the market
NZZ

Unabhängige Analyse und Meinung
für bessere Entscheidungen an den Finanzmärkten

themarket.ch

Künstliche Intelligenz, Elektromobilität, erneuerbare Energien: Diese Schlagwörter locken zur Investition. Doch mit welchen Megatrends lässt sich tatsächlich Geld verdienen? The Market durchleuchtet Zukunftsthemen und ordnet sie ein.

Seite 4: Künstliche Intelligenz und das Potenzial der kreativen Zerstörung
Seite 6: Aufbruchstimmung im Biotech-Sektor
Seite 8: Hendrik Leber: «Man kann ohne die heissen Namen vom Thema künstliche Intelligenz profitieren»
Seite 10: Die Energiewende wird zur Machtpolitik
Seite 12: Der Investment Case für seltene Erden
Seite 14: Elektromobilität stellt die etablierten Autokonzerne vor riesige Herausforderungen

+++ Seite 3: **Fünf Lehren aus dreihundert Jahren Technologiegeschichte** Seite 17: **Marko Papic: «Eine multipolare Weltordnung bietet Chancen für Investoren»** Seite 20: **Wie man ins Anlagethema Robotik investiert** Seite 22: **Decentralized Finance: Disruption der Finanzwelt oder Schall und Rauch?** Seite 29: **Das Best Ideas Portfolio von The Market** +++

Ich will eine Bank,
die noch viel mehr
weiss als ich.
Willkommen im
Private Banking der LLB
llb.ch
llb 1861

MEINUNG

Fünf Lehren aus dreihundert Jahren Technologiegeschichte

Technologische Durchbrüche beflügeln regelmässig die Fantasie der Investoren. Doch es ist nicht leicht, daraus Kapital zu schlagen. **Von Mark Dittli**

«Wir neigen dazu, die Auswirkungen einer neuen Technologie in der kurzen Frist zu überschätzen und in der langen Frist zu unterschätzen.»

Roy Amara,
amerik. Zukunftsforscher (1925–2007)

Optimismus herrscht. Fachkreise diskutieren wissenschaftliche Sensationen, neue Technologien wecken die Fantasie der Öffentlichkeit. Heisse Tipps werden ausgetauscht, die Aktienkurse von Firmen mit abenteuerlichen Geschäftsmodellen streben in die Höhe. Die grösste Angst der Investoren ist nicht, etwas zu verlieren, sondern etwas zu verpassen.

Was wie eine Beschreibung der Marktstimmung rund um das Thema künstliche Intelligenz (KI) klingt, trug sich 1694 in London zu. Die Stadt war Schauplatz der ersten dokumentierten Technologiespekulationsblase. Statt KI waren es Tauchglocken, Wasserpumpen oder Feuerlöschgeräte, die die Anlegerfantasie weckten. Statt Wallstreet waren die Kaffeehäuser an der Lombard Street der Ort, wo die heissesten Aktien gehandelt wurden.

«Den wenigsten Firmen gelingt es, die Technologieführerschaft zu halten»

Während der vergangenen gut drei Jahrhunderte kam es an den Märkten wiederholt zur Bildung spektakulärer Blasen. Grundsätzlich lassen sich dabei zwei Arten unterscheiden: Manien, die primär von einem Überfluss an Geld ausgelöst wurden – etwa die Mississippi-Blase von 1720 –, sowie spekulative Exzesse, die sich rund um technologische Durchbrüche bildeten. Beispiele für Letztere – die nicht selten durch günstige monetäre Bedingungen zusätzlich angeheizt wurden – sind der Eisenbahn-Boom in England um 1840 und in den USA wenig später, die Euphorie um das Telefon, das Automobil und das Radio in mehreren Wellen zwischen 1900 und 1929, ein Teil der «Nifty Fifty»-Blase in den späten Sechzigerjahren sowie der Dotcom-Boom um die Jahrtausendwende.

Jede dieser Episoden hatte ihre Besonderheiten, sie lassen sich nur bedingt vergleichen. Sie waren genügend einzigartig, dass sich neue Generationen von Investoren jeweils einreden konnten: «Dieses Mal ist es anders.» Doch es lassen sich wiederkehrende Muster erkennen – und Lehren ziehen.

1. Platzhirsche sind blind

Die Evidenz zieht sich wie ein blutroter Faden durch die Geschichte: Bestehende Marktführer verpassen es fast immer, neue Technologien rechtzeitig zu erkennen und in ihr Angebot zu integrieren. Der Hauptgrund liegt in der den meisten Unternehmen inhärenten Angst, das eigene Geschäftsmodell zu kannibalisieren. Und wenn sie die Gefahr der neuen Technologie erkennen, reagieren sie meist falsch und verschwenden Geld im hoffnungslosen Versuch, sich in die Zukunft zu retten.

Zwei Beispiele: Western Union erlangte nach dem Bürgerkrieg ein Quasi-Monopol im Angebot von Telegrafie-Übertragungen in

den USA. Als der Schotte Alexander Graham Bell 1876 Geld brauchte und das Patent für seine Erfindung – das spätere Telefon – für 100'000 $ an Western Union verkaufen wollte, winkte deren Präsident ab. Er konnte sich nicht vorstellen, dass die Menschen lieber in eigenen Worten statt über Morsezeichen kommunizieren könnten. Damit läutete er den Niedergang von Western Union ein. Xerox war in den Sechzigerjahren der unbestrittene Marktführer für Kopiergeräte. In seinem Palo Alto Research Center entwickelte der Konzern allerlei Ideen, darunter ein grafisches Computer-Interface mit «Fenstern» und «Icons», begriff allerdings nie, wie revolutionär diese Spielereien waren. Erst Apple-Mitgründer Steve Jobs erkannte das Potenzial.

2. Tolle Technologie ≠ tolle Anlage

In vielen Fällen vergingen Jahre, bis die Märkte auf technologische Durchbrüche aufmerksam wurden. Der Personenverkehr per Eisenbahn galt in breiten Kreisen Englands als physikalische Unmöglichkeit, weil die Leute ab einer Geschwindigkeit von mehr als zehn Meilen pro Stunde ersticken könnten. Alexander Bell (Telefonie) oder Guglielmo Marconi (Funktelegrafie) mussten jahrelang Kunden für ihre Erfindungen suchen. Doch wenn das Thema an den Börsen einschlug, dann zog der Boom innerhalb kurzer Zeit Unmengen an Kapital und eine Vielzahl neuer Konkurrenten an. Die Folge waren meist Überkapazitäten, die unter den Anbietern zu einem Preiskampf führten. Auf dem Höhepunkt des Eisenbahn-Booms 1845 wurden zwischen Liverpool und Leeds drei voneinander unabhängige Bahnlinien gebaut. Das jüngere Äquivalent waren die Millionen Kilometer an Glasfaserleitungen, die in der Dotcom-Blase verlegt und jahrelang nicht benötigt wurden.

Überkapazitäten und Preiskampf führen in der Regel dazu, dass der Nutzen neuer Technologien jeweils rasch der gesamten Volkswirtschaft zugutekommt und in den seltensten Fällen den Unternehmen, die die Technologie als Pioniere vorangetrieben hatten. 1855 schrieb der «Economist»: «Technologisch machen die Eisenbahnen dem Land alle Ehre. Kommerziell jedoch sind sie gescheitert.»

3. Wettbewerbsvorteile sind rar

Den wenigsten Unternehmen gelingt es, die Technologieführerschaft, den damit verbundenen Wettbewerbsvorteil und hohe Gewinnmargen zu halten. Die mit der Verbreitung der Technologie einhergehenden Exzesse an den Finanzmärkten tragen selbst dazu bei, indem sie Kapital mobilisieren und den Aufbau von Überkapazitäten begünstigen. Henry Ford mag das Auto kommerziell und technologisch massentauglich gemacht haben, aber sein Rivale William C. Durant konnte dermassen viel Kapital anziehen, dass er mit General Motors über eine Reihe von Akquisitionen einen Konkurrenten aufbauen konnte, der der Ford Motor Company das Wasser abgrub.

«In vielen Fällen sind clevere Anwender die Gewinner»

Die wenigen Unternehmen, die dauerhafte Wettbewerbsvorteile halten konnten, profitierten von Patenten: AT&T, die Nachfolgegesellschaft der Bell Telephone Company, gedieh jahrelang unter diesem Schutz (bis ihr Monopol zerschlagen wurde). Ein vergleichsweise neues und historisch unübliches Phänomen sind allerdings Quasi-Monopole, wie Microsoft (Betriebssystem), Google (Internetsuche), Visa oder Mastercard (Bezahlsysteme) sie besitzen. Diese sind zwar nicht rechtlich geschützt, aber sie bauen auf Netzwerkeffekten: Jeder benutzt Google, weil alle anderen auch Google benutzen.

4. Gewinner nicht offensichtlich

Jeder Investor träumt davon, die nächste Nvidia im Frühstadium zu entdecken. Aber wie die historische Erfahrung zeigt, ist das unfassbar schwierig. Ein Beispiel: In den frühen Achtzigern startete der Siegeszug des Personal Computers (PC), der klein, günstig und anwenderfreundlich genug war, um in Büros und später in Haushalten seine Verbreitung zu finden. Zu den Pionieren zählten Micro Instrumentation and Telemetry Systems, Commodore und Apple. Sollte man auf sie setzen? Oder besser auf IBM und Digital Equipment, die den Trend zum PC verschlafen hatten, nun aber aufholten?

Im Lauf der Zeit sollten sich alle PC-Hersteller als miserable Investition herausstellen. Neue, auf günstige Produktion getrimmte Anbieter wie Compaq, Dell oder Lenovo liessen die Gewinnmargen aller Mitspieler schmelzen. Apple war 1997 nahezu tot. Es brauchte enorm viel Geschick – oder Glück –, um Anfang der Achtziger auf die versteckten Gewinner der PC-Revolution zu setzen: Intel und Microsoft, die etwas produzierten, das in keinem PC fehlen durfte, nämlich den Mikroprozessor und das Betriebssystem. In vielen Fällen sind auch nicht die Anbieter der Technologie die langfristigen Gewinner an den Börsen, sondern ihre cleveren Anwender: Nicht der

In Kürze:

- An den Märkten kam es wiederholt zu Spekulationsblasen
- Jede dieser Episoden hatte ihre Besonderheiten
- Doch es lassen sich Muster erkennen und Lehren ziehen

Serverhersteller Sun Microsystems hat überlebt, sondern Amazon; ein Detailhändler, der das von Servern ermöglichte Internet benutzt hat, um seine Branche zu revolutionieren.

5. Die Rolle des Zufalls

Das Leben wird vorwärts gelebt und rückwärts verstanden, schrieb der dänische Philosoph Søren Kierkegaard. Aus heutiger Sicht erscheint es logisch, dass Telefon, Radio oder Automobil das Leben von Millionen Menschen revolutionieren sollten. Es erscheint verständlich, dass Google die omnipräsente Suchmaschine ist. Genauso logisch erscheint, dass Apple mit dem iPhone 2007 ein Geniestreich in Sachen Benutzerfreundlichkeit gelang und damit Geschäftsmodelle von Uber bis Snapchat erst ermöglichte. Aber in diesen rückwärts gerichteten Betrachtungen liegt eine grosse Portion Survivorship Bias. Wir sehen nur die Unternehmen, die überlebt haben. Was, wenn Western Union das Patent von Bell gekauft hätte? Hätte Western Union dem Telefon zum Durchbruch verholfen, oder hätte das Management die Idee verschwinden lassen? Was, wenn Apple 1997 den Rat von Michael Dell befolgt hätte, sich selbst zu liquidieren und die Lichter zu löschen?

Ein schönes Beispiel für Survivorship Bias: Die zwei Stanford-Absolventen Larry Page und Sergey Brin boten ihren Such-Algorithmus zunächst AltaVista und Yahoo zum Kauf an, die damals führend im Bereich der Internetsuche waren. Beide lehnten ab. Erst nach diesen Absagen gründeten Page und Brin aus ihrem akademischen Projekt 1998 eine Firma namens Google.

Mark Dittli

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

Kontakt: mark.dittli@themarket.ch
Twitter: @MarkDittli

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y33

568 Mrd. $ Weltweit ausgeschüttete Dividenden im zweiten Quartal 2023

Quelle: Janus Henderson

ANALYSE

Künstliche Intelligenz und das Potenzial der kreativen Zerstörung

Kaum einer Technologie wird so viel disruptives Potenzial zugetraut wie der künstlichen Intelligenz. Tatsächlich dürfte sie grosse Teile der Wirtschaft auf den Kopf stellen. Eine Bestandsaufnahme. **Von Henning Hölder**

Schöpferische Zerstörung sei die Basis für Innovation, unternehmerisches Wachstum und Wohlstand. So lautet die Kernthese des österreichischen Ökonomen Joseph Schumpeter, formuliert 1942 in seinem Buch «Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie». Gemäss Schumpeter baut jede ökonomische Weiterentwicklung auf dem Prozess der schöpferischen – oder auch kreativen – Zerstörung auf. Dabei werden alte Güter und Produktionsfaktoren durch neue, effektivere ersetzt. Sprich, alte Strukturen werden verdrängt oder eben zerstört. Derzeit wird wohl kaum einer Technologie so viel Potenzial für kreative Zerstörung – auf Neudeutsch würde man Disruption sagen – zugetraut wie der künstlichen Intelligenz (KI). Analysten des Wirtschaftsprüfers PwC gehen davon aus, dass allein die bessere und effizientere Nutzung von Daten durch den Einsatz von KI bis zum Ende des Jahrzehnts rund 16 Bio. $ an zusätzlicher globaler Wertschöpfung generieren wird. Das globale BIP betrug 2022 etwa 100 Bio. $.

«Die massive Nachfrage nach Rechenkapazität macht Nvidia so begehrt»

Der Grossteil (55%) der zusätzlichen Wertschöpfung soll dabei auf Fortschritten in der Arbeitsproduktivität fussen. Der Rest entsteht durch Qualitätssteigerungen und eine verbesserte Anpassung an Kundenwünsche.

Was ist künstliche Intelligenz?

Doch was ist KI eigentlich? Laut dem KI-Forscher Jürgen Schmidhuber, der in der Wissenschaft als Vater der modernen künstlichen Intelligenz gilt, dreht sich die moderne KI um künstliche neuronale Netze (KNN), die dem menschlichen Gehirn nachempfunden sind. Letzteres hat etwa 100 Mrd. Neuronen – bei KNN würde man von Recheneinheiten sprechen, die Daten aufnehmen und verarbeiten können –, von denen jedes mit durchschnittlich 10'000 anderen Neuronen verbunden ist. Einige sind Eingangsneuronen (Grafik 1, grün), die das Netz mit Daten versorgen (Ton, Sehen, Tastsinn). Andere sind Ausgangsneuronen (gelb), die Muskeln steuern. Die meisten Neuronen befinden sich jedoch dazwischen (blau), wo das Denken stattfindet. Das Gehirn lernt mit der Zeit, indem es die Stärke der Verbindungen ändert, die bestimmen, wie stark sich die Neuronen gegenseitig beeinflussen, und die offenbar alle lebenslangen Erfahrungen kodieren. Ähnlich verhält es sich laut Schmidhuber mit künstlichen neuronalen Netzen. Sie können besser als bisherige Methoden Dinge lernen, wie etwa Sprachen, Handschriften oder Videos zu erkennen oder Texte zu schreiben, ja sogar ein Auto zu fahren. Schmidhuber spricht in diesem Zusammenhang von einem Baby, das mit der Zeit immer mehr dazulernt.

Anders, als man aufgrund der Aufregung um das Thema vermuten könnte, wurden die populärsten KI-Technologien nicht erst in den letzten Jahren von US-Konzernen erfunden. Vieles, was heute an KI-Tools in den Smartphones steckt, geht auf die KI-Forschung der Neunzigerjahre in Deutschland und der Schweiz zurück – das gilt auch für die Prinzipien der Transformer-Technologie, die hinter dem generativen Chatbot ChatGPT des Start-up OpenAI steht. Dass KI-Technologien erst Dekaden später breite Anwendung finden und demzufolge in der Öffentlichkeit mehr Beachtung erhalten, liegt daran, dass es damals an Rechenkapazität fehlte. «Seinerzeit war Rechenzeit noch eine Million mal teurer als heute», sagt Schmidhuber. «Die Grundlagen wurden zwar damals gelegt. Doch die grossmassstäbliche Umsetzung dieser Ideen war noch nicht möglich. Aber alle fünf Jahre wurde das Rechnen zehnmal billiger.»

Warum Nvidia im Zentrum steht

KI-Systeme sind so leistungsfähig, weil sie mit riesigen Datenmengen gefüttert werden. Die massive Nachfrage nach Rechenkapazität ist es, die Nvidia, den KI-Profiteur der Stunde, bei Anlegern derzeit so begehrt macht. Der Chipentwickler verfügt über die mit Abstand leistungsstärksten Grafikchips, mit denen die aufwendigen KI-Systeme angetrieben werden – und ist damit der grosse Nutzniesser im Hardwarebereich für die KI-Entwicklung. Diesen Sommer hat er einen Hochleistungsrechner mit dem sperrigen Namen DGX GH200 vorgestellt.

In diesem KI-Supercomputer arbeiten 256 sogenannte Grace-Hopper-Superchips, die zu einem grossen Cluster verbunden werden und dadurch eine Rechenleistung von 1 Exaflop oder 1 Mio. Teraflops erzielen. Zum Vergleich: Ein moderner i9-Prozessor von Intel, der in handelsüblichen PC steckt, erreicht eine Leistung von rund 600 Gigaflops. Das entspricht 0,0000006 Exaflops. Unter anderem diese beispiellose Rechenkapazität des DGX GH200, den Nvidia bald in Serie herstellen will, erklärt den derzeitigen Hype um die Aktie.

