit strukturell höherer Inflation rechnen muss, ist es jedoch vernünftig, das Portfolio gegen böse Überraschungen abzusichern.

## Der Bull Case für Gold

Der Inflationsschub im Nachgang der Pandemie hat Zentralbanken weltweit zu einer straffen Geldpolitik gezwungen. Seit März 2022 hat das Federal Reserve den Leitzins in den USA um rund 5 Prozentpunkte erhöht (vgl. Grafik 2). Härter ging die mächtigste Notenbank der Welt letztmals nur unter Paul Volcker Anfang der Achtzigerjahre vor. Die Wahrscheinlichkeit steigt, dass sich ihre aggressive Kampagne dem Ende nähert – oder bereits abgeschlossen ist. Fed-Chef Jerome Powell signalisiert, dass weitere Zinserhöhungen nicht mehr sein Hauptszenario sind. Legt die US-Notenbank bei der Straffung der Geldpolitik einmal eine Pause ein, bedeutet das meist das Ende eines Zinszyklus.

Der Ton aus dem Fed wird bereits wesentlich milder. Setzte sich Powell bislang als kompromissloser Bekämpfer der Inflation in Szene,

## 1) Goldpreis

Comex, in \$ pro Unze.

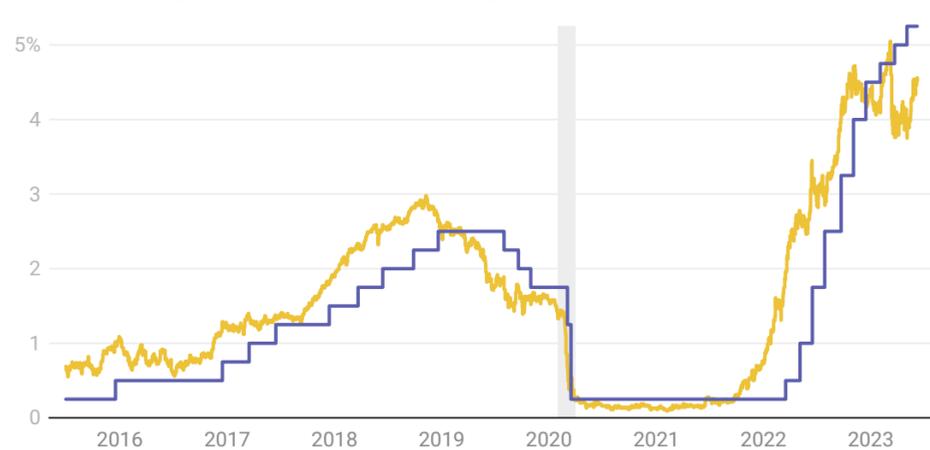
— Goldpreis — Gleitender Durchschnitt der letzten 200 Tage



Grafik: themarket.ch – Quelle: Koyfin

## 2) Leitzins der US-Notenbank

— Fed Funds Target Rate — Rendite auf zweijährige US-Staatsanleihen



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

Grauer Balken: Rezession gemäss Definition des National Bureau of Economic Research

## 3) Goldminenaktien vs. Goldpreis

VanEck Vectors Gold Miners ETF/Goldpreis



Grafik: themarket.ch – Quelle: Koyfin

lässt er nun durchblicken, dass die Geldpolitik inzwischen ausreichend restriktiv sein dürfte. Dadurch eröffnen sich erbauliche Perspektiven für Edelmetalle. «In den vergangenen Zinserhöhungszyklen hat Gold jeweils unterdurchschnittlich abgeschnitten, wenn das Fed eine strenge Haltung einnahm und Zinserhöhungen in Aussicht stellte», meint der US-Investmentstrategie Larry McDonald. «Der Goldpreis tendiert aber höher, wenn der Markt erkennt, dass sich der Zinserhöhungszyklus dem Ende zuneigt und der Ton des Fed weniger aggressiv wird.»

Zwei Beispiele aus der jüngeren Vergangenheit verdeutlichen diesen Sachverhalt. In der Phase ab Mitte 2022 beispielsweise, in der das Federal Reserve den Leitzins rasch in grossen Schritten erhöhte und immer schärfere Töne zur Geldpolitik anschlug, stand der Goldpreis erheblich unter Druck. Im Gegensatz dazu verspürte er kräftig Auftrieb, als das Fed am Ende des letzten Zyklus ab Anfang 2019 mildere Worte wählte.

In Anbetracht des Risikos von erneutem Stress im amerikanischen Bankensystem, der

## In Kürze:

- Das Marktumfeld spricht für höhere Edelmetallpreise
- Minenkonzerne verdienen satten Gewinnmargen
- Auf Qualitätsunternehmen mit guten Standorten setzen

strengeren Bedingungen an den Kreditmärkten und der sich abzeichnenden Abkühlung der Wirtschaft nimmt die Wahrscheinlichkeit zu, dass die Zentralbanken beim Feldzug gegen die Inflation sogar bald kapitulieren müssen. Noch dementiert das Fed die Absicht zu Zinssenkungen. An den Märkten wird indes bereits eine Lockerung der Geldpolitik antizipiert. Die Rendite zweijähriger Staatsanleihen – ein verlässlicher Indikator für die künftige Zinsentwicklung – ist seit dem Hoch von Anfang März von 5,05 auf unter 4,6% gesunken, womit sie rund 70 Basispunkte unter dem aktuellen Zinsniveau liegt.

«Gold wird vor allem durch makroökonomische Faktoren getrieben»

«Gold wird in der Regel weniger durch Veränderungen bei Angebot und Nachfrage getrieben, sondern vor allem durch makroökonomische Faktoren, wobei die US-Realzinsen und der Dollar den grössten Einfluss ausüben», bemerken dazu die Rohstoffspezialisten von UBS. In beiden Fällen entwickeln sich die Dinge für das Edelmetall in die richtige Richtung. Nachdem der Dollar als Referenzwährung für Gold Ende September auf den höchsten Stand seit zwanzig Jahren gestiegen war, hat er sich mehr als 9% abgewertet. Setzt ein neuer Trend an den Devisenmärkten einmalmal, dauerterüblicherweise für längere Zeit an.

## Zentralbanken erhöhen Reserven

Eine Trendwende zeichnet sich möglicherweise auch beim zweiten Schlüsselfaktor für den Goldpreis ab. In den USA sind die einjährigen Realzinsen – der nominale Satz abzüglich der Inflation – seit März von 2,6 auf weniger als 1,2% gesunken. Die Opportunitätskosten für das Halten von Gold nehmen damit wieder ab, da Gold weder Zinsen zahlt noch eine Dividendenrendite abwirft. Dass sich der Goldpreis im vergangenen Jahr trotz rasch steigender Realzinsen und trotz des festen Dollars überraschend gut gehalten hat, führt das Rohstoff-Team von UBS auf massive Käufe von Zentralbanken zurück sowie auf die robuste Nachfrage nach physischem Gold von Kleinanlegern.

Gemäss dem World Gold Council haben Zentralbanken 2022 nicht nur das dreizehnte Jahr in Folge mehr Gold gekauft als verkauft. Mit Nettokäufen von fast 1140 Tonnen erreichte

das Volumen das höchste Niveau seit Beginn der Datenerhebung 1950, wobei es im zweiten Semester deutlich zunahm. Als Käufer treten primär Zentralbanken von Schwellenländern auf. Für viel Aufmerksamkeit hat Ende Jahr die Nachricht gesorgt, dass die People's Bank of China die Goldreserven erstmals seit Herbst 2019 wieder erhöht. Bedeutende Akteure sind auch Singapur, die Türkei und Länder aus dem Nahen Osten.

## «Die People's Bank of China hat die Goldreserven erstmals seit Herbst 2019 wieder erhöht»

Eine wichtige Rolle für den Goldpreis spielen ebenso die Transaktionen von Exchange Traded Funds (ETF), die in Gold investieren. Massgebend sind hier Investoren aus Europa und Nordamerika. Im Mai waren die Mittelflüsse in Goldfonds zum dritten Monat in Folge positiv, was ein gutes Zeichen ist.

### Ansatzpunkte für Investments

Investorinnen und Investoren, die sich vor diesem Hintergrund für Investments im Bereich Edelmetalle interessieren, stehen verschiedene Möglichkeiten offen. Obwohl der Handel mit Gold sehr liquid ist, weisen die meisten Portfolios nur ein geringes Exposure auf. Von den weltweit annähernd 270 Bio.\$ an Finanzanlagen wird der Anteil auf bloss 1% geschätzt.

An der Börse bietet sich als erster Ansatzpunkt ein ETF auf Gold an. Der grösste Fonds in dieser Kategorie ist der SPDR Gold Trust (Kürzel: GLD). Er umfasst ein Volumen von knapp 60 Mrd.\$ und deponiert seine Goldanlagen bei den Grossbanken HSBC und JPMorgan Chase. Eine Alternative ist der Sprott Physical Gold Trust (PHYS) mit einem Volumen von 6,5 Mrd.\$, der ebenfalls in New York sowie in Toronto gehandelt wird. An der Schweizer Börse ist beispielsweise der UBS Gold ETF kotiert. Als Pendant für Silber empfehlen sich der iShares Silver Trust ETF (SLV) sowie der Sprott Physical Silver Trust (PSLV). Der ZKB Silver ETF AA wird an der Schweizer Börse gehandelt.

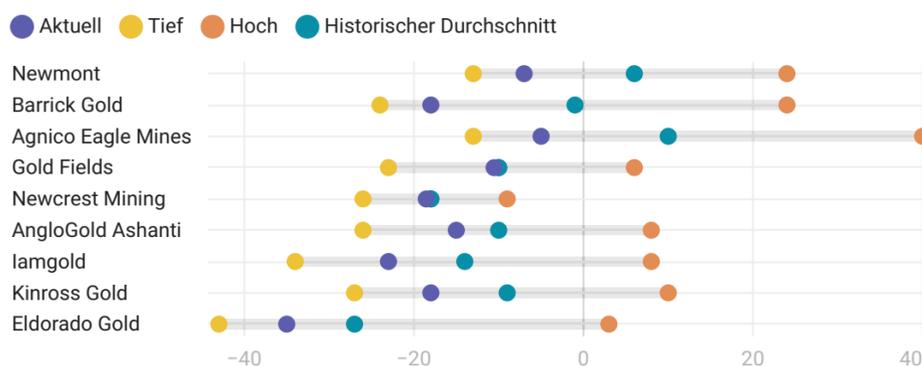
Ein zweiter Ansatzpunkt sind Aktien von Minenkonzernen. Sie sind eine Option auf Gold oder Silber, womit sie bei einem steigenden Preis des betreffenden Edelmetalls mehr Potenzial versprechen. Laut einer Faustregel performen sie in einer Hausse um den Faktor 2 bis 3 besser als der Goldpreis. Das Risiko ist aber auch wesentlich grösser, wenn die Wette nicht aufgeht. Spannend ist an Minenaktien, dass sie gemessen am Goldpreis deutlich unterbewertet sind. Der Abschlag hat mit den mentalen Altlasten aus der Baisse der Jahre 2012 bis 2018 zu tun. Auch war die Branche lange wenig freundlich zu den Aktionären.

«Den Unternehmen wurde deshalb angelastet, dass sie zu hohe Schulden haben, keine Di-

### 4) Bewertung von Minenaktien im Vergleich zum Goldpreis

Prämie/Abschlag zum Goldpreis, in %

Grafik: themarket.ch - Quelle: Scotiabank

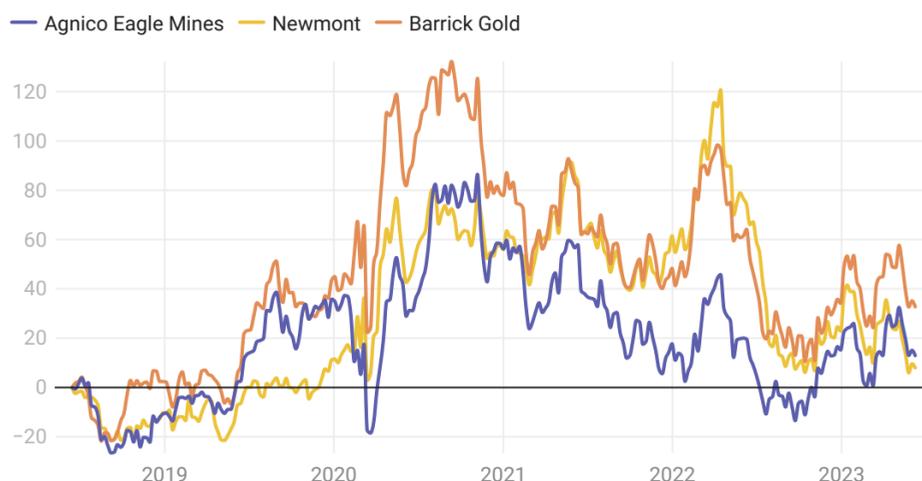


Daten basieren auf dem Zeitraum ab 2013.

### 5) Agnico Eagle Mines

Kursentwicklung in den letzten fünf Jahren, in %

Grafik: themarket.ch - Quelle: Koyfin



videnden zahlen und Geld durch überbewertete Akquisitionen oder unprofitable Projekte vernichten», sagt Heinz Isler, Berater institutioneller Investoren in Genf mit langjähriger Erfahrung im Rohstoffsektor. «Das ist heute alles Geschichte», fährt der Branchenkenner fort. «Die Schulden sind grösstenteils getilgt, in den meisten Chefetagen ist ein besseres Management am Steuer, manche Konzerne erwirtschaften einen massiven Cashflow, die Dividendenrenditen betragen 2 bis 4%, was Unternehmen aus dem Industriesektor ebenbürtig ist», hält er fest. «Doch das alles wird vom Markt bislang nicht honoriert.»

## «Minenkonzerne sind eine Option auf Gold oder Silber, womit sie bei steigenden Preisen mehr Potenzial versprechen»

Der einfachste Weg, auf Aktien von Minenkonzernen zu setzen, ist der VanEck Vectors Gold Miners ETF (GDX). Er umfasst gut fünfzig Titel und gewichtet seine Positionen nach der Marktkapitalisierung. Der VanEck Junior Gold Miners ETF (GDXJ) investiert in klei-

nere Gold- und Silberförderer und ist volatil. Aber auch seine grössten Portfoliogesellschaften haben einen Börsenwert von rund 5 bis 7 Mrd. \$. Wie der Goldpreis sind Minenaktien seit vergangem Herbst im Aufwärtstrend und haben in den vergangenen Wochen konsolidiert. Anders als das Edelmetall notiert der GDX-ETF allerdings noch immer 30% unter dem Hoch von Anfang August 2020. Gemessen am Allzeithoch vom September 2011 beträgt der Abschlag sogar fast 55% (vgl. Grafik 3).

### Ermutigender Geschäftsausblick

Die Situation sieht folglich ähnlich aus, wenn man die Bewertung einzelner Unternehmen betrachtet. Gemäss einer Studie von Scotiabank auf Basis von Daten seit 2013 handeln fast alle bedeutenden Förderer relativ zum Goldpreis klar unter dem historischen Durchschnitt. Nicht selten bewegt sich die Bewertung nahe dem Tief (vgl. Grafik 4).

In operativer Hinsicht konnten viele Unternehmen mit den Abschlüssen zum ersten Quartal angenehm überraschen. Allerdings waren die Erwartungen nicht allzu hoch angesetzt, was von Fall zu Fall an unterschiedlichen Gründen lag: von starken Regenfällen in wichtigen Förderregionen wie im Norden Nevadas und in Australien über das Abarbeiten von Erzsichten mit geringerem Goldgehalt bis hin zu höheren Kosten bei der Inbetriebnahme neuer Minen.

Die ersten Monate des Jahres sind in der Branche üblicherweise die schwächsten. In der Regel wird in der zweiten Jahreshälfte jeweils mehr Gold gefördert. Ermutigend ist deshalb, dass die meisten Konzerne ihre Prognose für das Gesamtjahr bestätigen. Auch dürften sie von tieferen Energiepreisen und geringeren Kosten für Equipment profitieren, nachdem Knappheiten den Geschäftsgang letztes Jahr belastet haben. Konservativ gerechnet betragen die Gesamtförderkosten (All-in Sustaining Costs) in der Branche etwa 1200 bis 1250 \$ pro Unze. Zum aktuellen Goldpreis von knapp 2000 \$ lassen sich damit satte Margen verdienen.

## «Fast alle bedeutenden Förderer handeln relativ zum Goldpreis unter dem historischen Durchschnitt»

Zu unseren Favoriten zählt Agnico Eagle Mines. Der Konzern wird ausgezeichnet geführt, hat sich unter den Top drei des Sektors etabliert und bewirtschaftet fast ausschliesslich Standorte in den politisch sicheren Ländern Kanada, Australien und Finnland. In Anbetracht dieser qualitativ hochstehenden Eigenschaften erscheint eine gewisse Bewertungsprämie im Branchenvergleich gerechtfertigt.

Attraktiv sind ebenso Newmont und Barrick Gold (vgl. Grafik 5). Bei Barrick basiert ein wesentlicher Teil des Investment Case auf CEO Mark Bristow, der einen hervorragenden Ruf genießt. Unter seiner Führung hat sich das Unternehmen zur Comeback Story entwickelt. Unter anderem auch deshalb, weil es über ein verhältnismässig grosses Kupfer-vorkommen verfügt.

Beim Branchenprimus Newmont könnte die geplante Grossübernahme des australischen Konkurrenten Newcrest Mining die Kursentwicklung vorerst etwas hemmen. Andererseits bewirtschaftet Newmont exzellente Assets und ist der einzige Goldkonzern im US-Leitindex S&P 500. Wenn sich ein breiterer Kreis von Investoren vermehrt für Edelmetalle interessiert, wird diese Aktie besonders stark davon profitieren.

### Auch Silberaktien sind reizvoll

Bei Silberaktien offeriert der Global X Silver Miners ETF (SIL) einen breiten Korb an Unternehmen. Unter den Einzeltiteln gehören Pan American Silver und Hecla Mining für uns zur ersten Wahl. Beide Aktien haben allerdings einen ausgesprochen spekulativen Charakter. Bei Pan American ist das politische Risiko mit Blick auf das grosse Exposure in lateinamerikanischen Ländern höher. Dafür schlummert in den Vorkommen des Unternehmens enormes Potenzial. Als US-Konzern ist Hecla derweil die bevorzugte Silberaktie amerikanischer Investoren, was bei zunehmenden Mittelflüssen in den Sektor für die Titel spricht.

Agnico Eagle Mines, Newmont und Pan American Silver sind im Best Ideas Portfolio von The Market vertreten (vgl. Seite 29).

### 6) Kennzahlen

Quellen: S&P Global Market Intelligence, BMO Capital Markets

Unternehmen	Land	Börsenwert (Mrd. \$)	Goldproduktion (Mio. Unzen)	Freier Cashflow (Mrd. \$)	Verschuldungsgrad	KBV	EV/Ebitda	Rendite
Newmont	USA	32,9	6,7	1,58	0,6	1,7	6,3	3,8%
Barrick Gold	Kanada	29,9	5,2	1,64	0,1	1,3	6,1	3,8%
Agnico Eagle	Kanada	26,2	3,4	0,98	0,7	1,3	8,8	3,1%
Newcrest	Australien	15,9	2,8	0,12	0,7	1,4	7,8	1,6%
Gold Fields	Südafrika	13,9	2,4	0,66	0,3	3,6	6,3	3,0%
AngloGold Ashanti	Südafrika	10,2	2,6	0,49	0,7	2,7	6,1	1,8%
Kinross Gold	Kanada	6,0	2,1	0,41	1,8	1,0	9,7	2,5%
Pan American Silver	Kanada	5,6	-	0,26	2,7	1,1	7,8	2,8%
Alamos Gold	Kanada	4,9	0,5	0,09	1,7	1,7	9,7	0,8%
Hecla Mining	USA	3,2	-	0,04	2,4	1,6	10,4	0,4%

Goldproduktion und freier Cashflow basieren auf Schätzungen für 2023; Verschuldungsgrad basiert auf Nettoschulden/Ebitda; KBV bezeichnet das Kurs-Buchwert-Verhältnis, EV/Ebitda bezeichnet das Verhältnis des Unternehmenswerts zum geschätzten Ebitda der nächsten zwölf Monate.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y221



ANALYSE

# Warum es sich für Anleger lohnt, auf den freien Cashflow zu schauen

Zahlen zu den Unternehmensgewinnen können geschönt werden. Beim Barmittelzufluss ist dies kaum möglich – das hilft bei der Aktienselektion. **Von Henning Hölder**

Wenn kotierte Unternehmen die Geschäftszahlen vorlegen, rückt eine Zahl rasch in den Vordergrund: der Gewinn. Doch dieser sagt weniger über die Finanzkraft eines Unternehmens aus, als man zunächst denken mag. So lässt sich daraus etwa nicht ablesen, ob investiert wurde oder Kredite aufgenommen wurden. Insbesondere in den letzten Jahren hat sich durch die zunehmende Praxis, diejenigen Gewinnzahlen in den Vordergrund zu stellen, die um diverse Faktoren bereinigt wurden, die Relevanz einer anderen Kennzahl erhöht: des Cashflows.