Unter Experten herrscht Konsens: KI ist gekommen, um zu bleiben. Anders als andere Hype-Themen wie etwa das Metaverse ist die Technologie bereits in vielen Bereichen der Wirtschaft etabliert. «KI wird die gesamte Weltwirtschaft in jeder Hinsicht zutiefst und fundamental auf den Kopf stellen», sagt Schmidhuber. Eine grosse Sorge ist der Wegfall von zahlreichen Jobs. Ökonomen des World Economic Forum (Wef) gehen davon aus, dass schon innerhalb der nächsten fünf Jahre weltweit mehr als jeder zehnte Job durch KI ersetzt werden könnte. Goldman Sachs prognostiziert, dass in den USA und Europa fast zwei Drittel der Arbeitsplätze «zu einem gewissen Grad der KI-Automatisierung ausgesetzt sind». Konkret rechnet man damit, dass ein Viertel der Jobs vollautomatisiert wird.

«Pharma ist nur ein Bereich, dessen Prozesse KI auf den Kopf stellen dürfte»

Die Good News ist jedoch, dass die Verdrängung von Arbeitsplätzen durch Automatisierung in der Vergangenheit immer durch die Schaffung neuer Jobs ausgeglichen wurde. «Die Entstehung neuer Berufsfelder durch technologische Innovationen war immer für den Grossteil des langfristigen Beschäftigungswachstums verantwortlich», betont Goldman-Sachs-Chefökonom Jan Hatzius. Die Kombination aus sinkenden Arbeitskosten, höherer Produktivität und der Schaffung neuer Arbeitsplätze werde zu einer erheblichen globalen Wachstumssteigerung führen.

Wer sind die Profiteure?

Doch wer sind die grössten KI-Profiteure? Kurzfristige Nutzniesser des KI-Wettrennens sind in erster Linie Unternehmen, die direkter Teil des Marktes für KI-Lösungen sind. Die Analysten von Bloomberg Intelligence schätzen, dass der globale Markt für generative KI, der Software, Hardware und Dienstleistungen umfasst, von heute 40 Mrd. auf 1,3 Bio. $ im Jahr 2032 wachsen wird – das entspricht einer jährlichen Wachstumsrate von 42%. Das kommt den grossen Chipherstellern wie Nvidia, AMD oder Qualcomm zugute, aber auch Tech-Riesen wie Alphabet und Microsoft.

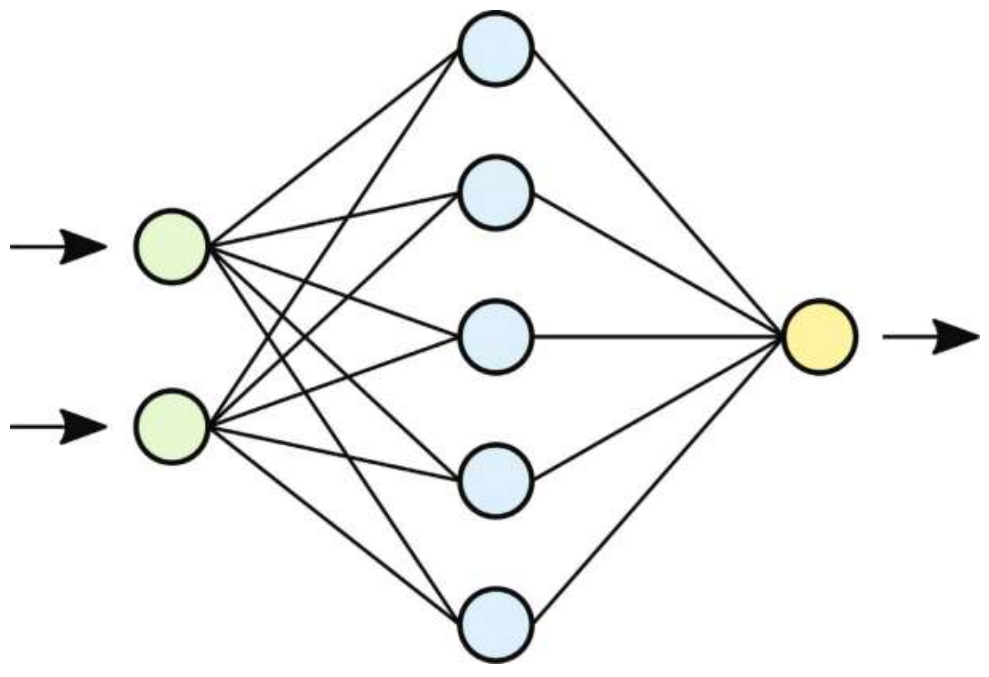
Doch auch Unternehmen jenseits der Wertschöpfungskette für KI-Dienstleistungen werden profitieren. «Alle Unternehmen, die KI sinnvoll und effizienzsteigernd in ihre Prozesse integrieren, werden zu den Profiteuren gehören», sagt Schmidhuber. Ein Feld, in dem bereits viel passiert, ist Pharma – ein Bereich mit viel Optimierungspotenzial. Ein neues Medikament zu entwickeln, dauert gemäss dem Schweizer Pharmaverband Interpharma durchschnittlich zwölf Jahre. Bis zur Marktreife fallen durchschnittlich Kosten von 2,6 Mrd. Fr. an. Die weltweiten Ausgaben für Forschung & Entwicklung (F&E) im Pharmabereich haben sich in den letzten zehn Jahren fast verdoppelt – auf 238 Mrd. $. Morgan Stanley schätzt, dass mit dem Einsatz von KI neue Medikamente künftig schon innerhalb von drei Jahren entwickelt werden können. Zudem sollen dank verbesserten Erfolgsquoten in frühen Entwicklungsphasen in der

In Kürze:

- Künstliche Intelligenz dreht sich um neuronale Netze
- Bei KI handelt es sich nicht um ein blosses Hype-Thema
- Die Pharmaforschung setzt bereits KI ein

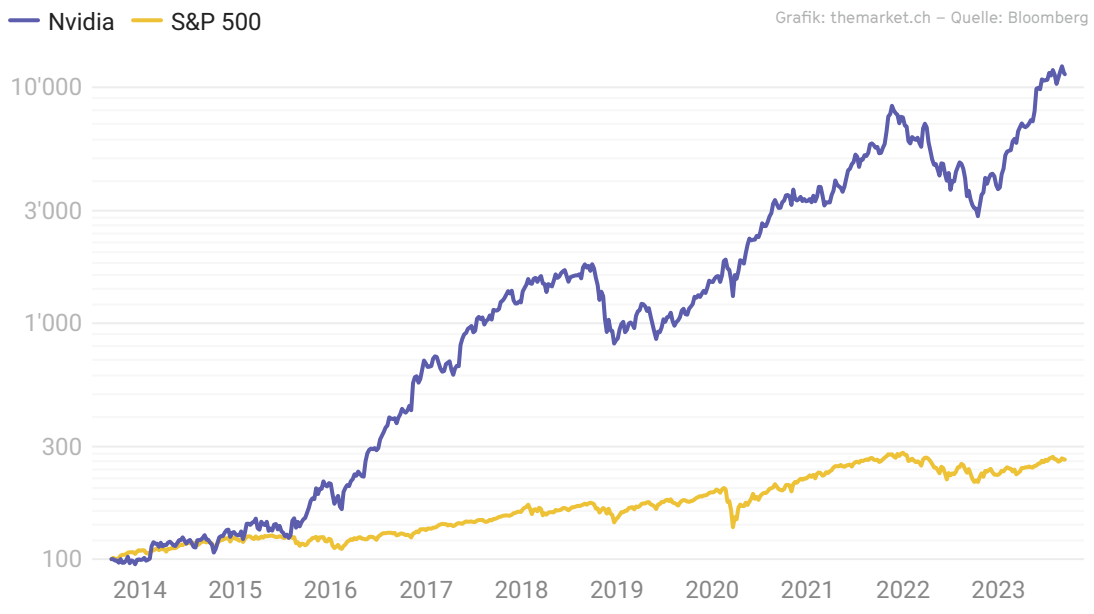
1) Vereinfachte Darstellung eines künstlichen neuronalen Netzes

Grafik: Wikipedia (Dake, Mysid)



2) Nvidia-Aktie mit rasanter Kursentwicklung

Kursentwicklung Nvidia-Aktie in den letzten zehn Jahren, indexiert 100 = 12. September 2013



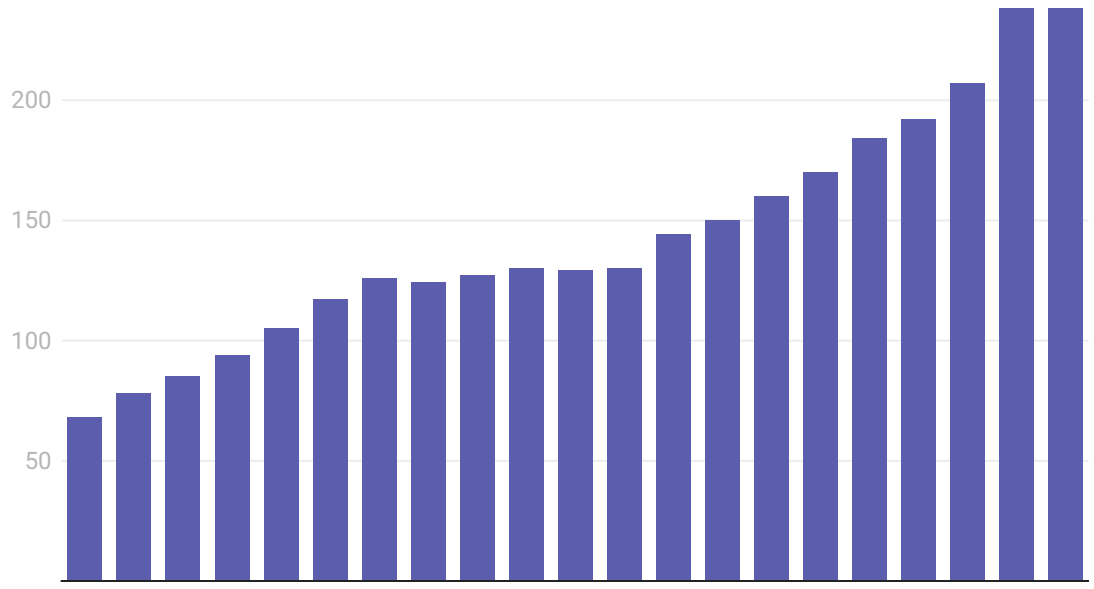
58% Anteil der Unternehmen in China, die 2022 KI eingesetzt haben, weltweiter Spitzenwert

Quelle: IBM Global AI Adoption Index 2022

3) Steigende Investitionsausgaben in der Pharmabranche

F&E-Ausgaben im Pharmabereich (global), in Mrd. $

Grafik: themarket.ch – Quelle: EvaluatePharma

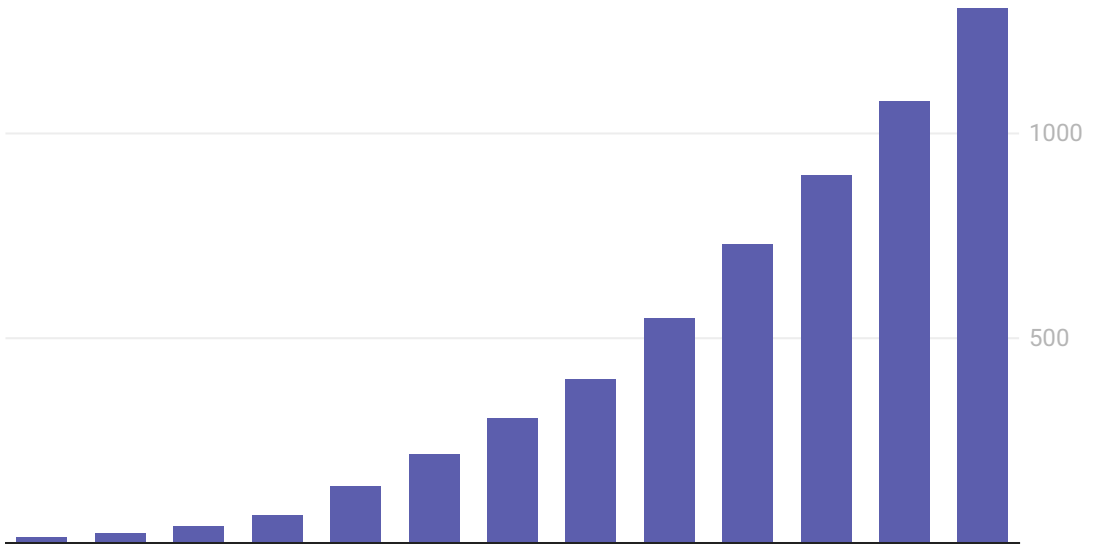


4) Prognostizierter Umsatz mit generativer KI bis 2032

Globaler Umsatz mit generativer künstlicher Intelligenz, in Mrd. $.

Ab 2023: Schätzungen von Bloomberg Intelligence

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg Intelligence



nächsten Dekade bis zu fünfzig neuartige Therapien entwickelt werden können, eine Chance auf zusätzliche 50 Mrd. $ Umsatz.

> «Bis Ende der Dekade soll eine Artificial General Intelligence geschaffen sein»

Sanofi setzt schon heute KI ein, um die Identifizierung von Zielmolekülen – also Punkten im Körper, an denen ein Wirkstoff den Krankheitsverlauf positiv beeinflussen könnte – zu optimieren. Gemäss dem französischen Pharmaunternehmen könnte dieser Prozess mithilfe von KI um bis zu 30% beschleunigt werden. CEO Paul Hudson will nichts weniger als bei KI «all in» gehen, und zwar mit der eigenen App Plai. Das Programm bündelt alle verfügbaren unternehmensinternen Daten, auf die alle Bereiche zugreifen können. Mithilfe von KI sollen dadurch bessere Entscheidungen getroffen werden.

Disruption im Endstadium?

Auch andere Konzerne aus der Pharma- und Biotech-Industrie rüsten sich für das Zeitalter der künstlichen Intelligenz. Bayer entwickelt mit der Softwarefgesellschaft Schrödinger eine KI-basierte Plattform zum Design chemischer Verbindungen, um die Entdeckung neuer Arzneimittel zu beschleunigen. Merck nutzt die KI-Technologie des französischen Unternehmens Iktos, um die Entwicklung von neuartigen Arzneien schneller und kosteneffizienter zu machen. Im AI Innovation Lab führt Novartis ihre grossen Datensätze mit den KI-Lösungen des Softwareriesen Microsoft zusammen. Pharma ist nur ein Bereich, dessen Prozesse KI künftig zunehmend auf den Kopf stellen dürfte. Praktisch sämtlichen Sektoren, in denen Daten effizienter genutzt und Produktivitätsgewinne durch Prozessautomatisierung erreicht werden, könnte langfristig ein Umbruch bevorstehen. Für Sam Altman, den Gründer und CEO des Software-Start-up OpenAI, ist ChatGPT nur der Beginn einer Revolution. Bis zum Ende dieses Jahrzehnts, so lautet seine Prognose, dürfte das Ziel erreicht sein, eine sogenannte Artificial General Intelligence zu schaffen. Damit ist eine Art Super-KI-Computerprogramm gemeint, das die Fähigkeit besitzt, jede intellektuelle Aufgabe zu verstehen oder zu lernen, die ein Mensch ausführen kann. Das wäre dann wohl Disruption im Endstadium.

Für Anleger, die breit gestreut in das Thema KI investieren wollen, eignen sich kotierte Fonds (ETF). Folgende bieten sich dafür an:

- Xtrackers Artificial Intelligence & Big Data ETF (Acc), ISIN: IE00BGV5VN51
- WisdomTree Artificial Intelligence ETF (Acc), ISIN: IE00BDVPNG13
- L&G Artificial Intelligence ETF (Acc), ISIN: IE00BK5BCD43

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y35

ANZEIGE

Investitionen in saubere Energie übernehmen die Führung

ROBECO
The Investment Engineers

Erneuerbare Energien sind nicht nur sauberer als fossile Brennstoffe – sondern auch preiswerter. Solar- und Windenergie können heute an vielen globalen Märkten kostenmässig mit herkömmlichen fossilen Brennstoffen mithalten. Grund dafür ist eine Kombination aus technologischem Fortschritt, Grössenvorteilen, sinkenden Komponentenkosten und staatlicher Unterstützung.

Die Kosten-Nutzen-Analyse spricht klar für erneuerbare Energien, weshalb es kaum überrascht, dass die Investitionen in Solarenergie im Jahr 2023 erstmals höher liegen werden als die Investitionen in die Ölförderung (382 Mrd. vs. 371 Mrd. US-Dollar).

Positive Kosten- und Finanzierungstrends für erneuerbare Energien

Obwohl die Produktionskosten gesunken sind, erlebten Aktien aus dem Bereich erneuerbare Energien, insbesondere von wachstumsorientierten Cleantech-Unternehmen und von infrastrukturabhängigen Entwicklern erneuerbarer Energien, ein bislang schwieriges Jahr 2023. Grund dafür waren die gestiegenen Zinsen, die die Kosten für Kredite und Investitionen in die Höhe treiben. Zudem kamen nach der Regionalbanken-Krise in den USA Bedenken auf, ob die Finanzmittel zur Deckung künftiger Kapazitätserweiterungen ausreichen.

Angesichts der historischen Verpflichtung der US-Regierung zur Dekarbonisierung des Energiesektors und der Gesamtwirtschaft in Gestalt des Inflation Reduction Act (IRA) erscheint ein solcher Engpass jedoch unwahrscheinlich, zumal seit 2021 zwei weitere umwälzende Gesetze verabschiedet wurden, die ebenfalls darauf abzielen, Erzeugung und Verbrauch von Energie in zentralen Sektoren der US-Wirtschaft (darunter Energie, Gebäude, Verkehr, Fertigung und andere CO_2-intensive Branchen) umweltfreundlicher zu gestalten. So könnten die Finanzmittel, die die US-Regierung für saubere Energien in den nächsten fünf bis zehn Jahren bereitstellen wird, insgesamt weit mehr als 400 Mrd. US-Dollar betragen.