«Der Cashflow ist im Vergleich zum Gewinn die ehrlichere Kennzahl», sagt Simon Götschmann, CEO und Fondsmanager von Arkudos. Da der Kapitalfluss schlicht das anzeige, was aufs Konto fliesse, gebe es hier weniger Spielraum, Zahlen zu manipulieren, als beim Gewinn, den Unternehmen sowohl gut als auch schlecht aussehen lassen können. Letzteres sei etwa beim «Kitchen Sinking» der Fall, um beim Antritt eines neuen Managements die Latte tief zu legen oder um einen niedrigeren Kurs bei Aktienzuteilungsprogrammen zu erhalten.

## «Der Cashflow ist im Vergleich zum Gewinn die ehrlichere Kennzahl»

Ob ein Unternehmen finanzkräftig ist, lässt sich besonders gut am freien Cashflow (FCF) ablesen. Einfach ausgedrückt, misst diese Zahl, wie viel Geld einer Firma nach Abzug aller Ausgaben zur freien Verfügung steht – um damit etwa Dividenden auszuschütten, Aktienrückkaufprogramme durchzuführen oder Schulden zurückzuzahlen.

### Indikator für die Finanzkraft

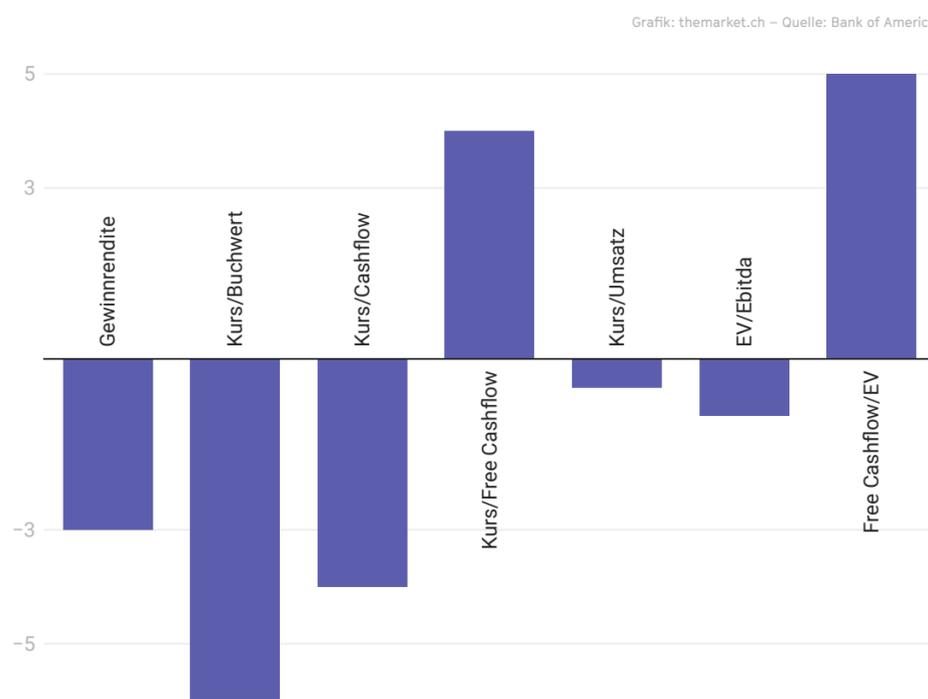
Um den freien Cashflow zu ermitteln, berechnet man zunächst den operativen Cashflow, indem vom Umsatz sämtliche liquiditätswirksamen Ausgaben wie Löhne, Betriebskosten oder Steuern abgezogen werden. Diese Grösse zeigt, was das Unternehmen aus der Ausübung der Geschäftstätigkeit verdient. Da regelmässig Produktionsmittel wie Fabriken und Maschinen neu gebaut, saniert oder aufgerüstet werden müssen, werden vom operativen Cashflow zusätzlich die Investitionen abgezogen, um schliesslich den freien Cashflow zu erhalten. Diese Kennzahl beschreibt die Liquidität, die im Unternehmen hängen bleibt und zur freien Verfügung steht.

Doch was ist der Unterschied zwischen freiem Cashflow und Nettogewinn? Bei Letzterem können auch Posten berücksichtigt werden, die keinen unmittelbaren Einfluss auf die Unternehmenskasse haben – also Gewinne oder Verluste, die zunächst nur auf dem Papier anfallen. Wenn ein Unternehmen etwa Rückstellungen für allfällige Zahlungen aus Rechtsstreitigkeiten bildet, handelt es sich um Ausgaben, die in der Gewinn- und Verlustrechnung berücksichtigt werden, jedoch im Cashflow verbleiben, solange die Mittel das Unternehmen nicht verlassen.

Zudem bietet der Nettogewinn – wie alle anderen Gewinnzahlen – viel buchhalterischen

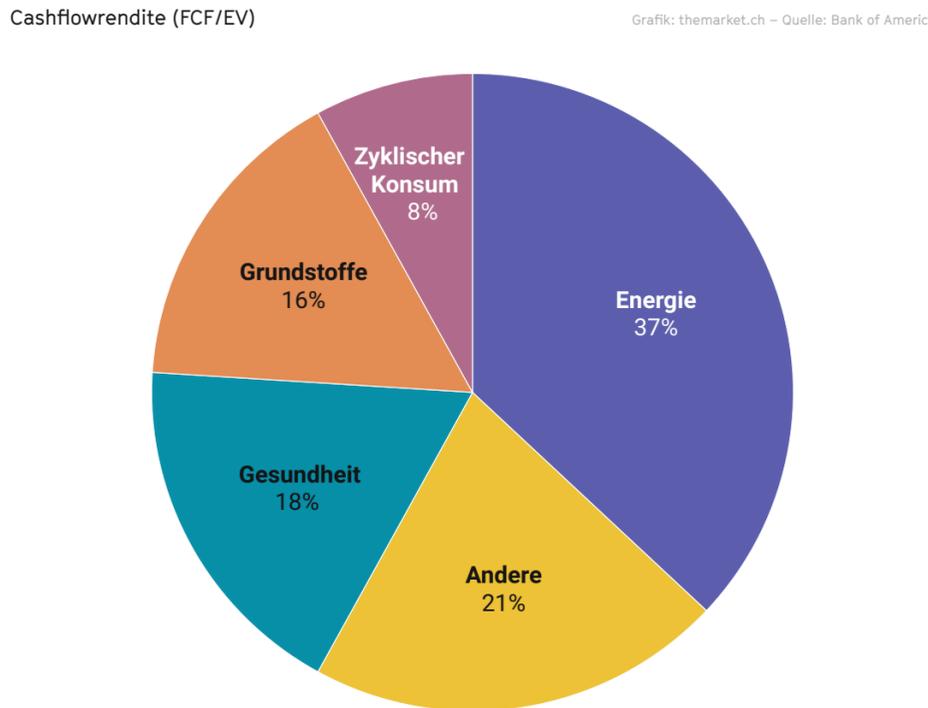
### 1) Free Cashflow bleibt König im Abschwung

Durchschnittliche relative Performance verschiedener Value-Faktoren in Abschwungphasen.



### 2) Energiesektor dominiert bei der Cashflowrendite

Sektorgewichtung der obersten 10% der S&P-500-Aktien mit der höchsten Cashflowrendite (FCF/EV)



Handlungsrahmen. «Als Unternehmen verfüge ich beispielsweise über einen gewissen Spielraum, wann ich Umsätze verbuche oder ob ich Vermögenswerte in der Bilanz über zwei, fünf oder zehn Jahre abschreibe», sagt Götschmann. Überspitzt ausgedrückt: Während am Cashflow kaum zu rütteln ist, kann der Gewinn manchmal Auslegungssache sein.

### Worauf Profis achten

Für die Aktienausswahl ziehen Investoren oft die sogenannte Rendite des freien Cashflows heran. Diese setzt sich aus dem Verhältnis des freien Cashflows zum Unternehmenswert (Enterprise Value, EV) zusammen. Der Börsenwert anhand der Marktkapitalisierung eignet sich weniger, da ausstehende Schulden nicht berücksichtigt werden.

Doch zeigen Unternehmen mit hohem freiem Cashflow auch eine bessere Performance an der Börse? Sprich: Lohnt es sich, bei der Aktienausswahl diese Kennzahl zu bevorzugen? Für Martin Schlatter, Leiter Aktien von Swiss Rock Asset Management, hat sich der Fokus auf die Cashflowrendite rückblickend ausgezahlt, wie er sagt – speziell im Vergleich zum Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV).

So haben die 5% der europäischen Aktien mit der höchsten Cashflowrendite in den letzten zehn Jahren laut Schlatter jährlich 11% zugelegt. Der europäische Aktienmarkt kam über dieselbe Periode auf eine durchschnittliche Performance von 8,3%, während ein gleich gewichtetes Portfolio aus den 5% der Titel mit dem niedrigsten KGV eine Rendite von lediglich 5,3% eingebracht hat.

### In Kürze:

- Der freie Cashflow sagt mehr aus als andere Kennzahlen
- In einer Rezession sind «Cashflowaktien» im Vorteil
- Auf Einzelfirmen mit robustem Mittelfluss setzen

Analysten von Bank of America (BofA) kommen in einer Studie zum Schluss, dass sich der Fokus auf die Cashflowrendite seit vielen Jahrzehnten auch am US-Aktienmarkt auszahlt. Gemäss der Auswertung des Analyistenteam um Savita Subramanian haben die 10% der Aktien mit der höchsten Cashflowrendite (FCF/EV) den gleich gewichteten S&P 500 zwischen 1989 und 2010 um rund 350 Prozentpunkte überflügelt.

## «Der Fokus auf die Cashflowrendite zahlt sich auch am US-Aktienmarkt aus»

In den letzten dreizehn Jahren hingegen hat sich die relative Performance der beiden Gruppen in etwa die Waage gehalten. Dass die Outperformance der «Cashflowaktien» abgenommen hat, dürfte mit der Flut an billigem Geld nach der Finanzkrise von 2008 zusammenhängen, die Wachstumsaktien begünstigt und die Notwendigkeit einer soliden Cashgenerierung vorübergehend in den Hintergrund gerückt hat.