Auch die EU hat eine industriepolitische Wende eingeläutet – sowohl, um ihre eigenen Netto-Null-Emissionsziele zu erreichen als auch, um sicherzustellen, dass die europäischen Hersteller ihre Ziele erfüllen.

Der EU-Industrieplan für den Grünen Deal sieht 270 Mrd. Euro vor, um die Kapazitäten der Cleantech-Industrie auszubauen und die Finanzierung, Produktion und Einführung von Netto-Null-Technologien zu beschleunigen. Durch die Bereitstellung weiterer Finanzmittel durch die REPowerEU-Richtlinie und die Aufbau- und Resilienzfazilität (ARF), die nach der Coronapandemie auf den Weg gebracht wurde, sowie den EU-Innovationsfonds könnten die Fördermittel für saubere Technologien auf weit über 550 Mrd. Euro steigen.

Starke kurz- und langfristige Aussichten

Eine ganze Reihe an strukturellen Umwälzungen sorgen für robuste kurz-, mittel- und langfristige Wachstumschancen bei Investitionen in intelligente Energie. Die Mechanismen für eine CO2-Bepreisung gewinnen an den wichtigsten Märkten weltweit zunehmend an Fahrt. Dadurch steigen die Kosten für emissionsintensive Sektoren und werden Anreize für den Umstieg auf erneuerbare Energien und energieeffiziente Technologien geschaffen. Zudem erneuern die Regierungen weltweit ihre Industriepolitik, um dem Klimawandel zu begegnen, indem sie historische Finanzanreize schaffen, um den Aufbau von Kapazitäten für erneuerbare Energien und die Dekarbonisierung der heimischen Wirtschaft zu unterstützen. Ausserdem bemühen sich die USA und die EU um den Ausbau und Schutz der heimischen Lieferketten in strategischen Bereichen. Dazu gehören Schlüsselindustrien entlang der gesamten Energiewertschöpfungskette, von der Solarstromerzeugung bis zu Energiespeicherlösungen wie Batterien und Wasserstoff. Darüber hinaus werden sich strategische Reshoring-Massnahmen in erheblichem Masse auch auf andere intelligente Energielösungen auswirken, darunter energiesparende Halbleiter für die Datenverarbeitung, Elektrofahrzeuge im Verkehr und Wärmepumpen in Gebäuden.

Obwohl die Bewertungen in einigen Energiemarktsegmenten, insbesondere bei Erzeugern erneuerbarer Energien, aufgrund der höheren Zinsen und der Bedenken hinsichtlich der Finanzierung von Investitionen zurückgegangen sind, dürften diese Faktoren in dem Masse an Bedeutung verlieren, in dem sich der Zinserhöhungszyklus dem Ende nähert und staatliche Finanzierungen in die Wege geleitet werden. werden. Niedrigere Bewertungen werden künftig attraktive Einstiegspunkte und die Grundlage für einen Neustart des Marktes für erneuerbare Energien schaffen, der durch höhere CO2-Kosten, eine Verdreifachung der Produktionsanlagen für erneuerbare Energien bis 2030 und eine unterstützende Industriepolitik gefördert wird.

Erfahren Sie mehr überraschende Facts über die Energiewende auf unserer Smart Energy Webseite!

Robeco Switzerland Ltd | www.robeco.ch | info@robeco.ch

Expertise in Sustainable Investing von ROBECOSAM

Wichtige rechtliche Hinweise: Diese Informationen stellen kein Angebot, keine Empfehlung oder Beratung dar. Sie dienen nur zu Informationszwecken. Meinungen, Schätzungen und Prognosen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sofern nicht anders angegeben, sind Texte, Bilder und Layout dieser Publikation ausschließliches Eigentum von Robeco Switzerland Ltd. und/oder ihren Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen. Kopien der Publikation oder von Teilen derselben bedürfen der ausdrücklichen schriftlichen Genehmigung von Robeco Switzerland Ltd., ihren Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen. Für die Richtigkeit und Genauigkeit der gemachten Angaben wird keine Haftung übernommen. Copyright © 2023 Robeco Switzerland – alle Rechte vorbehalten.

ANALYSE

Aufbruchstimmung im Biotech-Sektor

In der Biotech-Industrie zeichnen sich bahnbrechende Erfolge bei der Forschung nach neuen Medikamenten ab. Zudem sind die Bewertungen attraktiv, was Chancen eröffnet. **Von Christoph Gisiger**

Der Entscheid wird mit Spannung erwartet: Spätestens am 8. Dezember befindet die US-Gesundheitsbehörde FDA über die Zulassung der ersten Therapie, mit der direkte Veränderungen an der menschlichen DNA vorgenommen werden – ein potenzieller Durchbruch in der medizinischen Forschung, der den ersten Schritt zur Behandlung verschiedenster Krankheiten bedeuten könnte. Die Exa-cel genannte Therapie basiert auf der Crispr/Cas9-Methode. Sie wurde vor gut zehn Jahren von den Molekularbiologinnen Jennifer Doudna und Emmanuelle Charpentier entwickelt, die später mit dem Nobelpreis ausgezeichnet wurden. Das Verfahren ermöglicht es, DNA gezielt zu schneiden und zu verändern oder vereinfacht gesagt «umzuschreiben», vergleichbar mit der Textbearbeitung im Word-Programm von Microsoft.

Der FDA-Entscheid ist der erste grosse Test für den kommerziellen Einsatz der neuen Genscherentechnologie. Exa-cel wurde von den Biotech-Gesellschaften Crispr und Vertex zur Behandlung von Sichelzellenanämie entwickelt, einem seltenen Gendefekt, der zur Verformung der roten Blutkörperchen und dadurch zur Unterversorgung mit Sauerstoff führt. «Die Wirksamkeit der Therapie ist enorm hoch und bedeutet einen Paradigmenwechsel für Patienten», sagt Maurizio Bernasconi, Mitglied im Management-Team der Anlagegesellschaft BB Biotech. «Die Genehmigung wäre ein Meilenstein für die genetische Medizin, und wir glauben, dass viele weitere folgen werden.»

Weltweit laufen rund hundert klinische Tests mit Genscherentherapien, die auf ein breites Feld abzielen: von Blutkrankheiten und Stoffwechselstörungen über Augenerkrankungen und antibakteriellen Therapien bis hin zur Behandlung von Krebs. Mit Beam Therapeutics, Verve Therapeutics, Editas Medicines und Intellia Therapeutics forschen diverse Unternehmen bereits an der nächsten Generation der Technologie. Die bemerkenswerten Fortschritte auf dem Gebiet lassen erahnen, wohin die Reise in der medizinischen Forschung bis zum Ende dieses Jahrzehnts gehen könnte. Entscheidend wird sein, ob es mit Ansätzen wie Crispr dereinst gelingt, auch den Massenmarkt zu erschliessen, was an der Börse entsprechend für Bewegung sorgen dürfte.

Ein dickes Ding

Ein eindrückliches Beispiel für das Potenzial bahnbrechender Medikamente sind sogenannte GLP-1-Wirkstoffe. Sie sind bisher primär zur Behandlung von Typ-2-Diabetes eingesetzt worden und helfen auch beim Abnehmen. Wie eine grosse Studie des dänischen Pharmakonzerns Novo Nordisk zum Medikament Wegovy belegt, reduziert es bei Personen mit Übergewicht zudem das Risiko von Herzerkrankungen, Herzinfarkten und Schlaganfällen. Wie GLP-1-Präparate wirken, wird erst ansatzweise verstanden. Anekdotenhaft berichten Patienten, dass sie nicht nur weniger Appetit verspüren, sondern auch generell weniger Drang zu zwanghaftem Verhalten haben, sei es beim Konsum von Nikotin und Alkohol oder sogar beim Shoppen. Die Wirkstoffe könnten sich daher auch zur Behandlung von Suchterkrankungen eignen.

Das regt die Fantasie an. Die Novo-Aktien sind in den letzten zwölf Monaten rund 80% vorgeprescht, das Unternehmen zählt nun zu den grössten Konzernen Europas. Der US-Konkurrent Eli Lilly, der mit Mounjaro ein vergleichbares GLP-1-Medikament auf dem Markt hat, verzeichnet ähnlich imposante Kursgewinne. Gemessen an der Kapitalisierung von 550 Mrd. $ ist er zum grössten Pharmakonzern der Welt avanciert. Die Zuversicht von Investoren hat einen weiteren Grund: Dank einer neuen Kategorie von Alzheimertherapien ist es erstmals möglich, die Demenzkrankheit zu bremsen. Auch in diesem potenziellen Riesenmarkt ist Eli Lilly mit dem Medikament Donanemab vielversprechend positioniert und wartet auf die FDA-Zulassung. Mit Leqembi, dem Resultat einer Kooperation von Biogen und Eisai, ist die erste Alzheimertherapie bereits auf dem Markt.

mRNA-Revolution geht weiter

Mit dem demografischen Wandel und der Alterung der Weltbevölkerung wird die Nachfrage nach Innovationen im Gesundheitssektor stetig wachsen. Es wird geschätzt, dass sich die Zahl der Menschen im Alter ab sechzig Jahren bis 2050 auf rund 2,1 Mrd. verdoppeln wird. Für Investments eröffnen sich dadurch attraktive Perspektiven. Gemäss dem Investmenthaus Cowen wird der Umsatz in der Biopharmabranche bis 2027 jährlich um rund 5% auf mehr als 910 Mrd. $ expandieren. Überdurchschnittliches Wachstum wird vor allem Therapiegebieten wie Onkologie, Infektionskrankheiten, Hautkrankheiten und seltenen Krankheiten zugetraut (vgl. Grafik 1).

Eine Schlüsselrolle in verschiedensten Bereichen könnten dabei auch mRNA-Medikamente und verwandte Therapien spielen. Die Entwicklung von Covid-Impfstoffen im Rekordtempo durch Moderna und BioNTech/Pfizer hat ihr Potenzial demonstriert. Millionen von Menschen wurden vor einem schwerwiegenden Verlauf der Krankheit bewahrt. «Nach dem Boom in der Pandemie ist an der Börse auf diesem Gebiet zwar etwas Ernüchterung eingekehrt», sagt Thomas Heimann, Analyst bei der auf den Biotech-Sektor spezialisierten Investmentgesellschaft HBM Partners. «Doch auch hier wird es weitere Erfolge in der Forschung geben», ist er sich sicher.

Die Zuversicht basiert mitunter auf dem Berg an Barmitteln, den die beiden führenden mRNA-Unternehmen in den vergangenen Jahren angehäuft haben. Moderna verfügt über eine Netto-Cashposition von 13,4 Mrd. $, im Fall von BioNTech sind es 16,7 Mrd. $ (vgl. Grafik 2). Entsprechend gross ist die Finanzkraft zur Forschung an neuen Anwendungsmöglichkeiten für die mRNA-Technologie. «Die Pandemie hat einen Riesensprung ausgelöst», meint HBM-Analyst Heimann. «Die beiden Unternehmen wären sonst nicht annähernd so weit, wie sie heute sind.»

Moderna etwa hat Anfang Juli in den USA den Zulassungsprozess für einen Impfstoff gegen RSV gestartet, ein Virus, das die Atemwege befällt. Vor wenigen Tagen hat sie zudem positive Phase-III-Daten zu einem Grippeimpfstoff gemeldet. BioNTech beginnt im zweiten Halbjahr mit Phase-II-Tests für ein Vakzin gegen Bauchspeicheldrüsenkrebs, das mit Roche entwickelt wird. Experimentiert wird ebenso mit Prophylaxen für andere Krankheiten wie Zika, Dengue-Fieber, Malaria und sogar Aids. Mit Alnylam, Ionis Pharmaceuticals und BridgeBio Pharma forschen weitere Unternehmen an der verwandten RNAi-Technologie. Die Produktion bestimmter Proteine wird dabei nicht wie im Fall der mRNA-Wirkstoffe gefördert, sondern selektiv unterbunden.

> «Weiterentwicklung von etablierten Technologien birgt ebenso beträchtliches Potenzial»

Nicht zu unterschätzen ist ausserdem das Potenzial bei der Weiterentwicklung etablierter Technologien. Ein gutes Beispiel ist das Novartis-Medikament Pluvicto, das Krebszellen mit einer radioaktiven Komponente bekämpft und dermassen gefragt ist, dass es im Frühjahr Versorgungsengpässe gab. Eine ähnliche Erfolgsstory auf dem Gebiet Onkologie ist die ADC-Therapie Enhertu von AstraZeneca und Daiichi Sankyo, bei der Antikörper mit der zellabtötenden Wirkung starker Chemotherapien kombiniert werden. Nicht zufällig will Pfizer mit einer 43 Mrd. $ schweren Offerte den ADC-Pionier Seagan übernehmen.

AI beschleunigt Fortschritte

Die Voraussetzungen für bahnbrechende Neuerungen im Biotech-Sektor waren damit selten so günstig. «Wir befinden uns in einem Umbruch, bei dem viele Puzzleteile zusammenkommen, was bestimmte Fortschritte überhaupt erst ermöglicht», sagt Cyrill Plüss, der beim Vermögensverwalter Bellecapital den Galileo Biotech Innovation Fund bewirtschaftet. Einen wesentlichen Beitrag dazu könnten geringere Kosten und positive Skaleneffekte leisten. Inzwischen ist es zwanzig Jahre her, dass die menschliche DNA im Rahmen des Human Genome Project im Frühjahr 2003 erstmals vollständig entschlüsselt wurde. Der auf 2,7 Mrd. $ bezifferte Effort erforderte dreizehn Jahre und die Mitarbeit Tausender von Wissenschaftlern.

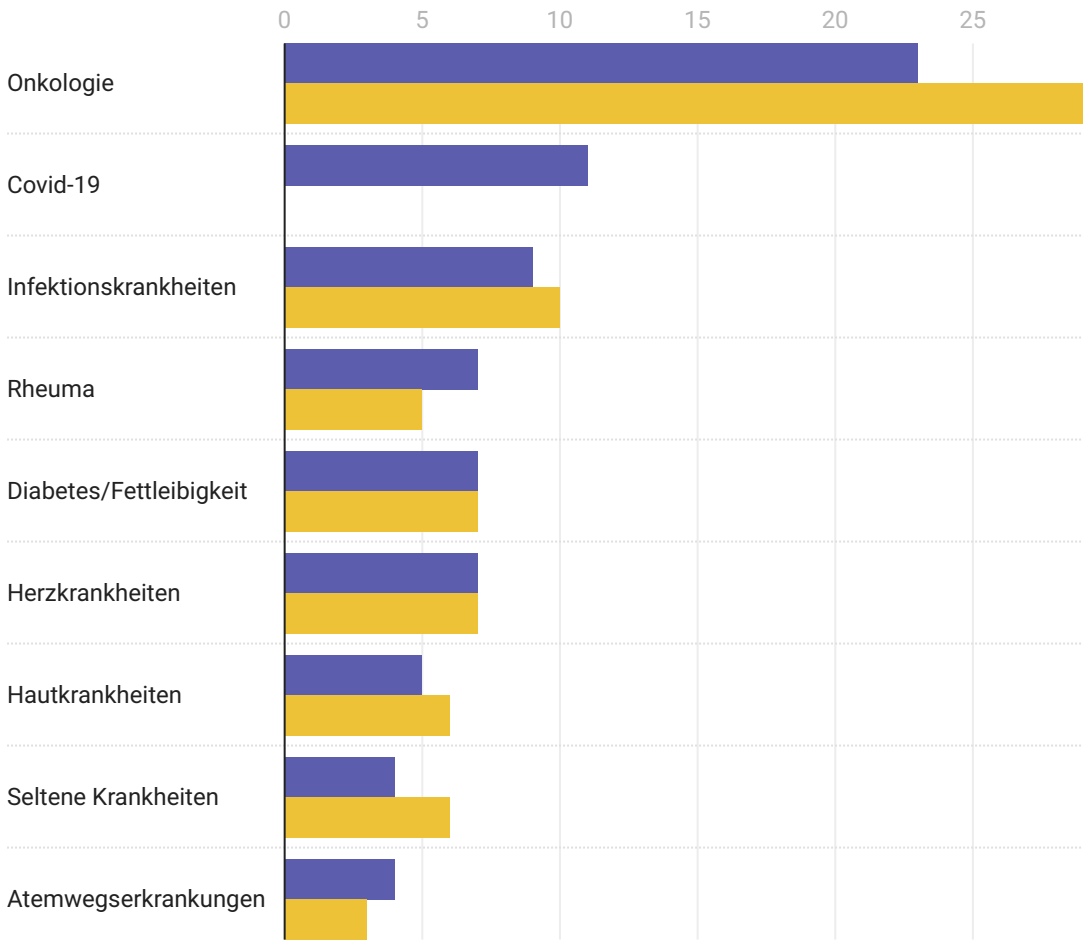
In Kürze:

- Die medizinische Forschung schreitet rasch voran
- Ein Beispiel dafür sind Genscheren-Technologien
- Der Zeitpunkt für Investments in Biotech-Aktien ist günstig