Gemäss BofA könnte es sich aber angesichts einer drohenden Rezession jetzt lohnen, bei der Aktienausswahl auf die Cashgenerierung der Unternehmen zu schauen. Sollte sich nämlich das Szenario einer wirtschaftlichen Abschwächung bewahrheiten, könnten an der Börse Unternehmen mit hohem Cashzufluss gesucht sein. So schnitten Aktien mit Deep-Value-Faktoren (niedriges Kurs-Buchwert- und Kurs-Umsatz-Verhältnis) in Abschwungphasen laut BofA vergleichsweise schlecht ab, ebenso Momentum- und Wachstumsaktien (vgl. Grafik 1). Beständige Gewinner in Phasen eines Abschwungs haben gemäss den Analysten hingegen eine Gemeinsamkeit: frei verfügbare Barmittel. Unternehmen, die anhand von Kriterien wie dem freien Cashflow, der Dividendenausschüttung oder Aktienrückkäufen ausgesucht wurden, hätten durchweg besser abgeschnitten.

### Wer hat hohe Cashflowrenditen?

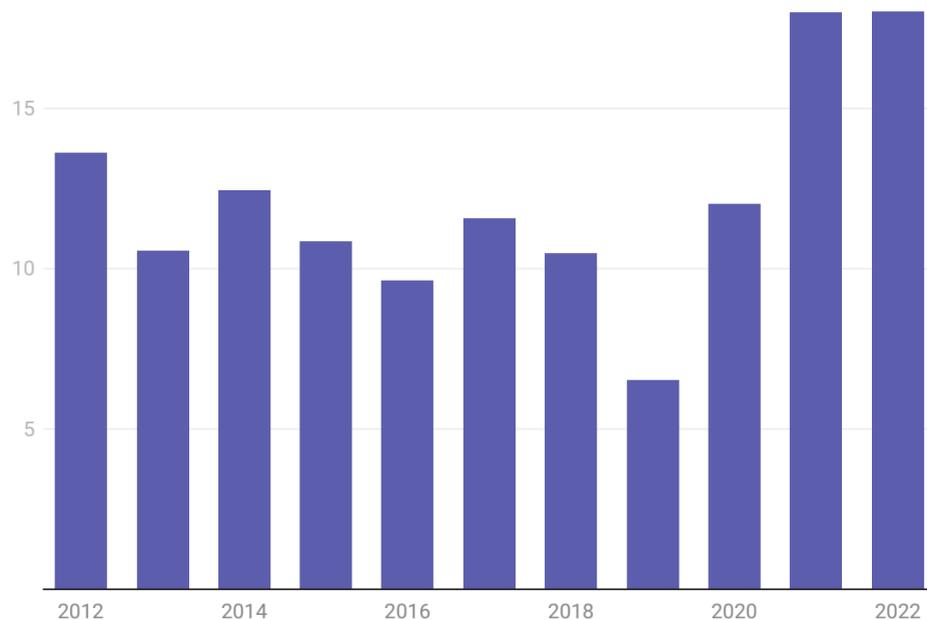
Auch Götschmann betont, dass Unternehmen mit hohem beständigen Cashflow an der Börse Vorteile haben. «Wenn die Kreditvergabe schwieriger wird, ist es als Unternehmen umso wichtiger, finanziell stark zu sein.» Besonders junge Wachstumsfirmen, die noch Geld verbrennen, hätten es wieder schwerer, sich liquide Mittel zu beschaffen.

Bei der Frage, in welchen Sektoren bevorzugt Aktien mit hoher Cashflowrendite zu finden

### 3) Gavazzi: verlässliche Free-Cashflow-Generierung

Jährlicher freier Cashflow von Gavazzi, in Mio. Fr.

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



sind, geben sich sowohl Götschmann als auch Schlatter vorsichtig. Pauschal sei dies nicht eindeutig zu beantworten. Die BofA-Analysten kommen in einem quantitativen Screening zum Schluss, dass unter den 10% der S&P-500-Aktien mit der höchsten Cashflowrendite (FCF/EV) derzeit mehr als ein Drittel aus dem Energiesektor stammt (vgl. Grafik 2).

Dass Energieaktien derzeit an erster Stelle stehen, verwundert nicht. Wegen der erhöhten Energiepreise erwirtschafteten die Unternehmen im vergangenen Jahr rekordhohe Cashflows. Gleichzeitig hat sich insbesondere die Ölbranche in den vergangenen Jahren mit Investitionen zurückgehalten, was die Liquidität zusätzlich gestützt hat. Folge-

richtig gehörten Energie- und Rohstoffaktien im vergangenen Jahr zu den grossen Performance-Gewinnern.

«Unternehmen wie Stellantis, DS Norden, Dassault Aviation und Generali überzeugen»

Auch wenn Rezessionsorgen und das bisherige Ausbleiben eines China-Comeback 2023 auf dem Sektor lasten, bleibt The Market

aufgrund der strukturellen Angebotsknappheit langfristig optimistisch und glaubt, dass der Rohstoffsuperzyklus noch in seinen Anfängen steckt.

#### Richtiger Mix ist entscheidend

Anstatt auf Branchen zu schauen, blickt Fondsmanager Schlatter lieber auf einzelne Titel, bei denen neben der Cashflowrendite auch das Verhältnis von Gewinn und Umsatz zum Enterprise Value stimmt. Unternehmen wie Stellantis, DS Norden, Dassault Aviation und Generali können bei diesen Kennzahlen derzeit überzeugen. Beim dänischen Schifffahrtsunternehmen DS Norden müsse jedoch beachtet werden, dass dessen Cashgenerierung in den letzten beiden Jahren extrem von den steigenden Frachtraten profitiert habe, warnt Schlatter. «Hier zeigt sich, dass ein hoher freier Cashflow eine Momentaufnahme sein kann, weswegen auch immer die Historie berücksichtigt werden muss.» Beim Autokonzern Stellantis hingegen sei die Cashflowentwicklung historisch erfreulich stabil. Auch aus einer Value-Perspektive sei die Aktie ein Kandidat für ihn, ebenso wie der italienische Versicherer Assicurazioni Generali.

Götschmanns «Favorit» in der Schweiz ist Gavazzi, ein kleiner Hersteller von Elektronikkomponenten. «Das Unternehmen hält mehr als 20% der Marktkapitalisierung in Cash, ein Geldberg, der jedes Jahr um 10% wächst.» Zudem sei das Wachstum von strukturellen Treibern gekennzeichnet (vgl. Grafik 3). Unter den Large Caps findet Götschmann Roche attraktiv, insbesondere nach dem starken Kursrücksetzer, ebenso wie ABB. Bei Swatch Group ist der Arkudos-Fondsmanager gespalten. «Die Titel sind gemessen an der Cashgenerierung spottbillig, aber wenn der Aktionär davon am Ende nichts sieht, bringt der höchste Cashflow nichts.» Nick Hayek schiebe 3 Mrd. Fr. Cash vor sich her. Zudem

halte Swatch Group nicht betriebsnotwendige Immobilien im Wert von Hunderten von Millionen Franken und einen Jahresumsatz an Vorräten.

Wenig begeistert ist Götschmann – entgegen dem Konsens – auch von den Pharmazulieferern. Die Gewinnaussichten seien zwar intakt, aber angesichts der Kapitalintensität des Geschäfts bleibe am Ende nicht viel in der Kasse übrig. «Pharmaauftragsfertiger müssen einen Umsatz von mindestens 1 Mrd. Fr. erzielen, damit sich die Risiken der hohen Kapitalaufwendungen glätten lassen.» Nach der jüngsten Kursrally findet er die Bewertungen von Dottikon oder Siegfried sportlich.

Auch wenn die Vergangenheit keine Garantie für die Zukunft ist, hat sich für Anleger der Fokus auf stabile Cashflows oft gelohnt und dürfte sich weiter lohnen. Insbesondere vor dem Hintergrund eines wahrscheinlichen Abschwungs kann es nicht schaden, sich den einen oder anderen Cashflowkönig ins Depot zu holen. Anleger, die breit in cashflowstarke Aktien investieren wollen, können dies über einen ETF tun. Eine Möglichkeit ist der global ausgerichtete Pacer Global Cash Cows Dividend ETF, ISIN: US69374H7098.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y223](https://go.themarket.ch/y223)





# finance forum zürich

Tickets & Infos unter:

[www.finance-forum.ch](http://www.finance-forum.ch)

## Zeitenwende am Finanzplatz Schweiz

Das Finance Forum Zürich ist die neue grosse Finanztagung in Zürich und der zentrale Treffpunkt für Entscheidungsträgerinnen und Entscheidungsträger aus Wirtschaft, Politik und Wissenschaft. Hochkarätige Referate, spannende Talkrunden und Workshops manchen den Anlass, zu dem zentralen Treffpunkt der Schweizer Finanzbranche. Sichern Sie sich noch heute Ihr Ticket.



**Axel Weber**  
Ehemaliger UBS  
Verwaltungsratspräsident



**Mirjam Staub-Bisang**  
Länderchefin  
BlackRock Schweiz



**Florence Schnydrig Moser**  
Head Private Banking  
Zürcher Kantonalbank



**Christoph König**  
Staatssekretariat für  
int. Finanzfragen



**Urs Reich**  
Leiter Public Affairs &  
Market Structure SIX Group



**Thomas Wüst**  
Gründer und CEO  
ti&m



**Andi Lüscher**  
Wirtschaftsjournalist SRF  
und Moderator

## Dienstag, 19. September 2023

### Kongresshaus Zürich











# Feste Autorinnen und Autoren von The Market



**Alfons Cortés**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224a](https://go.themarket.ch/y224a)

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/y224b](https://go.themarket.ch/y224b)

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



**Myret Zaki**

Ihr neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224c](https://go.themarket.ch/y224c)

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/y224d](https://go.themarket.ch/y224d)

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/y224e](https://go.themarket.ch/y224e)

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



**Lyn Alden**

Ihr neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224f](https://go.themarket.ch/y224f)

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



**Jörg Wuttke**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224g](https://go.themarket.ch/y224g)

Ehemaliger Präsident und Gründungsmitglied der Europäischen Handelskammer in China. Lebt seit mehr als dreissig Jahren in Peking.



**Alexander M. Ineichen**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224h](https://go.themarket.ch/y224h)

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/y224i](https://go.themarket.ch/y224i)

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/y224j](https://go.themarket.ch/y224j)

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



**Anne Stevenson-Yang**

Ihr neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224k](https://go.themarket.ch/y224k)

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/y224l](https://go.themarket.ch/y224l)

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



**George Magnus**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224n](https://go.themarket.ch/y224n)

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/y224o](https://go.themarket.ch/y224o)

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/y224p](https://go.themarket.ch/y224p)

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/y224q](https://go.themarket.ch/y224q)

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



**Michael Pettis**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224r](https://go.themarket.ch/y224r)

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/y224s](https://go.themarket.ch/y224s)

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/y224t](https://go.themarket.ch/y224t)

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



**Daniel Haase**

Sein neuster Artikel:  
[go.themarket.ch/y224u](https://go.themarket.ch/y224u)

Vorstand beim Vermögensverwalter HAC in Hamburg, wo er für quantitative Strategien und institutionelle Investoren zuständig ist.



# 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:

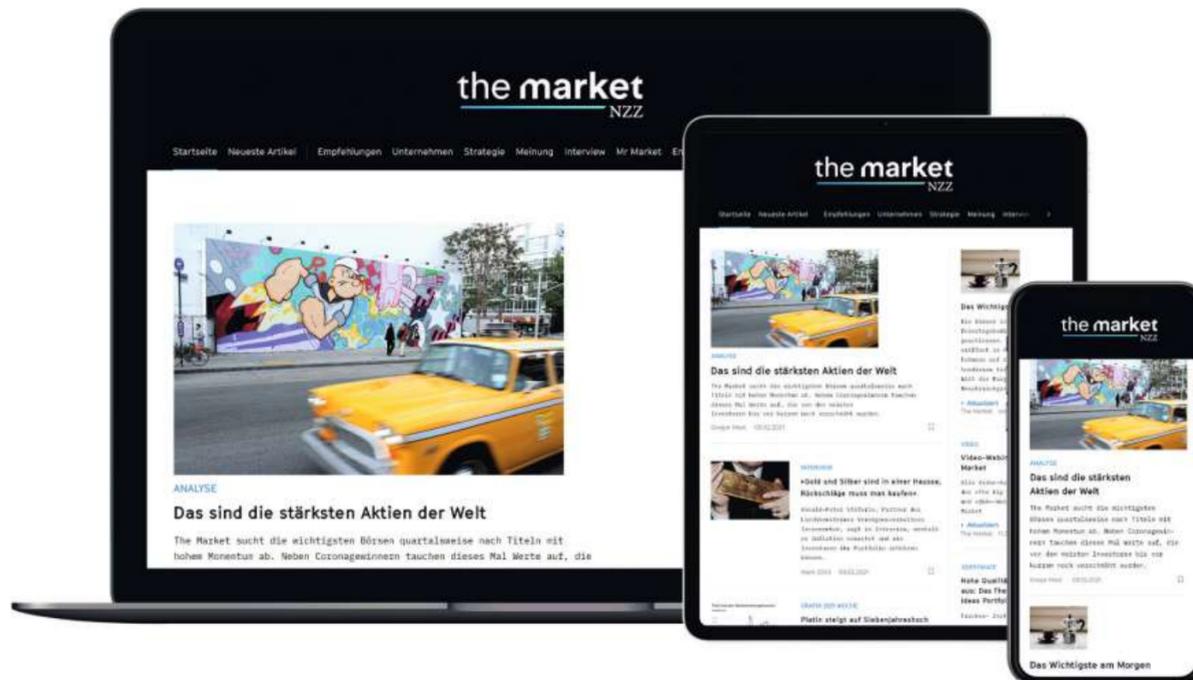
**Analyse:** Das ist Herzstück im Angebot von The Market. Von Montag bis Freitag präsentiert die Redaktion eine spezifische Anlageidee, sezziert ein Unternehmen oder eine Branche, beleuchtet eine wichtige Marktentwicklung oder blickt auf die Weltwirtschaft – schonungslos und unabhängig. Es ist unser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



Mark Dittli



Christoph Gisiger



Ruedi Keller



Henning Hölder



Giorgio Müller



Gregor Mast

PORTFOLIO

# Die Asset Allocation bietet ein ausgewogenes Risiko-Rendite-Profil



Im Mai verharrte das Gros der Börsenindizes in einem Seitwärtstrend, wobei sich zuletzt neuer Optimismus bemerkbar machte. Das spiegelt sich auch im Asset Allocation Portfolio. **Von Sandro Rosa**

Die meisten der wichtigen Aktienindizes bewegen sich weiterhin unter Schwankungen seitwärts. Allerdings schien in den vergangenen Wochen ein gewisser Optimismus unter den Anlegern zurückzukehren, sodass einzelne Börsenbarometer den Ausbruch nach oben wagten.

«Der Aufwärtstrend beschränkt sich auf einige wenige Technologieriesen und KI-Profitere»

Der US-Leitindex S&P 500 hat Ende Mai zum ersten Mal seit August die Marke von 4200 Punkten übertroffen, und auch diverse andere Indizes haben neue Jahreshöchst erklommen – darunter der japanische Nikkei 225. Die Einigung im Streit um die Anhebung der US-Schuldengrenze und aufkeimende Euphorie um die Möglichkeiten der künstlichen Intelligenz (KI) sorgten für Unterstützung.

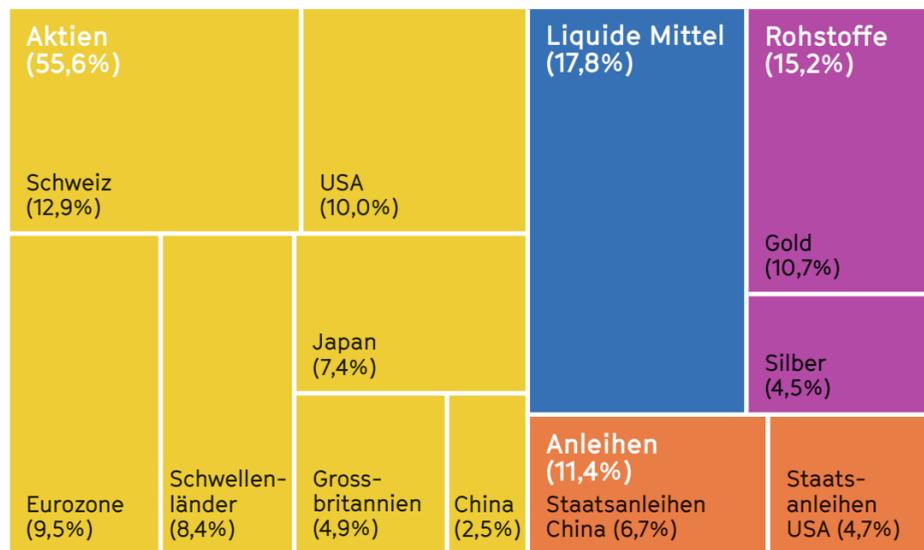
**Rohstoffpreise zeigen nach unten**

Allerdings bleibt die Marktlage fragil, der Aufwärtstrend beschränkt sich primär auf einige wenige Technologieriesen und (vermeintliche) Profiteure des KI-Trends, während die Mehrheit der Aktien nicht vom Fleck kommt oder schwächer tendiert. Die enttäuschende Erholung der chinesischen Wirtschaft und die Schwächesignale Deutschlands, das in eine Rezession gerutscht ist, belastete vor allem zyklische Aktiensegmente wie Energie und Grundstoffe.

In Franken gerechnet verzeichneten Aktien global seit Anfang Mai einen Zuwachs (gemessen am MSCI AC World, +3,1%), Anleihen (Bloomberg Global Aggregate Index) büssten rund 1,8% ein, während sich der Abwärtstrend bei den Rohstoffen (Bloomberg Rohstoffindex, -2,1%) fortsetzte. Seit Jahresbeginn haben Letztere 12,3% eingebüsst.

Seit Anfang Mai bewegte sich die The Market Asset Allocation in Franken gerechnet leicht nach oben (+0,6%). Die beiden Vergleichsindizes haben etwas besser abgeschnitten. Der Pictet-BVG-60-Index avancierte seit Mai 1,4%, der Pictet-BVG-40-Index legte 1,1% zu.

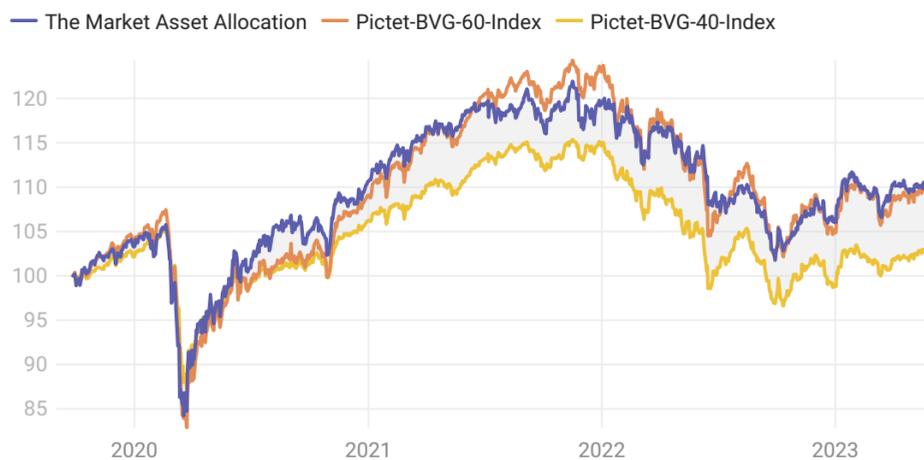
The Market Asset Allocation – Juni 2023



The Market Asset Allocation

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

Grafik: themarket.ch, @NomeDelRosa – Quellen: Pictet, Bloomberg



Besonders erfreulich entwickelten sich japanische Aktien, die innerhalb von nur rund fünf Wochen in Franken um 8,2% avancierten. Die Entwicklung der Valoren aus den USA konnte sich mit einem Zuwachs von 4,7% ebenfalls sehen lassen. Auch Schwellenländeraktien, die seit Anfang Mai um 3,1% zulegten, sorgten für einen positiven Performancebeitrag. Entschieden weniger Freude bereiteten Staatsanleihen aus den USA (-2,4%), aber auch Valoren aus dem Vereinigten Königreich (-2,2%) und aus der Schweiz (-1,8%) vermochten nicht zu überzeugen.

gen. Gold (-0,7%) und Silber (-0,7%) bewegten sich insgesamt unwesentlich, dasselbe gilt für chinesische Staatsanleihen (-0,6%).

Die Währungsentwicklung wirkte sich für einmal nicht allzu negativ auf die Performance des Portfolios aus. Während sich Euro (-1,5%), Renminbi (-2%) und Yen (-1,2%) zum Franken abschwächten, machten Dollar (+1%) und Pfund (+1,1%) Terrain gut.