1) Die grössten Therapiegebiete

in % des weltweiten Umsatzes mit Medikamenten

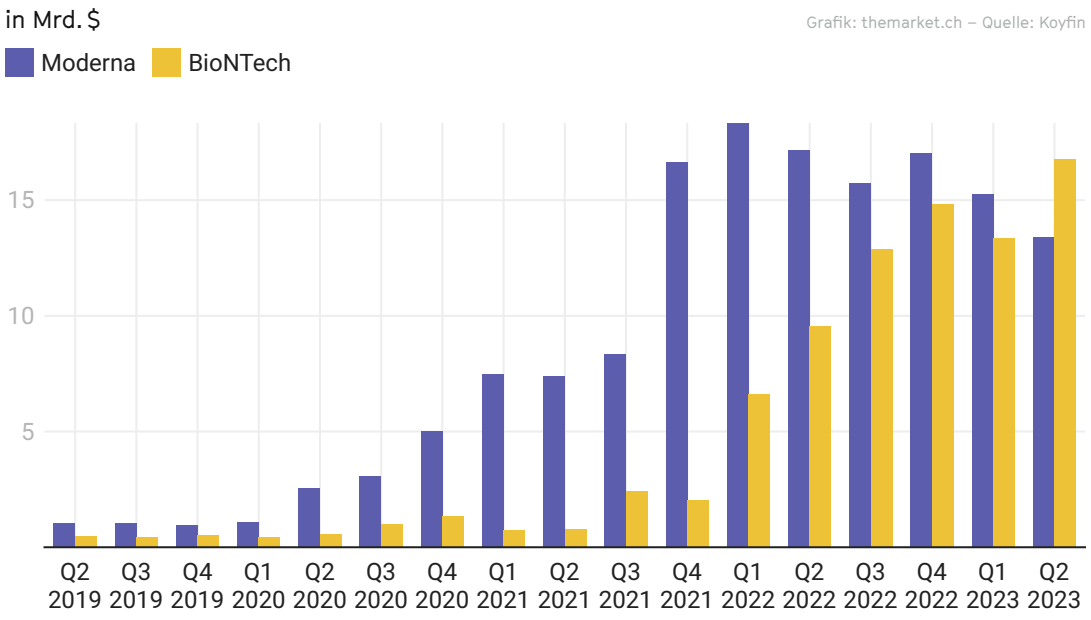
Grafik: themarket.ch – Quelle: Cowen



2) Nettobarmittel von Moderna und BioNTech

in Mrd. $

Grafik: themarket.ch – Quelle: Koyfin



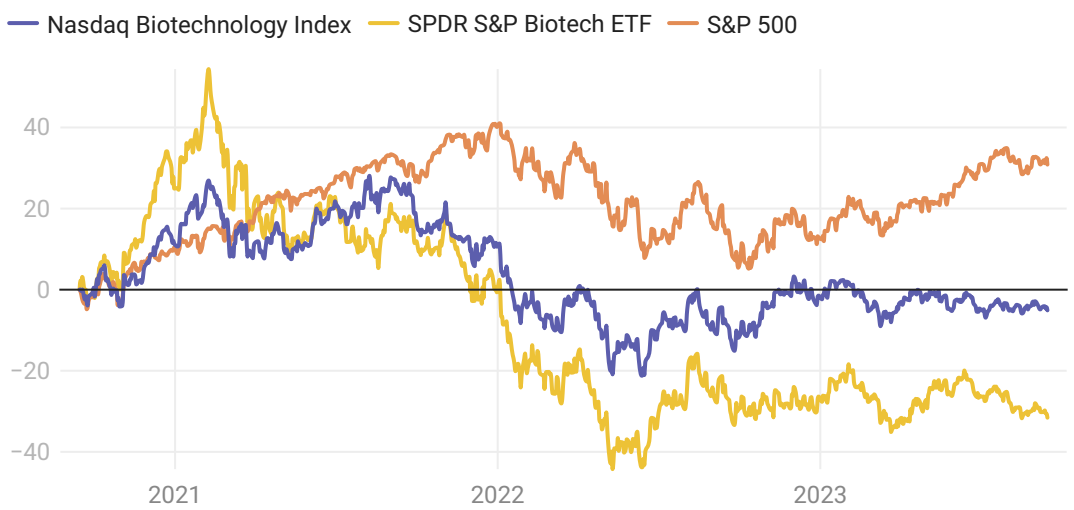
33 Bio. $ Staatsverschuldung der USA, September 2023

Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis

3) Nasdaq Biotechnology Index

Kursentwicklung in den letzten drei Jahren, in %

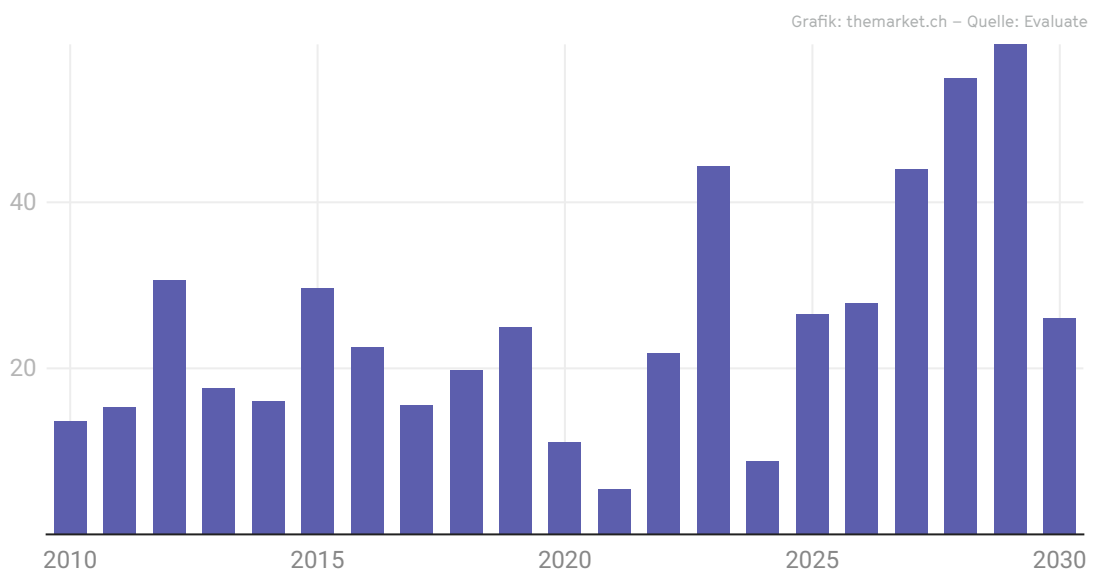
Grafik: themarket.ch – Quelle: S&P Global Market Intelligence



4) Ablauf von Patenten im Pharma- und Biotech-Sektor

Umsatz, der durch den Verlust der Exklusivität verloren gehen könnte (in Mrd. $)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Evaluate



Heute hat sich der Aufwand drastisch reduziert. Massgeblich dafür verantwortlich ist der Medtech-Konzern Illumina. Dank seiner Technologie kostet das Lesen der über 6 Mrd. Buchstaben eines menschlichen Genoms nur noch 200 $. Ein wichtiger Treiber ist dabei die massive Rechenleistung modernster Computer. Die mRNA-Sequenz für den Covid-Impfstoff von Moderna wurde in bloss zwei Tagen im Januar 2020 entworfen, noch bevor China den Ausbruch des neuen Coronavirus offiziell bestätigt hatte.

Künstliche Intelligenz (Artificial Intelligence, AI) ist derzeit das Schlagwort an den Börsen. Die Biotech-Industrie könnte zu den wenigen Sektoren zählen, die davon tatsächlich profitieren (vgl. Seite 4). Grosse Rechenprogramme können die Entwicklung neuer Wirkstoffe beschleunigen und Kosten verringern. Konkrete Anwendungen gibt es längst. Bei einem Scan zur Krebsvorsorge etwa vereinfachen 3-D-Darstellungen mithilfe von AI das Verfahren und verbessern die Chancen, Mutationen frühzeitig zu erkennen. In einem Report von Mitte Mai berichtet die FDA zudem über einen deutlichen Anstieg von Zulassungsanträgen, bei denen generative AI eingesetzt wurde, wobei sich dieser Trend gemäss der Behörde beschleunigen dürfte.

Die Investmentbank Morgan Stanley schätzt, dass AI in den nächsten zehn Jahren zur Entwicklung von rund fünfzig neuartigen Medikamenten mit einem Umsatz von insgesamt mehr als 50 Mrd. $ führen wird. Wie immer ist bei solchen Prognosen Vorsicht angebracht. Watson Health beispielsweise, die AI-Plattform von IBM, hat sich auch bei Anwendungen im Gesundheitssektor als Flop erwiesen und wurde Anfang 2022 verkauft.

Attraktive Bewertungen

Der Zeitpunkt für Investments ist somit günstig. Trotz der enormen Fortschritte in der Branche notiert der Nasdaq Biotechnology Index auf dem gleichen Niveau wie vor drei Jahren. Der SPDR S&P Biotech ETF, der eine Vielzahl kleiner und mittelgrosser Gesellschaften umfasst, hat im selben Zeitraum sogar rund 30% verloren (vgl. Grafik 3).

> «Die grossen Pharmakonzerne haben reichlich Barmittel und sind mehr denn je auf Zukäufe angewiesen»

Verantwortlich dafür ist mitunter der Anstieg der Zinsen. Unternehmen, die im besten Fall erst in einigen Jahren Umsatz erwirtschaften, haben unter diesen Bedingungen keinen einfachen Stand. Es gibt aber auch positive Effekte: «Wir sehen, dass Biotech-Gesellschaften wegen des neuen Zinsumfelds ihr Kapital gezielter einsetzen. Das heisst, sie müssen sich früher entscheiden, in welche Wirkstoffe sie investieren», sagt Portfoliomanager Bernasconi von BB Biotech. «Dieses Vorgehen sollte über die Jahre zu höheren Renditen führen, als wenn einfach auf eine breite Palette von potenziellen Medikamentenkandidaten gesetzt wird, wie das in der Branche noch bis vor zwei Jahren im Umfeld der tiefen Zinsen der Fall war.» Hinzu kommt, dass die grossen Pharmakonzerne reichlich Barmittel haben und in den kommenden Jahren mehr denn je auf Zukäufe angewiesen sind, um Umsatzlücken aus dem Wegfall von Exklusivrechten zu stopfen. Das Fachmagazin «Evaluate» schätzt, dass allein in der zweiten Hälfte dieses Jahrzehnts Medikamente mit einem Umsatz von insgesamt bis zu 60 Mrd. $ pro Jahr den Patentschutz verlieren (vgl. Grafik 4).

Ein guter Ansatzpunkt für Engagements ergibt sich mit spezialisierten Biotech-Fonds. Alternativ bietet sich ein diversifizierter Korb aus Biotech-Aktien wie der SPDR S&P Biotech ETF (Börsenkürzel: XBI) an. Gemessen an seiner relativen Performance war die Diskrepanz zum Gesamtmarkt selten so gross, was aus einer Contrarian-Perspektive reizvoll ist (vgl. Grafik 5). Lohnenswert ist ebenso ein Blick auf führende Konzerne wie Amgen, Vertex, Regeneron oder Gilead Sciences. Sie sind grundsolid finanziert und bewirtschaften in der Regel ein Portfolio an attraktiven Assets.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

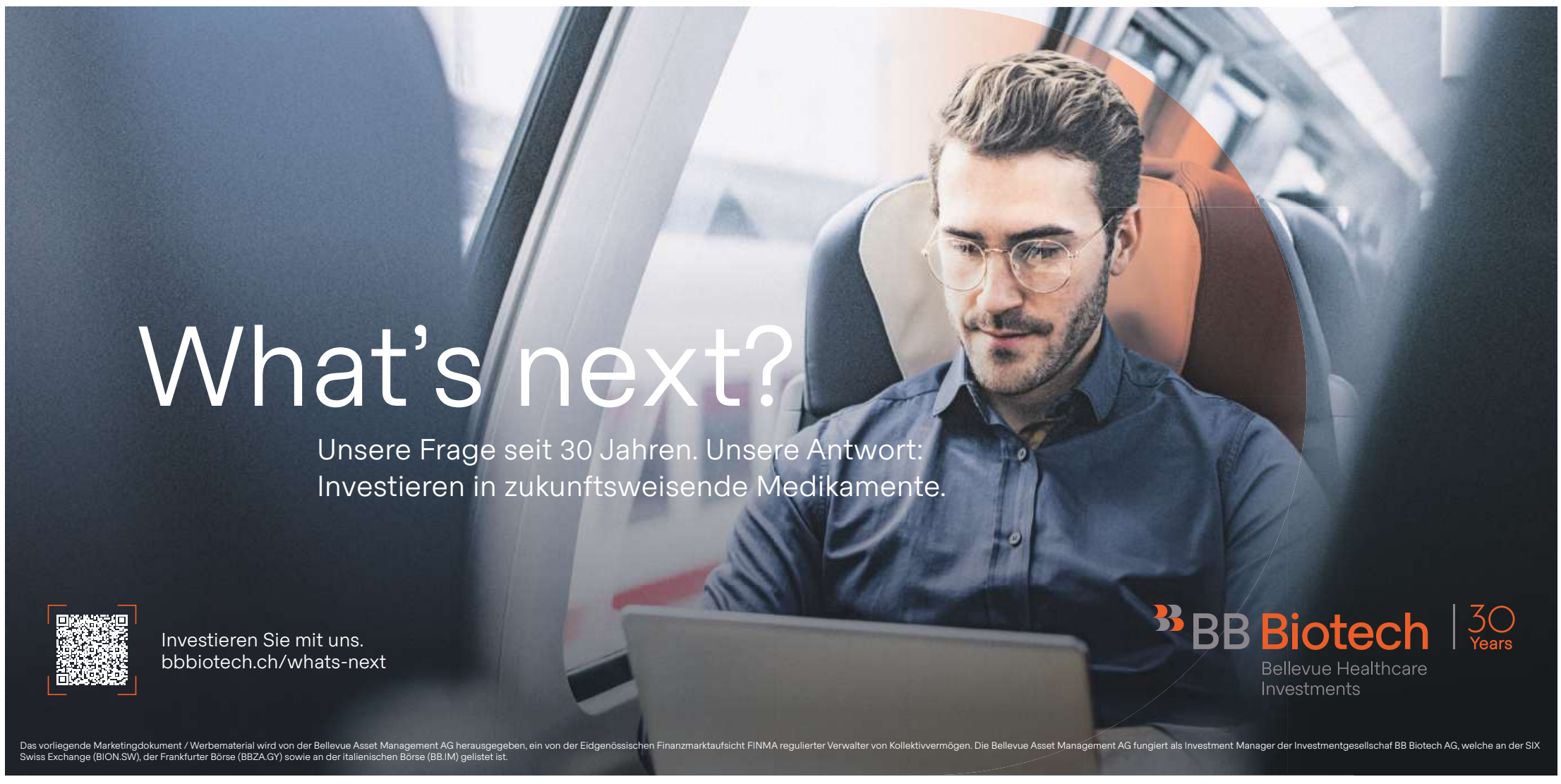
go.themarket.ch/y37

5) XBI: relative Performance zum S&P 500

Grafik: themarket.ch – Quelle: Koyfin

16,7 Bio. $ Staatsverschuldung der USA, September 2013

Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis



INTERVIEW

«Man kann ohne die heissen Namen vom Thema künstliche Intelligenz profitieren»

Hendrik Leber, geschäftsführender Gesellschafter des Fondshauses Acatis, sagt im Interview, warum Biotech-Aktien derzeit fast geschenkt sind, welche KI-Namen noch eine attraktive Bewertung aufweisen und warum er die Finger von Rohstoffinvestments lässt. **Von Gregor Mast**

Hendrik Leber ist ein positiv eingestellter Zeitgenosse. Dennoch machen dem Value-Investor aus Deutschland mehrere Entwicklungen der jüngeren Vergangenheit zu schaffen. Neben dem Krieg in Europa zählt dazu vor allem die Inflation, die nicht mehr auf das Niveau von vor der Pandemie sinken werde, zu stark seien die strukturellen Treiber. «Eine Inflationsrate um die 4% ist die neue Normalität», sagt er im Gespräch.

Bemerkbar mache sich die Teuerung vor allem über die höheren Zinsen, die Umschichtungen aus Aktien in Bonds zur Folge hätten, und beim Konsum. Die Industrie spüre vom Zinsanstieg allerdings wenig, im Gegenteil: Sie ziehe kräftig an. «Es gibt mittlerweile so viele grosse Investitionsprogramme, dass der Zinsanstieg keinen grossen Effekt auf die Industrie hat», begründet er seine Beobachtung.

«China wird nicht den Fehler machen, Taiwan als leichte Beute anzusehen»

Grosse Investitionen erwartet Leber im Bereich Wasserstoff. Zuversichtlich ist er ferner für Biotech-Werte und das Thema künstliche Intelligenz. Im Interview verrät er, wie Anleger auch ohne die heiss gelaufene Nvidia in das Thema KI investieren können, welche Namen aus dem Biotech- und dem Wasserstoffbereich interessant sind und warum er die Finger von Rohstoffinvestments lässt.

Herr Leber, die Aktienmärkte notieren trotz restriktiver Geldpolitik, deutlich höheren Zinsen und Krieg in Europa nur knapp unter ihrem Höchst. Wie ist Ihnen dabei zumute?
Wirklich Sorgen bereiten mir der Krieg in der Ukraine und die Inflation. Den Krieg hat der Westen ziemlich gut in den Griff bekommen, indem er die Lage ganz leise immer weiter eskaliert hat und sich die russische Armee verausgaben musste. Russland ist für die nächsten Jahre keine Gefahr mehr. Zudem hat uns der Ukrainekrieg in der Taiwanfrage zehn Jahre Ruhe beschert, weil China aus den Fehlern Russlands gelernt hat, das die Gegenwehr des Westens unterschätzt hatte. China wird deshalb nicht den Fehler machen, Taiwan als leichte Beute anzusehen.

Und die Inflation?
Mit den höheren Zinsen wollen die Notenbanken die Inflation bekämpfen, doch das kann nicht gelingen, weil die Inflation durch Angebotsverknappung bedingt ist. Da können die Notenbanken die Konsum- und die Investitionslust noch so lange bremsen, die Inflation geht nicht weg, weil der Arbeitskräftemangel und der hohe Investitionsbedarf nicht verschwinden. Zudem verstärkt die Demografie den Fachkräftemangel, weil viele erfahrene Berufsleute in Rente gehen. Ebenfalls inflationär ist die Neuausrichtung der Lieferketten. Eine Inflationsrate um die 4% ist daher die neue Normalität, in den USA vielleicht ein bisschen weniger.

Wie wirkt sich die höhere Inflation auf die Finanzmärkte aus?
Kunden ziehen Geld aus Aktienprodukten ab und schichten in Festverzinsliche um. Zudem dämpfen die höheren Zinsen und die Inflation den Konsum. Der Hausbau kommt zum Erliegen, es werden mehr kleine Autos verkauft, der Urlaub wird weniger erschwinglich. In der Industrie ist davon aber wenig zu sehen, im Gegenteil: Sie zieht kräftig an. Es gibt mittlerweile so viele Investitionsprogramme, dass der Zinsanstieg keinen grossen Effekt hat.