Seit der Lancierung im September 2019 hat die The Market Asset Allocation bis zum

**In Kürze:**

- Viele Indizes werden von wenigen Aktien getragen
- Die Lage an den Märkten bleibt fragil
- Eine robuste Anlagestrategie ist deshalb Pflicht

9. Juni in Franken eine Gesamterrendite von 10,5% erzielt. Damit hat das Portfolio besser abgeschnitten als der Pictet-BVG-40-Index (+3,4%), aber leicht schlechter als der Pictet-BVG-60-Index (+10,7%).

**Wertzuwachs von 10,5%**

Per Schlusskurs vom 9. Juni beträgt die Aktienquote 55,6%, Anleihen haben im Portfolio ein Gewicht von 11,4%, und der Anteil liquider Mittel beträgt hohe 17,8%. Die Edelmetalle Gold und Silber sind mit 15,2% vertreten und sorgen für Stabilität im Portfolio.

«Die Währungsentwicklung wirkte sich für einmal nicht allzu negativ auf die Performance aus»

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:

[themarket.ch/asset-allocation](https://themarket.ch/asset-allocation)



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

# So vermeiden Sie grosse Anlagefallen – und erhöhen Ihre Rendite

**Anlegende stehen sich oft selbst im Weg. Aus emotionalen Gründen oder Irrglauben unterlaufen ihnen Fehler. Eine kompetente Vermögensberatung kann nicht nur helfen, diese zu vermeiden, sondern auch sicherstellen, dass die individuellen Ziele der Anlegenden im Mittelpunkt stehen.**

«Der grösste Feind des Anlegers ist nicht die Bank, die zu hohe Gebühren verlangt, sondern er selbst», sagte Benjamin Graham. Graham war ein bedeutender Ökonom, ein legendärer Investor – und der Lehrer von Warren Buffett. Grahams Einschätzung ist mittlerweile durch die Verhaltensökonomie, einen neueren Zweig der Wirtschaftswissenschaften, erhärtet worden: Anlegende stehen sich selbst im Weg. Diese Finanzwissenschaftler, die sich mit irrationalen Entscheidungen von Menschen an den Finanzmärkten beschäftigen, beziffern die daraus resultierenden Verluste für Privatanlegende auf durchschnittlich bis zu 6,5 Prozent<sup>1</sup> pro Jahr. Diese Verluste fallen in der Form verpasster Rendite an und fallen über den Zinseffekt längerfristig noch stärker ins Gewicht. Im Folgenden präsentieren wir die drei folgenschwersten Fallen, in die Anlegende tappen.

## Geld auf dem Sparkonto schützt nicht vor Verlusten

Gar nicht erst in Aktien zu investieren, gehört zu den grössten Fehlern, die langfristig Anlegende begehen. Aktienkurse schwanken, mitunter stark. Doch über längere Zeiträume betrachtet erhalten Anlegende für die höheren Risiken, die Aktieninvestments mit sich bringen, eine Zusatzrendite. Diese wird auch Aktienprämie genannt. Sie beträgt je nach Betrachtungszeitraum für den US-Aktienmarkt im Langfristvergleich zwischen 5 und 6 Prozent pro Jahr. Die Berechnungen beruhen auf Daten des US-Ökonomen Kenneth French.<sup>2</sup> Wer höhere Risiken trägt, wird dafür also entschädigt.

Anlegende, die annehmen, Geld auf dem Sparkonto führe nicht zu Verlusten, lassen die Teuerung ausser Acht. Denn es besteht das Risiko, dass die Preise für Konsumdienstleistungen und -güter steigen. Und zwar stärker, als das Kapital auf dem Sparkonto Zinsen abwirft. Als Folge davon verringert sich die Kaufkraft. Das heisst,

Konsumierende können sich vom Ersparnen immer weniger kaufen. Zur Illustration: Im Zeitraum zwischen 2002 und 2022 belief sich die jährliche Rendite von Cash auf 0,1 Prozent, während die Teuerung 0,5 Prozent pro Jahr betrug. Schweizer Aktien warfen inklusive Gewinnausschüttungen jährlich um die 6,9 Prozent ab. Aktuell beläuft sich die Jahresteuierung in der Schweiz auf 2,9 Prozent (Stand: März 2023).

Börsen sind keine Casinos, auch wenn kurzfristige Kursschwankungen den Schluss nahelegen mögen. Börsen haben vielmehr eine wirtschaftliche Funktion, finanzieren Unternehmen und erlauben es Anlegenden, an der Wertschöpfung einer Volkswirtschaft teilzuhaben und davon zu profitieren. Anlegende sollten sich durch Kursausschläge und Stimmungswechsel also nicht aus der Ruhe bringen lassen und die langfristige Entwicklung im Auge behalten.

## Den richtigen Einstiegszeitpunkt erwischt man nicht

Ich weiss, wann ich kaufen muss: Wenn Gewinne locken. Drohen Verluste, stosse ich Aktien wieder ab. Zu dieser vermeintlich simplen Strategie greifen manche Anlegende – und überschätzen ihre Fähigkeiten. Denn was in der Theorie einfach klingt, gelingt in der Praxis den wenigsten Privaten.

## Der Versuch, den Markt zu timen, kann die Rendite empfindlich schmälern.

Der Versuch, den Markt zu timen, also Entwicklungen zu antizipieren und zu nutzen, kann die Rendite empfindlich schmälern. So laufen Anlegende

Gefahr, die besten Börsentage zu verpassen, wenn sie nicht investiert sind. Dies kann teuer werden. Dies verdeutlichen Daten des Finanzinformationsdienstes Bloomberg für den Zeitraum zwischen dem 01.01.1999 und dem 31.12.2022: Der Wert eines Investments in einen globalen Aktienkorb erhöhte sich von USD 100 000 auf USD 489 000 (+389 Prozent), wenn das Kapital immer investiert blieb. Anlegende, die nicht immer investiert waren, und die zehn besten Börsentage verpassten, erzielten einen weit geringeren Wertzuwachs auf USD 224 000 (+124 Prozent). Wer die 40 besten Börsentage verpasste, musste gar einen Wertverlust auf USD 66 000 (-44 Prozent) hinnehmen. Mit anderen Worten: Wenige Tage hoher Gewinne können einen überproportionalen Einfluss auf die Rendite haben.

## Beim Investieren wird Ausdauer belohnt.

Es mag der Intuition widersprechen, doch Krisen auszusitzen und immer investiert zu bleiben, verspricht den grössten Erfolg. Beim Investieren wird Ausdauer belohnt.

## Die Schweiz ist nicht genug

Nicht alle Eier in einen Korb zu legen, ist auch beim Anlegen eine vernünftige Maxime. Ökonomen sprechen von Diversifikation. Allerdings ist das mit der Vernunft in der Praxis so eine Sache. Anlagen zu wenig zu streuen, also nach Land, Branche oder Anlageklasse wie Aktien, Anleihen oder Immobilien, ist ein dritter Fehler von Anlegenden. Dieser resultiert längerfristig in Renditeeinbussen.

## Besser wäre es, das Kapital breit zu streuen – in Abstimmung mit dem Anlageziel, das für jede und jeden ein anderes ist.

Ein klassisches Beispiel ist der sogenannte Home Bias – eine Anlagefalle, in die gerade Schweizer Anlegende oft tappen. Sie investieren lieber in Schweizer als in ausländische Unternehmen, weil sie diese besser zu kennen glauben. Dadurch entgeht ihnen Rendite, weil der Schweizer Aktienmarkt mit Pharma- und Konsumtiteln eher defensiv ist und Technologieaktien mit mehr Risiken und Kurspotenzial an der US-Börse Nasdaq gehandelt werden. Besser wäre es, keinem Land, keiner Branche und keiner Anlagethematik von vornherein einen Vorzug zu geben, sondern das Kapital breit zu streuen – in Abstimmung mit dem Anlageziel, das für jede und jeden ein anderes ist. So wie es institutionelle Investoren wie Pensionskassen seit Langem erfolgreich tun.

## Schweizer Aktien im langfristigen Vergleich

Der Swiss Market Index (SMI) ist der bekannteste Massstab für den Schweizer Aktienmarkt. Der Swiss Market Index Total Return misst die Wertentwicklung der 20 grössten und liquidiesten Unternehmen, unter Berücksichtigung ausgeschütteter und reinvestierter Dividenden.



Quelle: SIX Group

<sup>1</sup> Dalbar (2012) Quantitative analysis of investor behavior

<sup>2</sup> Kenneth R. French – Data Library (dartmouth.edu)



David Spiess (links), Leiter Finanzberatung,  
Martin Fuchs (rechts), Leiter Vermögensberatung,  
Swiss Life Wealth Managers

## Mit über 165 Jahren Anlagekompetenz selbstbestimmt in Ihre Zukunft investieren

### Unsere Expertise – Ihre Sicherheit

Seit 1857 bewirtschaftet Swiss Life die Vorsorge- und Versicherungsgelder institutioneller Anlegender. Dank dem neuen Angebot von Swiss Life Wealth Managers können nun auch private Anlegende von dieser Expertise profitieren: Unser ganzheitlicher Beratungsansatz ermöglicht massgeschneiderte Angebote für anspruchsvolle Privatpersonen.

### Kostenloses Erstgespräch

Überzeugen Sie sich in einem kostenlosen Erstgespräch von unserer Anlage- und Finanzexpertise: Wir unterstützen Sie dabei, Klarheit über Ihre Vermögenssituation zu erlangen und wichtige Fragen zu Ihrer finanziellen Zukunft zu beantworten.

### Besser informiert



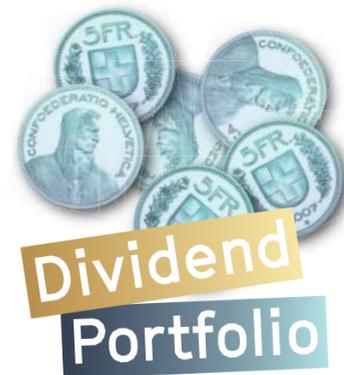
Vereinbaren Sie ein unverbindliches Erstgespräch, melden Sie sich zu einem unserer Seminare an oder bestellen Sie kostenlose Merkblätter und Checklisten – direkt via QR-Code oder unter [swisslife-wealth.ch/informieren](https://www.swisslife-wealth.ch/informieren)



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. Das The Market Dividend Opportunities Portfolio kann in Form eines Tracker-Zertifikats an der SIX Swiss Exchange gekauft werden (Valoren: 59'660'820, Symbol TMDOTQ, ISIN: CH0596608205).

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

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

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

## «Das Ziel ist eine langfristig attraktive Gesamtperformance»

Ergänzt wird die Auswahl um Opportunitäten. Dabei handelt es 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 5,7% höchst attraktiv (vgl. Tabelle 2).

Weiter sind die Valoren des Flughafens Zürich enthalten. Sie versprechen mit der Erholung des Flugverkehrs 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 nach der Lancierung im Mai 2021 zunächst 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 Markturbulenzen zwar anfänglich zu grösseren Ausschlägen, lieferte danach aber einen positiven Beitrag zur Gesamtperformance.

Während der SPI im vergangenen Jahr 16,5% verloren hat, hat das Dividendenportfolio nur 5% nachgegeben und eine Überrendite von 11,5 Prozentpunkten erreicht. Im laufenden Jahr hat es den Vorsprung jedoch eingebüsst. Mit Stichtag 9. Juni notiert es zwar 5,4% höher als zu Jahresbeginn, doch der SPI hat in derselben Zeit 8,4% zugelegt. Über die gesamte Laufzeit steht das Portfolio seit Mai

### In Kürze:

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

2021 unter Einbezug aller Kosten 2,6% im Plus. Der breite Markt hat gemessen am SPI unter grösseren Schwankungen derweil 3,8% gewonnen (vgl. Grafik 3).

Derzeit vereint das Dividend Opportunities Portfolio neunzehn Dividentitel und fünf Opportunitätspositionen. Für das laufende Jahr versprechen sie eine Rendite von durchschnittlich 4,4%. Der SPI bietet eine Dividendenrendite von 2,9%.

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



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

Stand: 9. Juni 2023

■ Dividendenwerte ■ Opportunitätspositionen ■ Cash



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

Opportunitätspositionen sind grau hinterlegt (Renditeschätzung: Bloomberg-Konsens)

Aktie	Sektor	Dividendenrendite (Schätzung 2023)	Gewicht per 9.6.2023
ABB	Industrie	2,4%	4,31%
Adecco	Industrie	8,5%	1,72%
Baloise	Finanz	5,5%	3,04%
Bystronic	Industrie	2,3%	2,01%
Cembra Money Bank	Finanz	5,7%	4,02%
DKSH	Industrie	3,2%	3,58%
EFG International	Finanz	5,1%	4,32%
Ems-Chemie	Grundstoffe	3,0%	3,05%
Flughafen Zürich	Industrie	2,6%	3,80%
Helvetia	Finanz	5,1%	4,18%
Holcim	Grundstoffe	4,4%	3,82%
Julius Bär	Finanz	4,9%	3,24%
Landis+Gyr	Industrie	2,8%	4,77%
Mobilezone	zyklischer Konsum	7,3%	4,23%
Mobimo	Immobilien	4,2%	3,09%
Novartis	Gesundheit	3,6%	4,29%
Roche GS	Gesundheit	3,4%	3,49%
SGS	Industrie	3,8%	2,89%
St. Galler KB	Finanz	3,7%	4,10%
Swatch Group I	zyklischer Konsum	2,8%	3,49%
Swiss Life	Finanz	6,1%	4,45%
Swisscom	Kommunikationsdienste	4,0%	4,19%
Valiant	Finanz	5,7%	3,44%
Zurich Insurance	Finanz	6,0%	4,21%
Cash			12,28%

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

Seit Indexierung am 3. Mai 2021 bis 9. Juni 2023

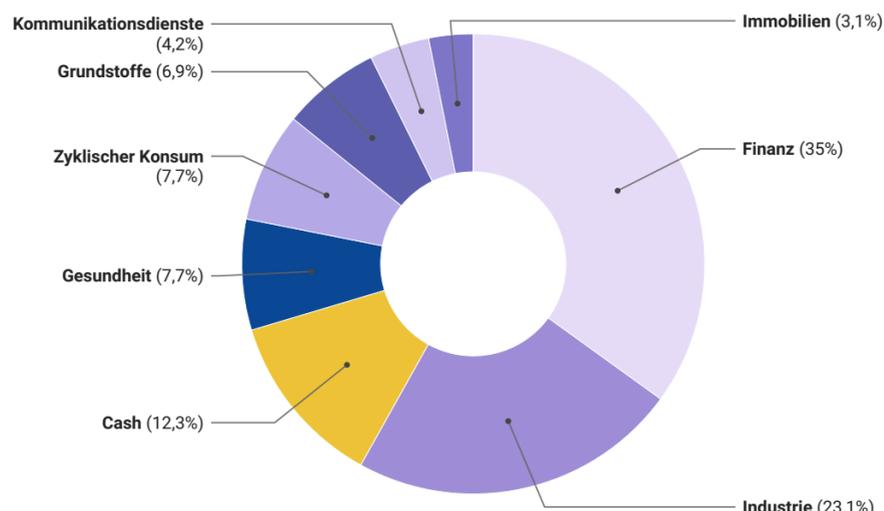
Grafik: themarket.ch - Quelle: Bloomberg

— The Market Dividend Opportunities Portfolio — SPI, angeglichen



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

Sektoren in % des Portfolios (Stand: 9. Juni 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 (Emittent: Leonteq) an der SIX Swiss Exchange gehandelt werden kann. Seit dem 21. April 2023 kann das Portfolio zudem auch als sogenanntes ETP+ an der SIX Swiss Exchange gehandelt werden. Dabei ist jeweils der aktuelle Gegenwert des ETP (Exchange Traded Product) mit einer Bareinlage als Pfand (Collateral) gesichert, die bei SIX SIS AG hinterlegt ist. Dadurch wird das Gegenpartierisiko minimiert.

**In Kürze:**

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

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 und transparent 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 überdurchschnittlich hohe 9,8%. Sie dient als «trockenes Pulver», um im Fall von Rückschlägen zukaufen zu können.

Die grössten Kursgewinne seit der Lancierung des Portfolios stammen von den Aktien des dänischen Insulinherstellers Novo Nordisk, des schweizerischen Halbleiterindustriezulieferers VAT, des Softwarekonzerns Microsoft sowie von Berkshire Hathaway, der Beteiligungsgesellschaft von Warren Buffett.

**Neuzugänge BASF und Goldminen**

Die jüngsten Zugänge im Portfolio waren im Dezember die Aktien des deutschen Chemieriesen BASF sowie Anfang Januar die Valoren des kanadischen Goldminenkonzerns Agnico Eagle Mines. BASF ist nach Ansicht der Redaktion von The Market günstig bewertet, die Dividendenrendite beträgt attraktive 7,1%. Mit Agnico Eagle und Newmont besitzt das Portfolio drei Titel aus dem Goldminensektor. Sie dürften besonders dann mit Kursgewinnen reagieren, falls die US-Wirtschaft in eine Rezession fallen sollte und das Fed die Zinsen senken muss (vgl. Seite 20).

Das Tracker-Zertifikat wird an der SIX Swiss Exchange unter dem Kürzel TMBITQ und der ISIN CH0562388162 gehandelt. Die Gesamtkostenquote (TER) beläuft sich auf 0,75%. Das ETP+ hat die ISIN CH1171795128 und das Kürzel BEST. Seine TER beläuft sich auf 0,85%. Die Tabelle rechts zeigt alle Positionen mit ihrem Gewicht im Portfolio in alphabetischer Reihenfolge per 9. Juni 2023.

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.

## «Wachstumsaktien zählen seit Anfang 2023 zu den grössten Gewinnern»

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 Belimo. 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 – ebenso wie die amerikanischen Tech-Schwergewichte Microsoft und Alphabet – wieder zu den grössten Gewinnern.

Seit der Lancierung des Zertifikats am 12. Januar 2021 beträgt die Gesamttrendite netto, d.h. inklusive Dividenden und nach Abzug aller Kosten, +8% (Stichtag: 9. Juni 2023). Damit hat das Portfolio leicht schlechter abgeschnitten als der Swiss Performance Index (+9,9%) und der in Dollar gerechnete MSCI World Total Return Index (+9,7%).

**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

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

Performance (netto, inkl. Kosten), inkl. Dividenden, per 9. Juni 2023, indexiert (12. Januar 2021 = 100)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



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

Qualitätstitel und Risikopositionen (grau), Stand: 9. Juni 2023

Name	Land	Sektor	Gewicht per 9.6.2023
Agnico Eagle Mines	Kanada	Grundstoffe	1,31%
Alphabet	USA	Kommunikationsdienste	3,18%
Baloise	Schweiz	Finanz	1,97%
Barry Callebaut	Schweiz	Basiskonsum	1,90%
BASF	Deutschland	Grundstoffe	1,36%
Belimo	Schweiz	Industrie	2,44%
Berkshire Hathaway B	USA	Finanz	3,25%
BHP	Australien	Grundstoffe	2,29%
Bossard	Schweiz	Industrie	2,38%
Clariant	Schweiz	Grundstoffe	1,90%
DKSH	Schweiz	Industrie	2,21%
DocMorris	Schweiz	Basiskonsum	0,10%
Ems-Chemie	Schweiz	Grundstoffe	1,81%
Fresenius	Deutschland	Gesundheit	1,27%
Geberit	Schweiz	Industrie	2,58%
Helvetia	Schweiz	Finanz	2,88%
Holcim	Schweiz	Grundstoffe	3,22%
Julius Bär	Schweiz	Finanz	3,18%
Kardex	Schweiz	Industrie	2,09%
Komax	Schweiz	Industrie	2,68%
Logitech	Schweiz	IT	2,61%
Lonza	Schweiz	Gesundheit	2,98%
Mastercard	USA	Finanz	2,43%
Microsoft	USA	IT	3,44%
Nestlé	Schweiz	Basiskonsum	2,37%
Newmont	USA	Grundstoffe	2,02%
Novo Nordisk	Dänemark	Gesundheit	4,24%
Pan American Silver	Kanada	Grundstoffe	1,17%
Roche GS	Schweiz	Gesundheit	1,99%
Sanofi	Frankreich	Gesundheit	2,40%
Schindler PS	Schweiz	Industrie	2,25%
Shell	Niederlande	Energie	2,58%
Sika	Schweiz	Grundstoffe	2,48%
Straumann	Schweiz	Gesundheit	2,23%
Swatch Group I	Schweiz	zyklischer Konsum	2,37%
Temenos	Schweiz	IT	2,34%
VAT	Schweiz	Industrie	3,68%
Zürich Insurance	Schweiz	Finanz	2,64%
Cash			9,78%

Lesen Sie alles zum The Market Best Ideas Portfolio online:

[themarket.ch/best-ideas-portfolio](https://themarket.ch/best-ideas-portfolio)