Interessanterweise sinken vor allem die Einkaufsmanagerindizes für die Industrie.
Da würde ich komplett dagegenhalten. Die Anlageinvestitionen liegen in den USA auf Rekordniveau, und in Europa sind die staatlichen Programme ähnlich gross, was gerne vergessen wird. Ein Beispiel liefert der italienische Kabelverleger Prysmian, dessen Aktien wir halten. Er hat für die Nord-Süd-Stromleitungen zwei Aufträge über 700 und 800 Mio. € erhalten. Auch bei Flüssiggasterminals und Wasserstofftechnik kommen die Aufträge im grossen Stil.

Wasserstoff treibt Sie als Thema schon länger um. Doch ist Wasserstoff wirklich der Heilsbringer? Es klingt ineffizient, wenn Strom gebraucht wird, um aus Wasser Wasserstoff zu gewinnen, der dann in Strom zurückverwandelt wird.
In manchen Bereichen ist Wasserstoff unumgänglich. Es gibt Orte wie Saudi-Arabien, die einen Überfluss an Energie haben. Die Frage ist, wie diese Energie zu den Verbrauchern, also zu uns, kommt. Es gibt drei Möglichkeiten: Man kann sie aus dem Boden holen, aber dann ist sie verbraucht, man kann grosse Stromkabel legen, wie das zwischen Australien und Singapur gerade gemacht wird, oder man kann das Zwischenmedium Wasserstoff nutzen, um grüne Energie transportfähig zu machen. Wirklich spannend ist Wasserstoff aber vor allem, weil manche Technologien nur mit Wasserstoff grün werden können.

«Manche Technologien können nur mit Wasserstoff grün werden»

Hendrik Leber

Hendrik Leber studierte Betriebswirtschaftslehre an der Universität des Saarlandes, an der Hochschule St. Gallen, an der Syracuse University (New York) und an der University of California, Berkeley. Der heute 66-Jährige promovierte zum Dr. oec. mit Schwerpunkt Bankbetriebslehre an der Hochschule St. Gallen. 2017 wurde er vom Finanzen Verlag als Fondsmanager des Jahres ausgezeichnet. Ab 1984 war er für McKinsey in der Beratung von Finanzdienstleistern und danach beim Bankhaus Metzler im Bereich Corporate Finance tätig. 1994 hat er die heutige Acatis Investment Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH gegründet, die derzeit gut 12,6 Mrd. € Fondsvermögen verwaltet. Leber ist mit einer Baselbieterin verheiratet und lebt in Frankfurt a. M. sowie im appenzellischen Walzenhausen.

Können Sie ein Beispiel nennen?
Der deutsche Walzstahl- und Röhrenhersteller Salzgitter will grünen Stahl erzeugen, und dafür braucht er grünes Eisenerz. Im Prinzip wird Eisenerz als Rost aus der Erde geholt. Um den Rost abzuspalten, wird Kohlenmonoxid verwendet, woraus CO_2 entsteht. Dieser Schritt kann stattdessen auch mit Wasserstoff gemacht werden, es ist technologisch der einzige Weg, um grünes Eisenerz zu fördern, dank dem auch in Europa grüner Stahl produziert werden kann. Die australische Fortescue, deren Titel wir ebenfalls halten, will dieses grüne Erz herstellen.

Sehen Sie auch Möglichkeiten beim Auf- und beim Ausbau der Wasserstoffinfrastruktur?
Das neu an die Börse gekommene deutsche Unternehmen Nucera hat für das Neom-Projekt von Saudi-Arabien einen Auftrag über 4 Mrd. $ für die Elektrolyse erhalten. Hier haben wir allerdings nicht investiert. Bei den Stromleitungen halten wir die bereits erwähnte Prysmian und im Anlagenbau ITM Power, Plug Power oder Bloom Energy. Spannend könnte eine allfällige Publikumsöffnung der Krupp-Tochter Uhde werden, einer Ingenieurgesellschaft, die die Anlagen konzipiert.

Dekarbonisierung, Elektrifizierung und Wasserstoffwirtschaft sind ohne Metalle wie Kupfer oder Kobalt nicht zu bewerkstelligen. Sind Rohstoffe ein Thema für Sie?
Davon lasse ich die Finger. Im Studium habe ich die Hotelling-Regel gelernt, die besagt, dass der Preis eines Rohstoffs seinen Förderkosten entspricht. Wenn der Rohstoff teurer wird, wird mehr gefördert, und umgekehrt. Daraus resultieren Wellenlinien, die nicht mein Spiel sind.

Spielen Sie neben Wasserstoff noch andere grosse Themen?
Ja, Biotech und künstliche Intelligenz. Biotech-Aktien sind wirklich günstig, weil viele Unternehmen vor sich hinkrebsen, obwohl sie bereits über die richtigen Zukunftstechnologien verfügen. Wir halten um die zehn Gesellschaften, deren Produkte am Markt schon einen Nutzen bringen. Oxford Nanopore Technologies ist eine solche Geschichte. Kennen Sie die ein bisschen?

3 Gigawatt Erwartete Elektrolysekapazität zur Herstellung von Wasserstoff per Ende 2023 Quelle: IEA

Nein.
Kennen Sie Illumina?

Ja.
Illumina zertrümmert Gensequenzen in kleine Teilchen, entziffert diese Schnipsel und setzt sie per Computer wieder zusammen. Oxford Nanopore macht das anders. Sie hat eine feine Membran mit 500 kleinen Löchern entwickelt, durch die die DNA gezogen und so abgelesen wird. Es werden also nicht Schnipsel analysiert, sondern der komplette Strang. Nach dreissig Durchläufen sind die Fehler eliminiert, und es lässt sich sagen, welche Eigenschaften der Mensch aufweist, von dem die DNA stammt. Der Bauer kann mit einem iPhone-ähnlichen Gerät die Bakterien im Acker oder der Arzt Krankheiten bestimmen. Dazu kostet ein Gerät von Oxford Nanopore nur 10'000 und nicht mehr 1'000'000 €. Der Anwendungsbereich ist gigantisch.

Besteht keine Gefahr, dass Oxford Nanopore in ein paar Jahren durch einen neuen Mitstreiter verdrängt wird?
Das ist durchaus möglich.

Wie reagieren Sie dann? Sie kaufen Aktien ja für die lange Frist.
Dann tauschen wir einfach den alten in den neuen Leader. Abcellera ist eine kleine kanadische Gesellschaft, die das erste Covid-Medikament gefunden hat, indem sie das Blut des ersten genesenen Patienten nach allen Antiköpern – das sind ein paar hundert Millionen unterschiedliche – durchfischt hat. Den einen Antikörper, der das Coronavirus zerstört hat, hat Abcellera mit Eli Lilly in ein Medikament verwandelt. In diesem Bereich sind für die nächsten Jahre unglaubliche Durchbrüche zu erwarten. Doch Biotech-Aktien sind an der Börse derzeit unbeliebt, unter anderem, weil der Fortschritt für den Normalsterblichen unsichtbar ist. Während andere den fehlenden Umsatz bemängeln, träume ich von den zu erwartenden Durchbrüchen.

Wie bewerten Sie solche Unternehmen?
Das ist schwer – entweder werden sie richtig gross, oder sie werden gar nichts. Die Frage ist: Sind die Unternehmen in der Lage, ihr Modell auszubauen? Das lässt sich glücklicherweise gut verfolgen. Bei Basilea konnte man über die Jahre beobachten, wie der Umsatz gewachsen ist und der operative Gewinn sich verbessert hat, man konnte also sehen, wie die Gesellschaft die Kurve genommen hat. 2022 war der operative Gewinn erstmals positiv. Solche Unternehmen gehen fünfzig, siebzig oder hundert Kooperationen ein, und dann fliessen irgendwann auch die Meilensteinzahlungen. Das ist meine Hochrechnung, ein sauberes Modell gibt es aber nicht.

«Biotech-Aktien sind derzeit unbeliebt, auch weil der Fortschritt für viele unsichtbar ist»

Halten Sie Idorsia noch?
Ja. Quviviq, das neue Schlafmittel, wirkt – ich habe es selbst ausprobiert –, der Umsatz geht hoch. Wobei ich mich schon geärgert habe, dass Idorsia das Cash-Management nicht im Griff hat. Pharmakologisch leistet sie gute Arbeit, aber man muss auch realistisch planen können. Doch ich bleibe dabei, das Team ist entschlossen, gute Forschung zu betreiben.

Und Sartorius?
Die halte ich ebenfalls noch. Das Geschäft erholt sich. Anleger hatten nach dem Coronaboom überzogene Erwartungen, am Basiswachstum von 8 bis 10% und an der Marktstellung hat sich aber nicht viel geändert. Ähnlich ergeht es auch anderen Unternehmen, die nach dem Coronaboom auf den normalen Wachstumspfad zurückgekehrt sind. Ich halte privat zwei Einzelpositionen, Sartorius ist eine davon. Ich mache mir da keine Gedanken.

«Nvidia ist von Begleitschiffen umgeben, die im gleichen Tempo mitfahren»

Auch BioNTech war von der Normalisierung nach dem Coronaboom betroffen.
Genau, und auch hier hat sich an den Aussichten nicht viel geändert. Bei den Impfstoffen wird noch einiges kommen ausserhalb von Corona; Malaria, HIV, Herpes – BioNTech ist an allen diesen Themen dran. Der Bereich Impfstoffe wird also auch in Zukunft wachsen, wenn auch nicht so explosiv wie während Corona. Bei der Krebsforschung gibt es drei bis vier technologische Ansätze, die BioNTech alle abdeckt – so die Immunisierung gegen Standard-Krebserreger, die unternehmenseigenen Antigene, auf die BioNTech Patente hält, und die individualisierte Krebsmedizin. Alle paar Wochen ist BioNTech bei einem der Medikamente eine Phase weiter. Die Aktie kriegt man mehr oder weniger geschenkt. Man bezahlt 10 Mrd. $ für die Forschung, der Rest – rund 15 Mrd. – entfällt auf den Bargeldbestand.

Künstliche Intelligenz oder kurz KI ist derzeit in aller Munde. Sie halten die Titel des Grafikkartenspezialisten Nvidia noch, die sich dieses Jahr fast verdreifacht haben. Sind sie nicht zu teuer?
Wir halten Nvidia schon lange, haben nun aber ein Viertel bis ein Drittel der Position abgestossen, weil das Gewicht in den Fonds zu gross geworden ist. Nvidia ist für mich immer noch das absolut beste KI-Unternehmen, aber die Bewertung ist überirdisch. Das Gute: Es ist nicht notwendig, Nvidia zu halten. Es ist wie bei einer Flotte auf hoher See: Nvidia ist das Leitschiff in der Mitte, das von Begleitschiffen umgeben ist, die im gleichen Tempo mitfahren.

Wer sind diese Begleitschiffe?
Es braucht Chipfabriken, es muss geätzt und programmiert werden. Es gibt fünfzig bis sechzig Unternehmen, die im gleichen Tempo wachsen und meistens günstiger sind. In Japan sind Disco, Lasertec oder Tokyo Electron bei weitem nicht so teuer wie die US-Konkurrenz oder ASML. Man kann also von KI profitieren, ohne die ganz heissen Namen kaufen zu müssen.

Warum wurden diese Titel nicht entdeckt?
Dazu habe ich eine Arbeitshypothese: Weil die KI-Rechenmodelle so teuer und so aufwendig zu bauen sind, wird sich die Marktmacht auf wenige Anbieter konzentrieren. Die Modelle zu trainieren, kostet Hunderte Millionen, und weil das so teuer ist, können sich das nur wenige leisten. Das könnte erklären, warum fünf bis zehn Spieler – die «Magnificent Seven» – den Markt bewegen.

Derzeit wird gerne argumentiert, die künftigen Gewinner seien noch nicht bekannt.
Die wissenschaftlichen Papers zu KI stammen von Baidu, Google, Microsoft, Facebook, Amazon und etwas seltener von Apple – bei diesen Unternehmen sitzt die Forschung. Warum soll ich als KI-Entwickler einen zweitklassigen Anbieter wählen, wenn ich mit den Besten arbeiten kann? Natürlich kann eine junge Gesellschaft wie Antropomorphic oder Stable Diffusion dereinst den Durchbruch schaffen, aber dafür braucht es viel Geld.

Sie spielen das Thema KI also über die Grossen sowie die Zulieferer.
Ja, dazu zählt auch Applied Materials. Anwender von KI sind derzeit nur wenige kotiert, mit Palantir halte ich den grössten davon. Die Anwendungsgebiete sind riesig. Fahren Sie manchmal mit der Deutschen Bahn?

Ja.
Sind Sie auch angekommen?

Meistens schon, die Frage ist aber, wann.
Eigentlich ist das Problem ziemlich einfach. Es gibt eine nicht allzu grosse Anzahl Loks und Waggons sowie ein Schienennetz von ein paar zehntausend Kilometern – das ist nicht viel für eine KI. Wenn bei jeder Weiche, jeder Lok und jedem Bahnsteig ein Sensor angebracht würde, würde eine Transparenz erreicht, die es heute nicht gibt. Auf einmal würde ein unübersichtliches Gebilde so überschau- und planbar. Auch digitale Zwillinge könnten helfen, die Abläufe zu optimieren.

Können Sie das erläutern?
Bei digitalen Zwillingen wird die Welt in einem Computergebilde nachgebaut. Das wird etwa in der Bauwirtschaft gemacht. Wir halten die Gesellschaft Bentley Systems, die digitale Zwillinge von Brücken oder Flughafenterminals erstellt. So lässt sich analysieren, welche Brücke saniert werden muss oder was bei Ausbruch einer Pandemie droht. Sogar im Ukrainekrieg hilft KI, weil es nur noch zwanzig Sekunden dauert, bis die Artillerie ausgerichtet ist, und nicht mehr zwanzig Minuten wie bisher. Palantir ist da führend.

Sie haben 2017 einen Fonds lanciert, der die Aktien mithilfe von KI auswählt. Wie haben Sie diesen Fonds trainiert?
Anfänglich hat er nicht gut funktioniert, weil die Aufgabe zu breit definiert war. Das hat sich erst geändert, als wir das Zahlenmaterial und damit die Komplexität reduziert haben. Wir verwenden nur noch sechzig Zeitreihen zu klassischen Fundamentaldaten wie Umsatz, Ebit, Buchwert oder Dividende, anhand derer sich die KI durch die Geschichte des Unternehmens arbeitet.

Was passiert da genau?
In jedem Zeitpunkt wird paarweise verglichen, ob z. B. Adidas oder Nike besser ist. Beim Vorwärtsschreiten lernt die Maschine allmählich, worauf es ankommt. Dabei wird jede der 24 Branchen anders trainiert, weil sie von anderen Faktoren getrieben werden. Das Modell bestimmt dann den Branchenprimus.

Die Güte der einzelnen Faktoren ist aber schwierig zu messen?
Das geht nicht. Wir sehen nur, auf welche Faktoren die KI setzt, die Wirkung der einzelnen Faktoren können wir aber nicht messen.

Und worauf setzt die KI derzeit?
Auf klein- und mittelkapitalisierte Werte mit hoher Rendite. Obwohl die «Magnificent Seven» gefehlt haben und der Fonds dadurch ein Handicap hatte, hat er den Index seit seiner Lancierung geschlagen.

«Japan ist technisch begeisternd, die Präzision ist unglaublich gut»

Sie halten relativ viele japanische Unternehmen. Ist das Zufall oder Absicht?
Ich bin immer wieder fasziniert, wie in Tokio alles funktioniert. Der Zug fährt auf die Sekunde, die Aufzüge sind in Betrieb. Für mich als Deutschen ist das verwirrend, denn in Frankfurt wird die Rolltreppe zur S-Bahn-Station erst nach einem halben Jahr repariert. Das Land ist technisch begeisternd, die Präzision in der Fertigung ist unglaublich gut. Wir haben neulich Kurita Water gekauft, die filtrieren Wasser so ultrafein, wie es derzeit nur die Japaner können.

Stellen Sie eine Verbesserung von Corporate Governance und Aktionärsfreundlichkeit im Land fest?
Es ist ein weiter Weg, aber es bewegt sich etwas. Als ich das Elektronikunternehmen Alps Alpine kürzlich gefragt habe, wer darüber entscheidet, welche Produkte gebaut werden, war die Antwort: Wir machen alles, was die Kunden wünschen. Das ist leider der falsche Ansatz, denn produziert werden sollte, was sich rechnet. Die Gesellschaft schreibt denn auch gelegentlich Verlust, traut sich aber nicht, dem Kunden Nein zu sagen. Das ist schon sehr eigen, aber ich liebe das Land, und es gibt grossartige Unternehmen, die sich in der Tat zum Besseren gewandelt haben.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

go.themarket.ch/y39

550 Gigawatt Benötigte Elektrolysekapazität zur Herstellung von Wasserstoff im Jahr 2030, um auf den Pfad zu netto null bis 2050 zu kommen

Quelle: IEA

ANALYSE

Die Energiewende wird zur Machtpolitik

Erneuerbare Energieformen braucht es, um die Klimaziele zu erreichen. Doch die Mehrheit der Technologien dazu stammt aus China. Jetzt rüstet der Westen auf. **Von Ruedi Keller**

Die Klimaerwärmung muss begrenzt werden. Darin herrscht weitgehend Einigkeit. Darin, dass das mit enormen Transformationskosten verbunden ist, allerdings ebenso. Die Internationale Energieagentur (IEA) veranschlagt die Investitionen auf 150 Bio. $, um bis 2050 zu einer Netto-Null-Wirtschaft zu kommen. Das entspricht einer Verdopplung der derzeit in die Energiewende investierten Summe auf jährlich 5 Bio. $. Bis 2030 müssten also jedes Jahr 4% der weltweiten Wirtschaftsleistung dafür aufgewendet werden, um in einem Zwischenschritt den CO_2-Ausstoss zu halbieren.

«Bis 2030 müssen jedes Jahr 4% der weltweiten Wirtschaftsleistung in die Energiewende investiert werden»

Dieser Pfad würde gemäss dem Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) die Option offenhalten, die Erderwärmung auf 1,5 Grad über dem Niveau von vor der Industrialisierung zu beschränken. Derzeit stehen wir bei einer Erwärmung von rund 1 Grad. Auf dem aktuellen Investitionsniveau von rund 2% der globalen Wirtschaftsleistung ist das angestrebte Klimaziel klar ausser Reichweite. Doch die enormen Summen, die bereits in die Energiewende investiert werden – und künftig noch massiv steigen werden –, haben Clean-Energy-Technologien schon heute zu einer geostrategischen Bedeutung gemacht.

Die USA haben Cleantech zu einem Kernelement ihrer Rivalität mit China erklärt. Der nationale Sicherheitsberater Jake Sullivan nennt Cleantech als eine der drei strategischen Technologien, die zu Multiplikatoren der Macht würden und in denen für die USA globale Führerschaft ein Imperativ der nationalen Sicherheit sei. Das kommt nicht von ungefähr.

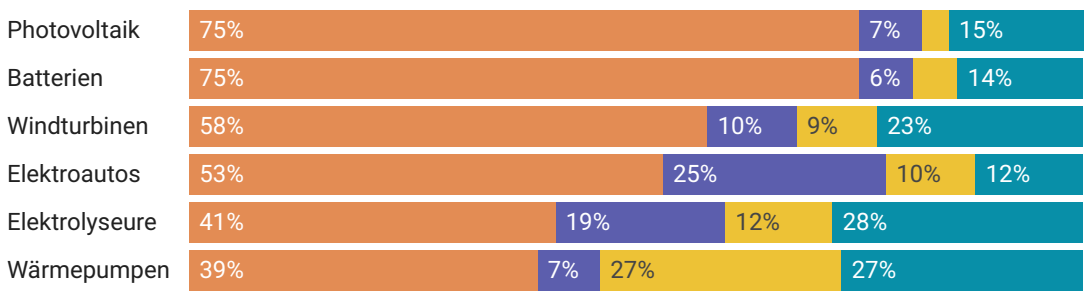
China dominiert

In ihren fast 500 Seiten starken Energy Technology Perspectives 2023 zeichnet die IEA detailliert die Lieferkettenlage und Marktpositionen im Feld der erneuerbaren Energien nach. Unangefochtener Weltmarktführer in allen Bereichen ist China. Im Bereich Photovoltaik sowie bei Batterien dominiert es mit einem Anteil von 75% den Weltmarkt mit riesigem Abstand (vgl. Grafik 1). Auch im Bereich Windturbinen und Elektroautos stammt mehr als die Hälfte aller global verkauften Anlagen und Fahrzeuge aus China. Einerseits ist China der grösste Markt sowohl für Windkraft als auch Elektromobilität. Mit einem Anteil von 35% dominiert das Land inzwischen selbst im Export von Elektroautos.

1) China dominiert bei den Erneuerbaren

Anteil am Weltmarkt je Region

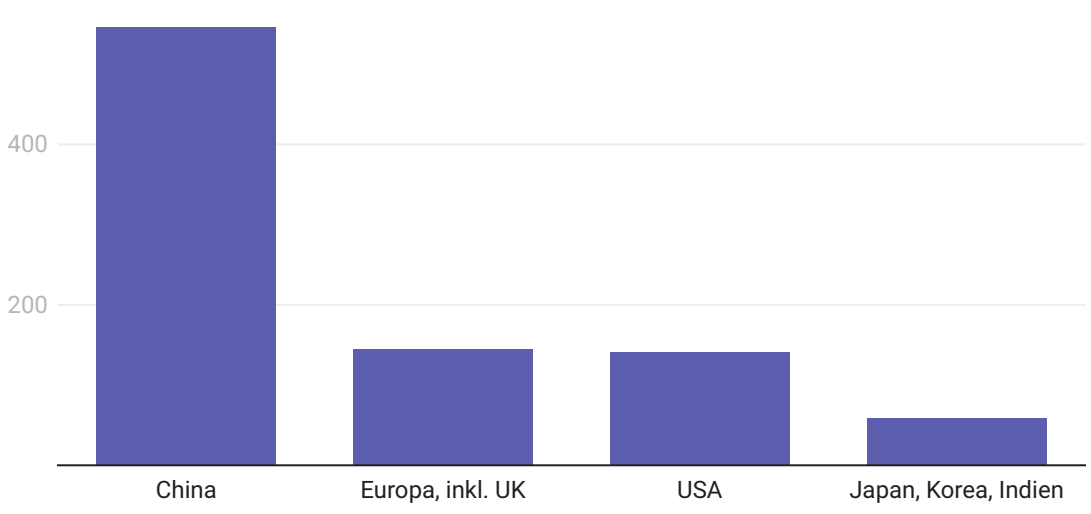
Grafik: themarket.ch – Quelle: IEA



2) China führt bei Investitionen in Cleantech

Investitionsvolumen 2022, in Mrd. $

Grafik: themarket.ch – Quelle: Alpine Macro, Bloomberg



«China spannt riesige Anreizsysteme auf»

Die Marktmacht Chinas sowie seine Preisführerschaft gründen in riesigen Anreizsystemen, die das Land seit mehr als einer Dekade anwendet. Schon lange gibt es in China Einspeisevergütungen für Strom aus erneuerbaren Quellen. Seit 2009 bei Windkraft und seit 2011 bei Solar ermöglichen sie den Betreibern über dem Marktpreis liegende Vergütungen. Seit 2010 wird der Kauf von Elektrofahrzeugen subventioniert. Einen Hauptgrund für den Erfolg bei Cleantech sehen die Analysten des Research-Hauses Gavekal aber vor allem in den riesigen Infrastrukturprojekten des Landes. Sie führten dazu, dass neue Technologien schon früh nachgefragt und in industriellem Ausmass eingesetzt wurden. Auch im vergangenen Jahr – wie schon oft – hat China mehr in den Ausbau erneuerbarer Energiequellen investiert als die USA und Europa zusammen (vgl. Grafik 2). China erreichte mit den massiven Investitionen in erneuerbare Energien sowohl einen technischen Fortschritt als auch überlegene Grössenvorteile in der Herstellung, was sich heute in einem klaren Preisvorteil gegenüber der westlichen Konkurrenz manifestiert. Das Land ist in der Erreichung der Klimaziele zum globalen Motor geworden. Dank dem Export von Cleantech aus China ist der Preis der Stromerzeugung aus erneuerbaren Quellen nun teilweise günstiger als aus fossilen Energieträgern.

Cleantech ist konkurrenzfähig

Gemäss einem jüngst veröffentlichten Bericht der International Renewable Energy Agency sind die Gestehungskosten für Strom aus Photovoltaik und Onshore-Windanlagen im globalen Schnitt nun tiefer als die günstigste fossile Stromerzeugung. Besonders beeindruckend ist der Fortschritt seit 2010: Damals war Strom aus Onshore-Windanlagen noch doppelt so teuer wie fossil erzeugter Strom, heute kostet er im Schnitt nur noch die Hälfte davon. Solarstrom vergünstigte sich von siebenfachen Gestehungskosten auf nun einen Preisvorteil von 20%. Einzig Offshore-Windanlagen haben die Parität mit fossiler Erzeugung noch nicht ganz erreicht.

Abgehängter Westen zieht nach

Anfang 2022 stand der Westen in Sachen Cleantech abgehängt da. Das US-Unternehmen Bell Labs hatte zwar 1954 die Solarzelle erfunden. Um die Jahrtausendwende standen europäische Unternehmen für 90% der globalen Windkraft, und Deutschland wollte zum globalen Solarchampion ansetzen. Doch im vergangenen Jahrzehnt hat die durch Subventionen übermächtig gewordene chinesische Konkurrenz die europäischen Solarunternehmen wie beispielsweise SolarWorld aus dem Markt gedrängt.

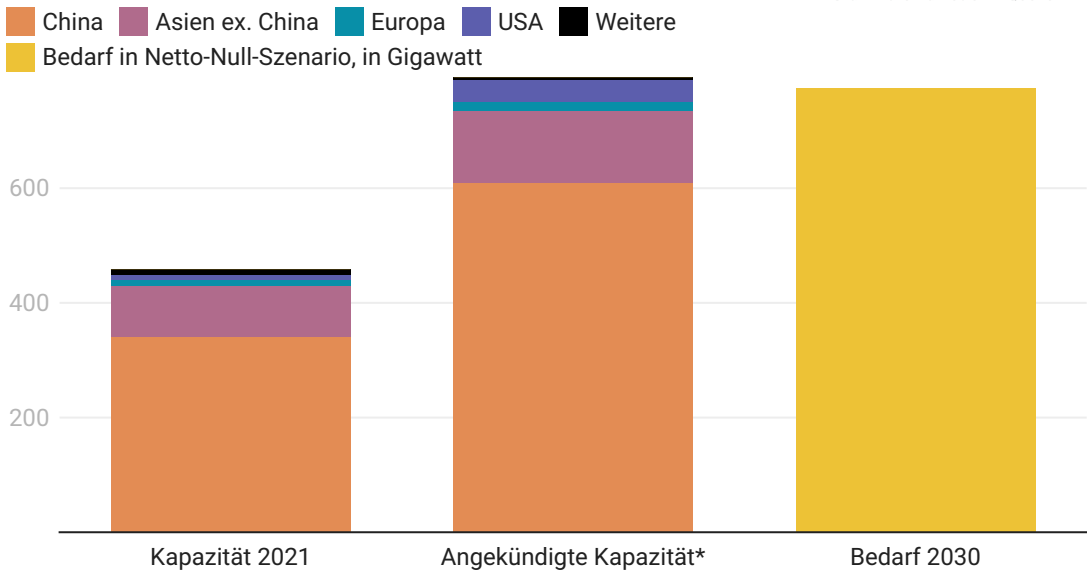
Nun dreht der Westen bei den Subventionen aber selbst auf. Die USA fahren mit dem 2022 erlassenen Inflation Reduction Act diesbezüglich ganz grosses Geschütz auf: Schätzungen gehen davon aus, dass damit zwischen 400 und 1000 Mrd. $ an Fördergeldern in Infrastrukturprojekte und neue Technologien gelenkt werden. Dies soll via Steuervergünstigungen für den Ausbau der Solar- und der Windkraft sowie den Bau neuer Batteriefabriken geschehen. Auch für den Kauf von Elektroautos fliessen Subventionen. Die grosse Bandbreite der Schätzungen ergibt sich daraus, dass die Steuervergünstigungen nicht gedeckelt sind. Der tatsächliche Unterstützungsbetrag hängt vom Ausmass der Nachfrage ab. Die Europäische Union ihrerseits will mit ihrem Programm RepowerEU zusätzlich zu ihrem Plan Fit for 55 über fünf Jahre weitere rund 200 Mrd. € für Cleantech-Projekte mobilisieren. Der Wettlauf um die höchsten Cleantech-Subventionen ist damit lanciert.

In Kürze:

- Cleantech ist der Sektor der Zukunft
- Investitionen und Subventionen steigen stark
- Anleger sind zunehmend politischen Risiken ausgesetzt

3) Geplante Solarinvestitionen übersteigen Bedarf

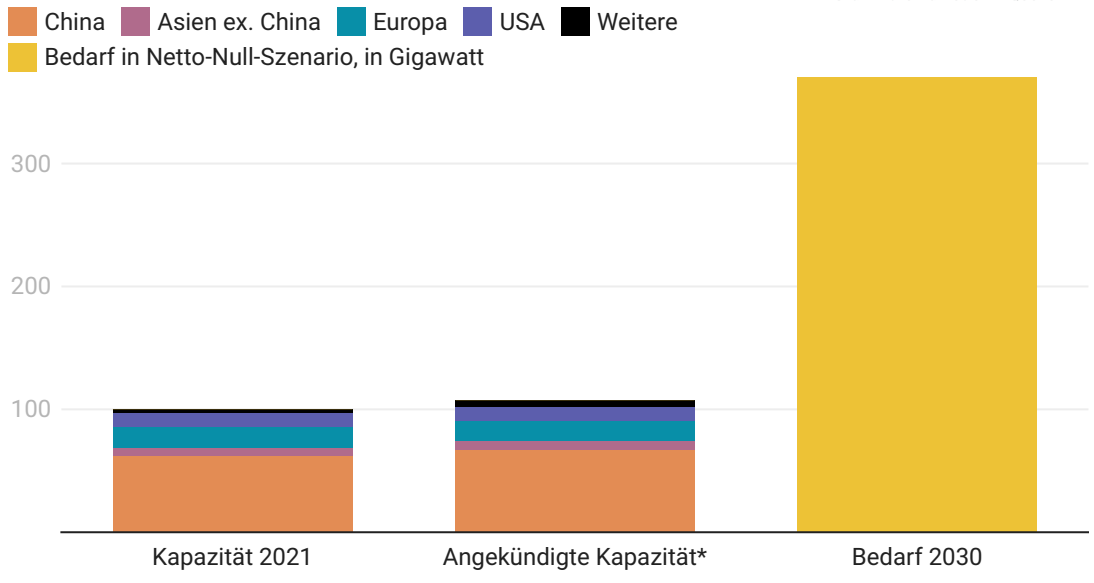
Grafik: themarket.ch – Quelle: IEA



*enthält bestehende Kapazität – alle Zahlen beziehen sich auf die Fertigung von Modulen

4) Geplante Investitionen in Windenergie hinken Bedarf nach

Grafik: themarket.ch – Quelle: IEA



*enthält bestehende Kapazität – alle Zahlen beziehen sich auf Onshore-Anlagen

1050 Mrd. $ Weltweite Investitionen in fossile Energieträger 2023 (-26% gegenüber 2015)

Quelle: IEA

Gemäss dem Analysehaus Gavekal hat der Inflation Reduction Act in Nordamerika bereits neue Investitionsvorhaben für Cleantech-Projekte von 200 Mrd. $ ausgelöst. Die Kapazität für die lokale Batterienproduktion soll sich bis 2025 verachtfachen.

«Der Wettlauf der Subventionen ist lanciert»

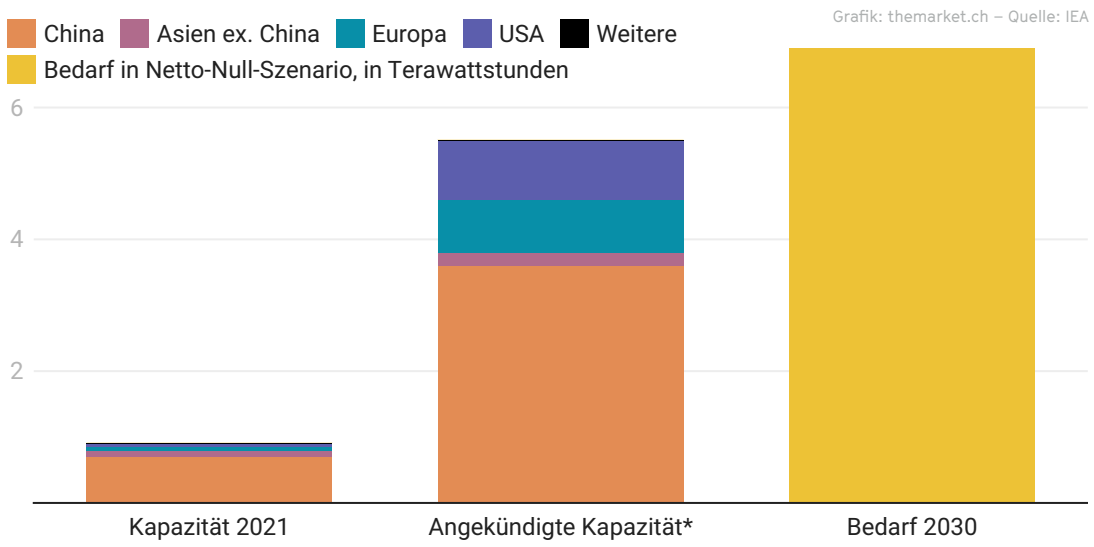
Der neue Fokus der USA auf Cleantech löst in der Branche Veränderungen aus. Aus der kleinen Schweizer Perspektive ist zu beobachten, wie Meyer Burger ihre Investitionspläne in Deutschland kappt und die Produktion in die USA verlegt, wo höhere Subventionen locken. Eine ganz andere Frage ist, wie gut es um die Rentabilität der westlichen Cleantech-Unternehmen langfristig bestellt ist – und wie Anleger von diesem Boom profitieren.

Bedarf und Kapazitätspläne

Besonders beeindruckend ist derzeit der Lauf im Bereich Photovoltaik: 2010 waren erst 40 GW Leistung am Netz, nun sind es bereits 1000 GW – und die IEA geht davon aus, dass sich dieses Momentum fortsetzt. Die Daten der Agentur zeigen gleichzeitig auch Beunruhigendes: Die bestehende Produktionskapazität befindet sich bereits auf einem Niveau, das es für ein Netto-Null-Szenario braucht – ein Pfad, auf dem sich die Welt (noch) nicht befindet. Die Folge davon ist, dass die durchschnittliche Auslastung der Produktionsstätten für Photovoltaik unter 50% liegt. Das hemmt das Gewinnpotenzial massiv. Noch mulmiger wird es, wenn man die geplanten Neuinvestitionen betrachtet. Sie werden hauptsächlich von China getragen und führen schon, bevor die neuen Anreize aus den USA und von Europa ihre volle Wirkung entfalten, zu Produktionskapazitäten, die höher sind, als sie 2030 (im besten Fall) global benötigt werden (vgl. Grafik 3). Falls die Projektionen der IEA zur Entwicklung der Produktion und der Nachfrage nach Solarmodulen nur annähernd stimmen, dürfte die Branche auch künftig statt mit Gewinnpotenzial primär mit Preiskämpfen für Aufsehen sorgen – und China voraussichtlich die Oberhand behalten.