## 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>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)          Daniel Haase (Hamburg)          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)</p>	<p>Zoltan Szelyes (Zürich)          Philippe Welti (Zürich)          William R. White (Toronto)          Daniel Woker (Zürich)          Georg von Wyss (Schwyz)          Jörg Wuttke (Peking)          Nicolas Zahn (Zürich)          Myret Zaki (Genf)          Luigi Zingales (Chicago)          Felix W. Zulauf (Zug)</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: zur Verfügung gestellt          S. 1: xy, Adobe Stock          S. 3: DALLE-E 2          S. 12: Egor Vikhrev, Unsplash          S. 24: Daniel Acker, Bloomberg          S. 17: Simon Dawson, Bloomberg          S. 18: Al Drago, 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          Aemtlerstrasse 96a          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>



# WIR HABEN NUR EINE ANLAGESTRATEGIE: IHRE.

## PRIVATE VERMÖGENSVERWALTUNG

Für ein selbstbestimmtes Leben:  
[swisslife-wealth.ch](https://swisslife-wealth.ch)

Scannen und mehr erfahren:



## MEINUNG

## Des Kaisers neue Kleider

Trotz wirtschaftlicher und geopolitischer Herausforderungen steigen die Börsen unentwegt, getrieben von wenigen Einzeltiteln. Das erinnert an 1987, als der Oktober-Crash auch nur durch deutlich steigende Zinsen angekündigt wurde. **Von Peter E. Huber**

Nachdem Deutschland erst vor wenigen Wochen beim Eurovision Song Contest die jährliche Klatsche auf der Beliebtheitskala der europäischen Nachbarn als Zahl- und Lehrmeister der EU abgeholt hat, ereilt bereits das nächste Debakel das Land: Deutschlands Industrie befindet sich in einer Rezession. Nein, es geht nicht um eine leichte Abschwächung des Bruttoinlandsprodukts um 0,3 oder 0,5% wie in den letzten zwei Quartalen. Es geht um etwas Grösseres.

So ist der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe im Mai auf 42,9 gefallen und liegt damit weit unter der Wachstumsschwelle von 50. Der Auftragseingang schrumpft zweistellig, der Ifo-Index der Geschäftserwartungen hat schon wieder nach unten gedreht, und auch das Konsumklima verharrt tief im negativen Bereich. Bereinigt um einen Sondereffekt (Verkauf des Funkturmgeschäfts der Deutschen Telekom) haben die vierzig Dax-Konzerne bereits im ersten Quartal dieses Jahres 27% weniger verdient als im Vorjahreszeitraum.

### «Die geopolitischen Auswirkungen des Konflikts zwischen den USA und China sollten nicht unterschätzt werden»

Die desolote Lage wird derzeit noch verschleiert durch die Abarbeitung des Auftragsbestands wegen der Auflösung der Lieferkettenprobleme und pandemiebedingte



Die NZZ-Corporate-Abos:

Schaffen Sie neue Perspektiven für Ihr Team.

Jetzt Angebot erhalten via QR-Code oder Link: [corporate.nzz.ch](https://corporate.nzz.ch)



## «Kein Vormarsch ist so schwer wie der zurück zur Vernunft»

Bertolt Brecht

Nachholeffekte im Dienstleistungsbereich. Nur so ist zu erklären, warum die Europäische Zentralbank munter weitere Zinserhöhungen ankündigt.

Man schätzt, dass durch den Krieg in der Ukraine das reale BIP-Wachstum Deutschlands um 5,5 Prozentpunkte schwächer ausfällt als ursprünglich prognostiziert. Da wir weltweit mit die höchsten Strompreise haben und unter dem Wegfall der billigen russischen Energie besonders leiden, trifft uns der wirtschaftliche Abschwung auch am härtesten. Erste Unternehmen wie BASF, Linde und Viessmann ziehen bereits die Konsequenzen. Insgesamt ist von dem seitens der Regierung verkündeten klimawendebedingten Konjunkturaufschwung wenig zu bemerken. Wenn wir genau hinsehen, steht der Klima-Kaiser Deutschland relativ nackt da.

### Paradigmenwechsel

Nicht unterschätzt werden sollten auch die geopolitischen Auswirkungen des Konflikts zwischen den beiden Grossmächten USA und China. Immer mehr Protektionismus statt Freihandel, Entkopplung statt Globalisierung, Industriepolitik statt Marktwirtschaft und die Entstehung einer multipolaren Welt machen das Wirtschaften nicht einfacher.

Vor diesem Hintergrund sollte man eigentlich erwarten, dass die internationalen Aktienmärkte weit in der Verlustzone notieren. Mit Staunen stellt man fest, dass genau das Gegenteil der Fall ist. So konnte der Dax vor kurzem ein neues historisches Hoch erklimmen, und viele andere Aktienindizes notieren nahe ihren bisherigen Höchstständen. Zahlreiche Anleger haben aufgrund der krisenhaften Wirtschaftslage und der restriktiven Notenbanken den Börsenaufschwung der letzten neun Monate seit dem Tief Ende September 2022 schlichtweg verpasst und reiben sich jetzt verwundert die Augen.

### Aktiencrash oder Melt-up-Boom?

Besonders schmerzhaft auch für uns ist, dass sich der Aufschwung in bisher nie dagewesener Weise auf einige wenige Titel beschränkt. In den USA sind es die «glorreichen sieben», die für sämtliche Kursgewinne seit Beginn des laufenden Jahres verantwortlich sind, während der gleich gewichtete S&P-500-Index keinen Wertzuwachs vorweisen kann.

Die Superhause in Nvidia, Apple, Microsoft und Konsorten haben wir nicht kommen sehen und so komplett verpasst. Wir werden hier auch nicht nachspringen. Eine der Börsenregeln von Wallstreet-Veteran Bob Farrell lautet, dass ein Aufschwung umso gesünder ist, wenn er von möglichst vielen Aktien getragen wird. Die aktuelle Situation erinnert

an 1987, als der Oktober-Crash auch nur durch deutlich steigende Zinsen angekündigt wurde, aber alle plötzlich gleichzeitig aussteigen wollten.

Das Verrückte an der derzeitigen Situation ist, dass es derzeit auch ungewöhnlich viele Aktien gibt, die extrem attraktiv bewertet sind, mit einem einstelligen Kurs-Gewinn-Verhältnis, einem Kurs-Buchwert-Verhältnis um die 1 und einer satten Dividendenrendite. Sollten die Notenbanken – wie von uns eigentlich erwartet – im Fall einer Rezession und rückläufiger Inflationsraten zu einer expansiven Geldpolitik zur Finanzierung der exorbitanten Staatsschulden zurückkehren, wäre auch ein Melt-up-Boom möglich, ein Ausbruch der Aktienkurse nach oben.

### «Der Aktienmarkt Japan scheint endlich wiederentdeckt zu werden»

Derzeit fühlen wir uns ziemlich unbehaglich. Wir sind bekannt für klare Ansagen, wie zum Beispiel unsere Kaufempfehlung für deutsche Aktien Anfang Oktober letzten Jahres. Derzeit kommen wir uns vor wie der Hahn auf dem Mist, der mit seinem Krähen sowohl gutes als auch schlechtes Börsenwetter ankündigen kann.

### Wie soll man sich positionieren?

Wir beteiligen uns nicht an dem gegenwärtigen Hype um die wenigen Unternehmen, die als potenzielle Gewinner der Revolution im Bereich künstlicher Intelligenz (Artificial Intelligence, AI) gehandelt werden. Zu gut erinnern wir uns, wie im Jahr 2000 das gleiche Gerangel um Titel wie Intel und Cisco veranstaltet wurde und wie die Geschichte endete.

Wir halten weiter bedeutende Positionen weltweit in niedrig bewerteten Standardwerten guter Qualität. Zu unseren Langfristpositionen gehören insbesondere Aktien aus dem Energie- und dem Rohstoffsektor sowie Engagements in asiatischen Ländern. Hier scheint der von uns seit langem favorisierte japanische Markt wiederentdeckt zu werden.

Unser Investitionsgrad in Aktien liegt deutlich unter den Höchstständen, die während des Beginns der Coronapandemie im März/April 2020 durch antizyklische Investitionen in der Panikphase erreicht wurden. Wir halten also Pulver trocken, um allfällige Rückschläge für neue Käufe nutzen zu können. Wir halten 20% unseres Portfolios in deutschen und

amerikanischen Staatsanleihen mit kurzer Restlaufzeit sowie 10% in Gold- und Silber-ETC, um Marktschwankungen abzufedern.

Wir investieren erstmals in einige ausgewählte ETF, um unser Portfolio sinnvoll zu ergänzen und noch robuster zu machen. Dazu zählen ETF für japanische Small Caps, in-landorientierte chinesische A-Aktien und gleich gewichtete globale Mid Caps. Entsprechend reduzieren wir unsere Direktanlagen in Einzelaktien um weitere 10%.



Peter E. Huber

Peter E. Huber ist Gründer und Geschäftsführer der Huber Portfolio GmbH in Oberursel. Er ist spezialisiert auf antizyklische Investitionen an den Aktien- und den Anleihenmärkten. Zuvor war er Partner und Fondsmanager beim Vermögensverwalter StarCapital, den er 2016 an die Bellevue Group verkaufte. Huber hat in Mannheim Betriebswirtschaft studiert und danach für die Privatbank SMH in Frankfurt gearbeitet, bevor er sich 1981 selbständig gemacht hat.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/y231](https://go.themarket.ch/y231)



the market  
NZZ

Gut investiert:  
Probe-Abo:  
25 Franken  
für 2 Monate  
[go.themarket.ch/abo25](https://go.themarket.ch/abo25)



Unabhängige Analyse und Meinung für bessere Entscheidungen an den Finanzmärkten.

themarket.ch



# FIXED INCOME<sup>4</sup>

Der neue Multi-Sector Income Fund

Wir kombinieren die Stärken von vier Einkommensfaktoren für verlässlicheren Ertrag.

Erfahren Sie mehr auf [capitalgroup.com/msi](https://capitalgroup.com/msi)

**NUR FÜR PROFESSIONELLE/QUALIFIZIERTE INVESTOREN**

Werbematerial

Wert und Ertrag von Investments können schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten. Angeboten wird/ werden der/die Fonds ausschliesslich im Verkaufsprospekt, zusammen mit den anderen nach dem Recht Ihres Landes ggf. erforderlichen Dokumenten. In Europa sind das PRIIPs-Basisinformationsblatt des Fonds.

Vertreter in der Schweiz: Capital International Sàrl, 3 place des Bergues, 1201 Genf.  
Schweizer Zahlstelle für CIF ist JPMorgan (Suisse) SA, 8 rue de la Confédération, 1204 Genf.  
Herausgegeben von Capital International Management Company Sàrl (CIMC).  
© 2023 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten.



Besuchen Sie  
Capital Group