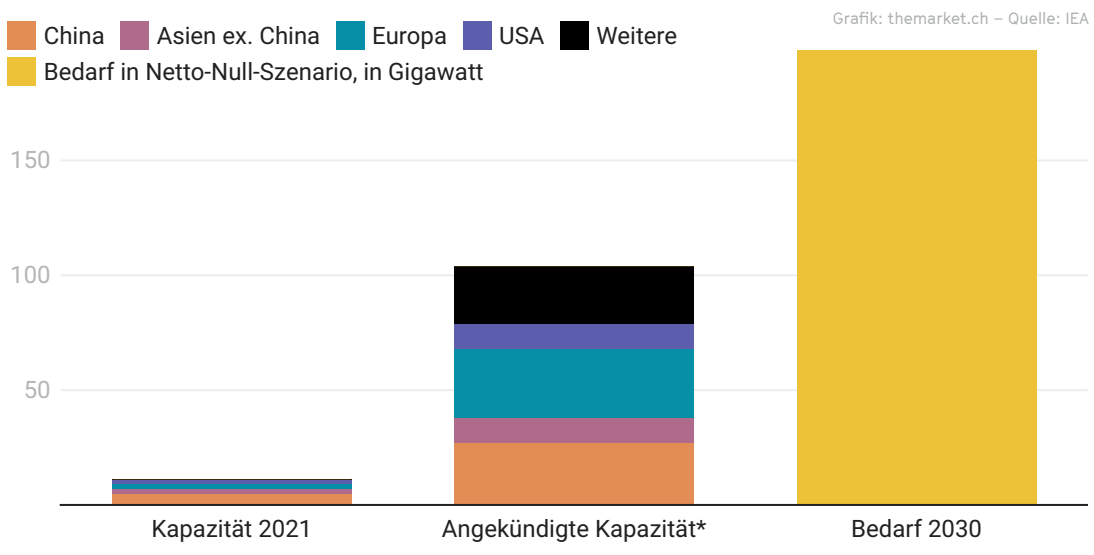
Windkraft steht für rund ein Viertel des Stroms, der global mit erneuerbaren Energiequellen gewonnen wird. Nach der Wasserkraft erzeugt sie den grössten Anteil grünen Strom. Derzeit ist bei Onshore-Anlagen allerdings lediglich eine Kapazitätserweiterung um 5% geplant. Das liegt deutlich unter dem Bedarf für 2030. Die Teuerung, der zunehmende Konkurrenzdruck und die langen Bewilligungsverfahren haben den Appetit der Branche auf Kapazitätserweiterungen jüngst gebremst.

5) Kapazität zur Herstellung von Batterien expandiert stark



*enthält bestehende Kapazität

6) Heterogenes Feld bei Elektrolyseuren



*enthält bestehende Kapazität – alle Zahlen beziehen sich auf Herstellung von Elektrolyseuren

Trotzdem: Die erwartete Steigerung der Nachfrage nach Windkraft, die die derzeitigen Kapazitäten klar übersteigen dürfte, spricht für künftiges Gewinnpotenzial – falls die westlichen Anbieter zur Preisdisziplin zurückfinden (vgl. Grafik 4). Anders als bei der Photovoltaik dürfte dies bei der Windkraft trotz chinesischer Konkurrenz mittelfristig möglich sein. Wegen der schieren Grösse der Windräder sind sie ein viel lokaleres Geschäft als Solarzellen, die problemlos von China aus verschifft werden können. Zudem brauchen Windanlagen Service vor Ort. Auch das spricht für lokal verankerte Anbieter.

«Solarbranche dürfte statt mit Gewinnpotenzial mit Preiskämpfen für Aufsehen sorgen»

Ein gemischtes Bild zeigt der Batteriensektor. Zwar dominiert auch dort China mit Grössen wie CATL und investiert weiter massiv in neue Fabriken. Aber hier macht der Westen Terrain gut. Zur Vorsicht mahnt jedoch der riesige Kapazitätsausbau. Der global angekündigte Kapazitätsausbau bei Batterien erreicht bereits 80% des für 2030 erwarteten Bedarfs (vgl. Grafik 5).

Grosse Unbekannte Wasserstoff

Noch weitgehend offen ist, wohin die Reise bei Wasserstoff geht. Die massiv gesunkenen Gestehungskosten in der Solar- und der Windkraft befeuern die Hoffnung, dass grüner Wasserstoff in Zukunft ebenfalls zu einer wettbewerbsfähigen und nachhaltigen Energieform wird. Grün ist Wasserstoff eben nur, wenn er emissionsarm durch Elektrolyse und mit Strom aus erneuerbaren Quellen erzeugt wird. Noch ist die Produktionskapazität für Elektrolyseure allerdings bescheiden, doch der Ausbau in Richtung des für 2030 in einem Netto-Null-Szenario erwarteten Bedarfs zieht an (vgl. Grafik 6).

Bei den Elektrolyseuren ist China zwar ebenfalls prominent vertreten, aber im Gegensatz zu den bereits grossflächig eingesetzten anderen sauberen Energieformen nicht dominant. Westliche Unternehmen wie Nel Hydrogen, Thyssenkrupp Nucera und Plug Power sind den Chinesen technologisch teilweise voraus. Unklar ist jedoch, welche Technologie sich letztlich in industriellem Ausmass durchsetzt. Auf Einzelunternehmen zu setzen, ist angesichts dieser Ausgangslage heikel. Eine Alternative, um am Erfolg von Wasserstoff zu partizipieren, ist ein Investment in Platin – allerdings mit sehr langfristigem Anlagezeitraum. Das Edelmetall wird für den Bau effizienter Elektrolyseure benötigt. Die Nachfrage könnte den Neuausbau übersteigen.

Industriemetalle unabdingbar

Was klar ist: Damit die Energiewende gelingt, braucht es insgesamt Unmengen an Industriemetallen wie Kupfer, Nickel, Kobalt, Lithium und seltenen Erden. Investitionen in Bergbaukonzerne wie Albemarle und Glencore sind damit ebenfalls Möglichkeiten, das Anlagethema Energiewende zu spielen (vgl. Seite 12). Auch hier macht es sich bezahlt, eine langfristige Perspektive einzunehmen.

Umfassend kann das Thema Cleantech über Exchange Traded Funds (ETF) gespielt werden, beispielsweise mit Indexprodukten, die den S&P Global Clean Energy Index abbilden. Zu den grössten zählt der Global Clean Energy ETF von iShares. Er vereint Solar-, Wind- und Wasserstoffunternehmen und enthält Aktien von Versorgern wie Ørsted, die sich auf erneuerbare Energien ausrichten. Die Diversifikation bringt einerseits Vorteile. Andererseits besteht die Auswahl zu rund 85% aus westlichen Unternehmen – auch unprofitablen –, die oft im Spannungsfeld zwischen chinesischer Konkurrenz und heimischen Subventionen stehen sowie mittelfristig von Überkapazitäten bedroht sind. In den vergangenen Jahren hat der S&P Global Clean Energy Index schlechter abgeschnitten als der Gesamtmarkt.

Primat der Politik

Dank des rasanten Fortschritts und weil Cleantech gegenüber konventionellen Technologien konkurrenzfähig wurde, ist dieses Anlagegebiet ins Zentrum der Industrie- und Geopolitik gerückt – mit allen damit verbundenen Vor- und Nachteilen. Trotz der Milliarden an Subventionen dürfte es sowohl für die Unternehmen als auch für Investoren, die auf die Energiewende setzen, höchst herausfordernd bleiben, damit Geld zu verdienen.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y311

1740 Mrd. $ Weltweite Investitionen in erneuerbare Energien 2023 (+62% gegenüber 2015)

Quelle: IEA

ANALYSE

Der Investment Case für seltene Erden

Seltene Erden sind die «Vitamine» für die Tech-Industrie. Sie spielen eine Schlüsselrolle für grüne Technologien wie Elektrofahrzeuge und Windturbinen. Dadurch eröffnen sich spannende Perspektiven für Engagements. Wie investiert man am besten in den Sektor? **Von Christoph Gisiger**

In Kürze:

- **China kontrolliert den Markt für seltene Erden**
- **Amerika und Europa wollen ihre Abhängigkeit verringern**
- **Davon werden die Aktien westlicher Förderer profitieren**

Der Ton klingt weniger gehässig als auch schon, doch die Spannungen zwischen den USA und China nehmen weiter zu. Vor wenigen Wochen hat Washington neue Restriktionen erlassen. Demnach sind bestimmte US-Investitionen in Schlüsseltechnologien wie Computerchips und künstliche Intelligenz in der Volksrepublik fortan untersagt. Der Konflikt zwischen den Grossmächten schwelt seit Jahren. Lange hat China auf den wachsenden Druck Amerikas passiv agiert. Das dürfte kaum so bleiben. Anfang Juli hat Peking einen Warnschuss abgefeuert und Restriktionen für den Export von Germanium und Gallium angedroht, zwei wichtigen chemischen Elementen zur Produktion von Halbleitern.

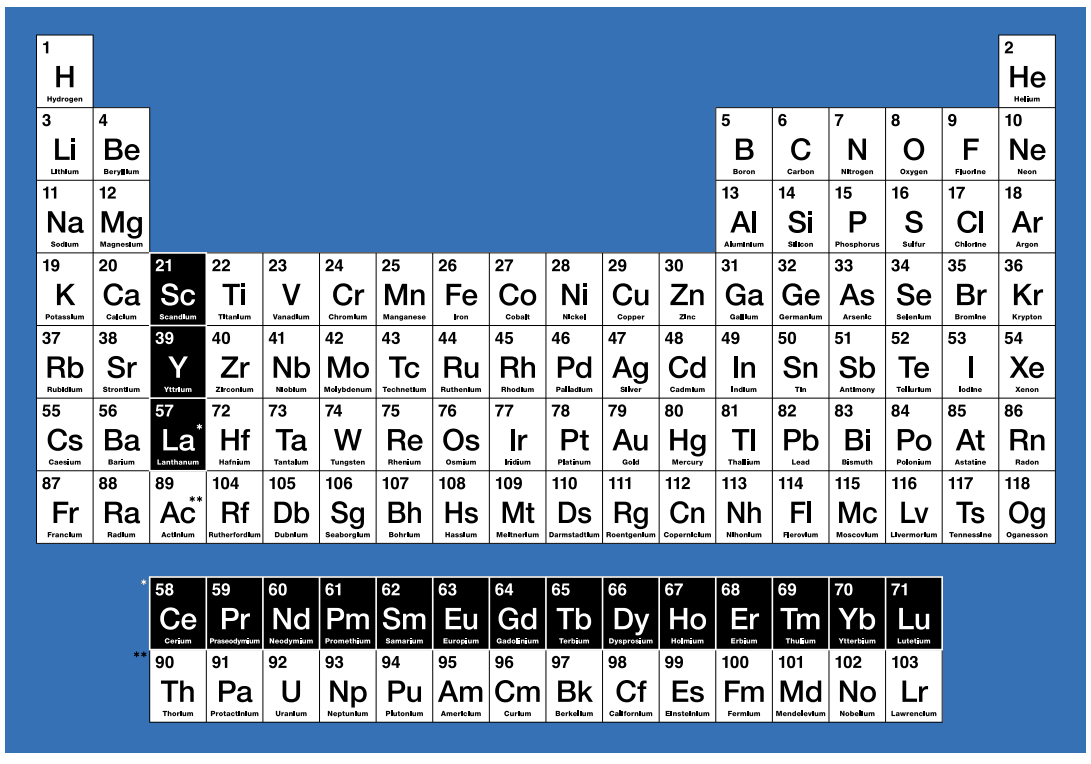
Die unmittelbaren Auswirkungen der Massnahme sind limitiert, doch das Signal ist klar: Im wirtschaftlichen Konflikt zwischen Ost und West werden Rohstoffe zu strategischen Gütern. Das gilt besonders für seltene Erden, die im Technologiesektor eine Schlüsselrolle spielen und bei deren Produktion China den Weltmarkt mit einer monopolähnlichen Stellung dominiert. Englisch Rare Earth Elements oder kurz REE genannt, sind sie eigentlich gar nicht so selten. Insgesamt handelt es sich um siebzehn chemische Elemente, die zumeist zur Kategorie der Metalle zählen und die Gruppe der Lanthanoide sowie Scandium und Yttrium umfassen (vgl. Grafik 1). Verglichen mit anderen Rohstoffen geht es um kleine Mengen. Gemäss der Online-Datenbank OEC belief sich das weltweite Handelsvolumen 2021 auf bloss 2,7 Mrd. $.

> «Rohstoffe werden im Konflikt zwischen Ost und West zu strategischen Gütern»

Dennoch haben seltene Erden eine vitale Bedeutung für technologische Anwendungen: von Elektromotoren und elektrischen Werkzeugen über Festplatten, Laser und Smartphone-Displays bis hin zu Kernenergie und Supercomputern. Auch braucht man sie für diverse Komponenten von Motoren und Antriebssystemen generell. Die weitaus wichtigste Verwendung sind ultrastarke Dauermagnete. Auf sie entfallen über 40% der globalen Nachfrage nach seltenen Erden (vgl. Grafik 2). Dabei handelt es sich um metallische Verbindungen, die ein permanentes Magnetfeld ohne Strom erzeugen wie zum Beispiel dekorative Magnete für den Kühlschrank, aber mit viel grösserer Haftkraft. Die stärkste Magnetkraft entwickelt das Element Neodym, wenn es mit Eisen und Bor zum Werkstoff Neodym-Eisen-Bor (NdFeB) legiert wird. Er wurde 1984 zugleich im Forschungslabor von General Motors in den USA und von Sumitomo Special Metals in Japan entwickelt. Am zweithäufigsten wird eine Verbindung von Samarium mit Kobalt für Magnete verwendet.

1) Seltene Erden im Periodensystem der Elemente

Seltene Erden sind schwarz markiert.



China beherrscht den Weltmarkt

Im Zug der Globalisierung waren seltene Erden bis vor wenigen Jahren kaum ein Thema. Schliesslich kommen sie entgegen ihrem Namen zumeist recht häufig in der Erdkruste vor. Neodym ist ungefähr gleich verbreitet wie Kupfer, Zink oder Nickel und weniger rar als Uran, Blei, Zinn, Arsen oder Jod. Etwas schwieriger sieht es bei Dysprosium aus, mit dessen Beimischung Neodym-Eisen-Bor-Werkstoffe hitzebeständiger gemacht werden.

Aus wirtschaftlicher Sicht besteht die Herausforderung vor allem darin, seltene Erden profitabel zu fördern und zu verarbeiten. In den USA etwa gibt es nur noch ein Unternehmen, das Magnete herstellt: Bunting Magnetics aus North Carolina. Wie bei den meisten anderen Anwendungen entfällt der weitaus grösste Teil der Produktion von Magneten heute auf China. Der Anteil des Landes am globalen Markt für Neodymium-Eisen-Bor-Werkstoffe wird auf annähernd 90% geschätzt.

Das war nicht immer so. Die wichtigste Produktionsstätte war einst die Mountain-Pass-Mine in Kalifornien unweit der Grenze zu Nevada. Ihre Produktion dominierte ab den frühen Fünfzigerjahren den Weltmarkt für seltene Erden und sorgte jahrzehntelang für stabile Preise. Weil der Abbau und die Verarbeitung dieser Rohstoffe die Umwelt aber erheblich belasten (teilweise werden radioaktive Substanzen freigesetzt) und die Minenindustrie allgemein eine schwere Krise erlebte, kam es in den vergangenen Jahren mehr und mehr zu einer Verlagerung nach China.

Je höher die Konzentration eines Vorkommens, desto profitabler lässt es sich abbauen. Der grösste Standort ist die Bayan-Obo-Mine in der Inneren Mongolei. Sie ging 1957 in Betrieb und beherbergt rund 40% des weltweit bekannten Vorkommens an seltenen Erden. Sie wird daher auch als das Ghawar-Ölfeld der Branche bezeichnet; eine Anspielung auf das gigantische Ölvorkommen in Saudi-Arabien. Zu den Ländern mit grösseren Ressourcen zählen ferner Vietnam, Brasilien, Russland, Indien und Australien (vgl. Grafik 3.) Gemäss Analysten von Deutsche Bank Research bezifferte sich Chinas Anteil an der weltweiten Produktion seltener Erden im vergangenen Jahr auf rund 70%. Europa und die USA deckten annähernd 100% bzw. 75% ihres Bedarfs mit Importen aus der Volksrepublik ab. Zum Vergleich: Die Opec kontrolliert nur rund ein Drittel der globalen Ölproduktion.

> «Aus wirtschaftlicher Sicht besteht die Herausforderung darin, seltene Erden profitabel zu fördern»

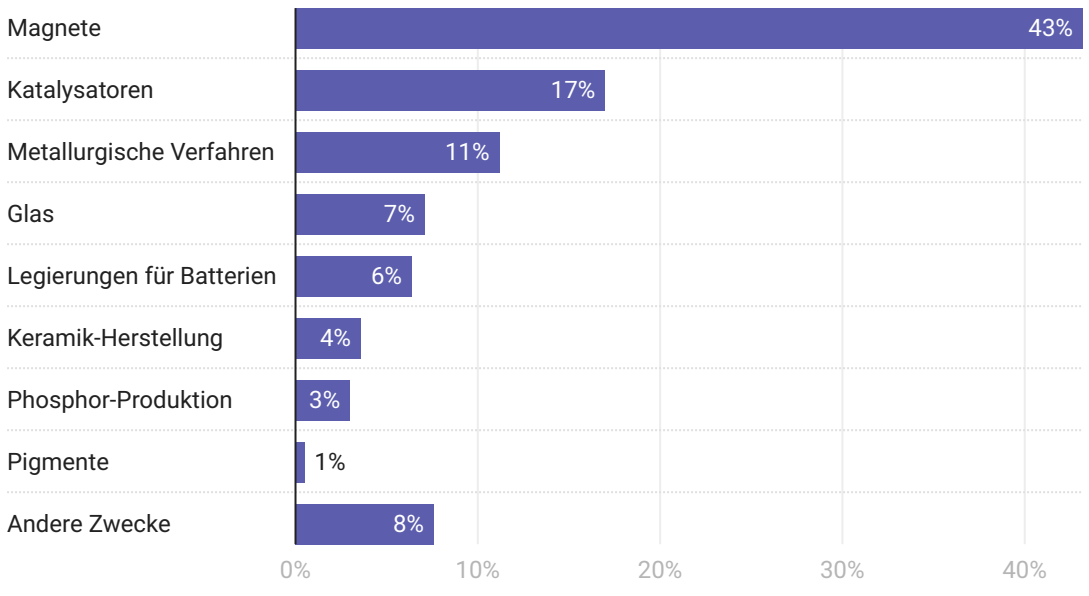
Wie bei anderen Rohstoffen, die in den nächsten Jahren zusehends an Bedeutung gewinnen dürften (beispielsweise Lithium), ist die Aufbereitung und Verarbeitung seltener Erden mindestens so wichtig wie die Förderung. Wegen Umweltbedenken und der allgemeinen Zurückhaltung westlicher Konzerne mit Kapitalinvestitionen wurden Kapazitäten auch auf diesen Stufen der Wertschöpfungskette weitgehend nach Asien ausgelagert. Als Konsequenz dieser Entwicklungen verfügt China beim Abbau, bei der chemischen Verarbeitung und bei der Wiederaufbereitung seltener Erden de facto über ein Monopol. (vgl. Grafik 4). Damit einher geht eine entsprechend grosse Preismacht.

Elementar für die Energiewende

Zum derzeitigen Zeitpunkt ist das Angebot an seltenen Erden auf dem Weltmarkt mehr als ausreichend, um die Nachfrage zu befriedigen. Die entscheidende Frage ist jedoch, wie der enorme Bedarf gedeckt werden soll, um die umweltpolitischen Ziele für den Übergang

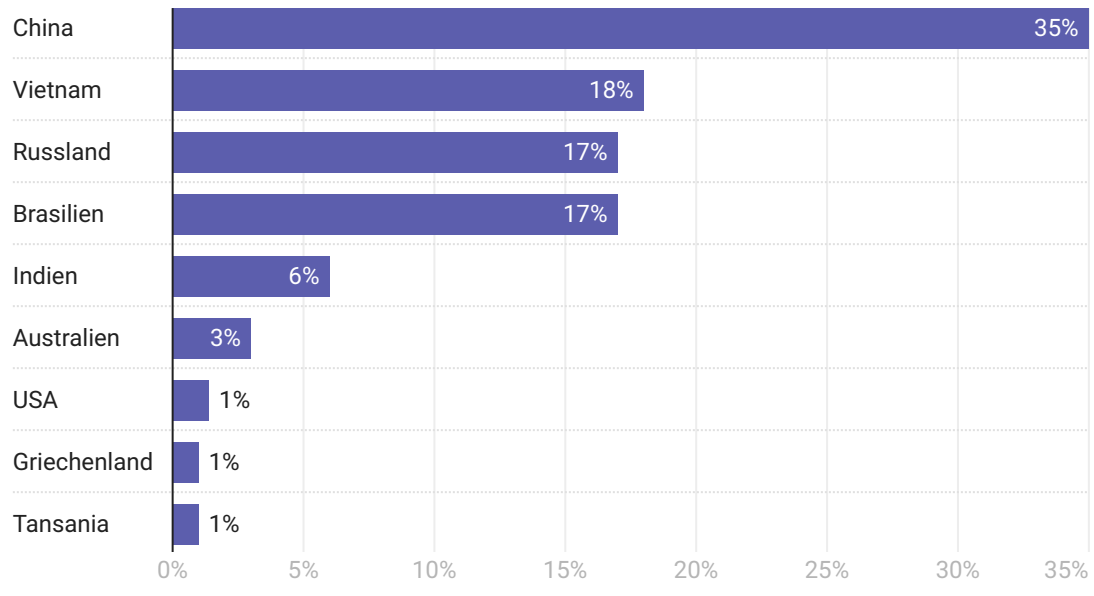
2) Hauptsächliche Verwendungen

Grafik: themarket.ch – Quelle: Natural Resources Canada



3) Rentabel abbaubare Vorkommen

Grafik: themarket.ch – Quelle: Deutsche Bank Research



12.60 bis 14.90 € Preis für eine Mass Bier am Oktoberfest 2023

Quelle: statista.com

zu einer klimafreundlicheren Energie- und Verkehrsinfrastruktur zu erreichen – ein Problem, das in erster Linie Europa und die Vereinigten Staaten betrifft.

Die Bedeutung von Mineralien für die Energiewende ist nicht zu unterschätzen. Die Internationale Energieagentur (IEA) rechnet in einer Studie vor, dass die Nachfrage nach solchen Rohstoffen bis 2040 um den Faktor drei bis sieben zunehmen wird. Seltene Erden werden vor allem für Windkraftanlagen sowie Elektrofahrzeuge (Electric Vehicles, EV) und Batteriespeicher benötigt (vgl. Grafik 5). Wie stark der Bedarf in den nächsten Jahren tatsächlich steigt, bleibt freilich schwierig zu sagen. Gemäss der Research-Firma IDTechEx verwenden rund 80% der Elektroautos Dauermagnete für das Antriebssystem, primär auf Basis von Neodym-Eisen-Bor-Verbindungen. Für einen EV-Motor werden durchschnittlich knapp 3 Kilogramm Neodym benötigt. Vereinzelt kommen seltene Erden auch in Batterien vor. Die meisten Fahrzeuge sind jedoch mit Lithium-Ionen-Batterien ausgestattet, wofür es seltene Erden weniger braucht.

Verschiedene EV-Hersteller forschen für ihre Motoren an Alternativen zu Magneten aus seltenen Erden. Im März hat Tesla angekündigt, bei Fahrzeugen der nächsten Generation andere Verbindungen zu verwenden. Die Aussagen blieben indes vage. «Die Umstellung auf eine neue Technologie wird wahrscheinlich viel Zeit in Anspruch nehmen. Auch ist unklar, ob sie für alle Tesla-Modelle angewendet wird und ob sie von anderen EV-Herstellern übernommen wird», meint Lawson Winder, Analyst in Diensten von Bank of America. Wie er anmerkt, arbeitet etwa Toyota seit Jahren daran, den Bedarf an seltenen Erden zu senken. Bislang aber ohne einen Durchbruch.

Um beträchtliche Mengen geht es ebenfalls bei der Stromerzeugung durch Windkraft. Für eine Turbine mit einer Leistung von 3 Megawatt werden annähernd 2 Tonnen an Dauermagneten auf Grundlage seltener Erden benötigt. Tendenziell ist die benötigte Menge bei Offshore-Parks im Meer höher, weil die Turbinen grösser sind. Die IEA schätzt, dass sich die Kapazität zur Produktion von Strom durch Windkraft in den kommenden fünf Jahren annähernd verdoppeln wird.

Vor diesem Hintergrund befürchtet man in Washington wie auch in Brüssel Versorgungsengpässe. «Die weltweit steigende Nachfrage nach seltenen Erden gibt Anlass zur Sorge», hält ein Bericht der Europäischen Kommission fest. «China hat eine führende Position unter den Anbietern und nutzt sie als Verhandlungsmasse in internationalen Handelsabkommen wie auch als Druckmittel, um fortgeschrittene Stufen der Wertschöpfungskette zu besetzen.» Mitte März hat die EU in diesem Kontext den Critical Raw Materials Act (CRMA) verabschiedet. Er sieht vor, dass 65% des europäischen Bedarfs an strategischen Rohstoffen in der Staatengemeinschaft gefördert, verarbeitet und rezykliert werden sollen. Vorgesehen sind auch «für beide Seiten vorteilhafte Partnerschaften» mit Schwellenländern und anderen Industrienationen.

> «In Washington wie auch in Brüssel befürchtet man Versorgungsengpässe»

Naheliegend sind diesbezüglich Kooperationen zwischen Europa und Nordamerika. Für Aufmerksamkeit hat Anfang Jahr die Entdeckung eines grossen Vorkommens an seltenen Erden in Schweden gesorgt, dessen Erschliessung jedoch rund 10 bis 15 Jahre dauern wird. Zudem sind Gespräche zwischen den USA und Europa über ein Freihandelsabkommen für strategische Rohstoffe im Gang. Auf beiden Seiten des Atlantiks werden Subventionen gesprochen. In den USA sieht der im August 2022 verabschiedete Inflation Reduction Act vor, dass Käufer eines Elektroautos nur dann die volle Steuervergünstigung von 7500 $ erhalten, wenn das Fahrzeug sowie die Batterie in den USA hergestellt wurden. Zudem müssen die dafür verwendeten Materialien zu 40% aus den USA oder von einem befreundeten Handelspartner stammen. Elektroautos mit Komponenten aus seltenen Erden chinesischer Herkunft kommen somit nicht für die volle Steuergutschrift infrage.

Ideen für Investments

Investorinnen und Investoren, die sich für ein Engagement im Bereich seltene Erden interessieren, müssen sich bewusst sein, dass es sich um eine eher obskure Nische des Rohstoffsektors handelt. Die Transparenz ist gering, und die Preise können extrem schwanken, womit Aktien von Unternehmen aus der Branche spekulativ und entsprechend volatil sind. Wer langfristig denkt, das überdurchschnittliche Risiko tragen kann und sein Portfolio mit seltenen Erden anreichern will, kann sich als Startpunkt am VanEck Rare Earth/Strategic Metals ETF orientieren.

Der Fonds umfasst 35 Unternehmen und ist an der Börse New York kotiert. Über die vergangenen fünf Jahre ist sein Kurs knapp 20% avanciert, wogegen der US-Leitindex S&P 500 gut 55% fester notiert (vgl. Grafik 6). Pluspunkte des ETF sind ein relativ breites Exposure zu seltenen Erden mit einer Auswahl an Gesellschaften aus verschiedenen Weltregionen (vgl. Grafik 7). Auf der anderen Seite kommt China mit 35% ein hohes Gewicht zu. Auch fokussieren sich viele Firmen nicht spezifisch auf seltene Erden, sondern auf andere Rohstoffe wie Lithium. In der Schweiz bietet alternativ der Anlagespezialist Dolefin einen Fonds zum Thema an.

Angesichts der strategischen Bedeutung seltener Erden ist unter den einzelnen Unternehmen MP Materials einen Blick wert. Die Gesellschaft mit Sitz in Las Vegas hat 2017 die eingangs erwähnte Mountain-Pass-Mine in Kalifornien gekauft und ein Jahr später ihren Betrieb wieder aufgenommen, nachdem sie 2002 stillgelegt worden war. Die Aktien sind seit einem Spac-Deal im November 2020 in New York kotiert. Seit dem Allzeithoch vom April 2022 hat der Kurs rund 60% korrigiert. Das Unternehmen mit einem Börsenwert von rund 4 Mrd. $ hat letztes Jahr mehr als 10% zur globalen Produktion seltener Erden beigetragen. Es konzentriert sich vorab auf Neodym-Verbindungen für Magnete und arbeitet daran, sich von einem reinen Förderer zu einem integrierten Anbieter mit Raffinierung und eigener Produktion von Magneten zu etablieren. Per Ende Juni verfügte es über eine Netto-Cashposition von mehr als 430 Mio. $. Analysten rechnen für 2024 mit einem freien Cashflow von 124 Mio. $.

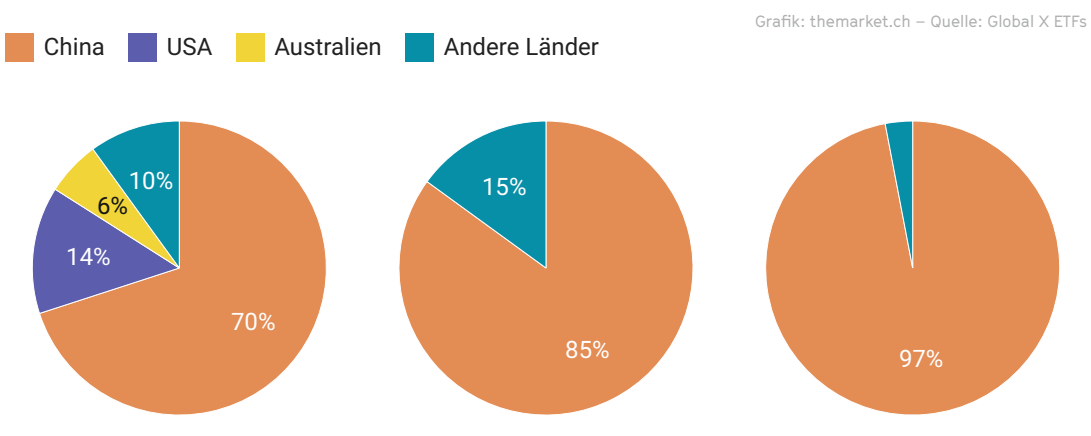
Eine Reihe weiterer Unternehmen, die sich spezifisch auf die Förderung seltener Erden konzentrieren, ist an der Börse Sydney kotiert. Dazu zählt Lynas Rare Earths, der grösste Förderer ausserhalb Chinas. Die Gesellschaft mit einer Kapitalisierung von rund 4,5 Mrd. $ betreibt seit 2011 die Mount-Weld-Mine im Westen Australiens. Ende Juli hat sie die Erweiterung eines Projekts in den USA angekündigt. In Texas ist in Zusammenarbeit mit dem US-Verteidigungsdepartement ein Werk zur Verarbeitung seltener Erden geplant. Die amerikanische Regierung will dazu rund 260 Mio. $ beisteuern. Lynas betreibt bereits seit 2013 eine Produktionsanlage in Malaysia, wo es zuletzt zu regulatorischen Komplikationen gekommen ist. Ein weiteres Werk in Australien soll diesen Herbst den Betrieb aufnehmen.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y313

4) Anteil an der Wertschöpfung

Grafik: themarket.ch – Quelle: Global X ETFs



5) Bedarf an kritischen Rohstoffen für klimafreundliche Technologien

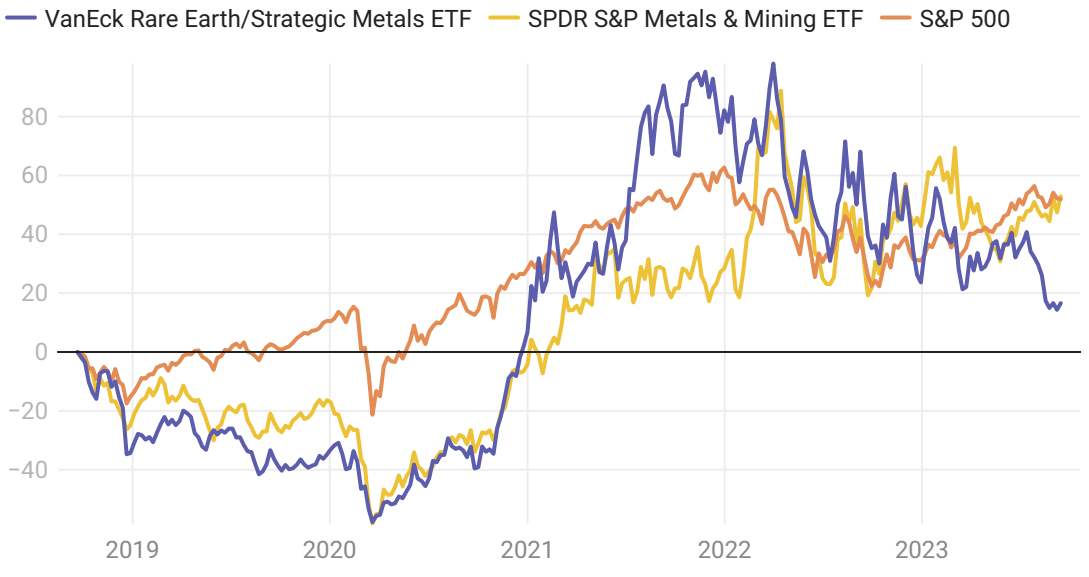
Grafik: themarket.ch – Quelle: IEA

Technologie	Kupfer	Kobalt	Nickel	Lithium	Seltene Erden	Chrom	Zink	Platin	Aluminium
Photovoltaik	hoch	gering	gering	gering	gering	gering	gering	gering	hoch
Windkraft	hoch	gering	moderat	gering	hoch	moderat	hoch	gering	moderat
Wasserkraft	moderat	gering	gering	gering	gering	moderat	moderat	gering	moderat
Thermische Solarkraft	moderat	gering	moderat	gering	gering	hoch	moderat	gering	hoch
Bioenergie	hoch	gering	gering	gering	gering	gering	moderat	gering	moderat
Geothermische Energie	gering	gering	hoch	gering	gering	hoch	gering	gering	gering
Kernkraft	moderat	gering	moderat	gering	gering	moderat	gering	gering	gering
Stromnetze	hoch	gering	gering	gering	gering	gering	gering	gering	hoch
Elektroautos und Batterien	hoch	hoch	hoch	hoch	hoch	gering	gering	gering	hoch
Wasserstoff	gering	gering	hoch	gering	moderat	gering	gering	hoch	moderat

6) VanEck Rare Earth/Strategic Metals ETF (REMX)

Kursentwicklung in den letzten fünf Jahren, in %

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



7) Grösste Positionen des ETF

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

Position	Land	Börsenwert (Mrd. $)	Umsatz (Mio. $)	Ebitda (Mio. $)	Gewicht im ETF
Pilbara Minerals	Australien	8,7	2'372	1'915	8,3%
China Northern Rare Earth	China	11,9	7'138	1'299	7,3%
Zhejiang Huayou Cobalt	China	8,9	11'476	2'247	7,3%
Liontown Resources	Australien	4,3	19	–9	6,6%
Lynas Rare Earths	Australien	4,5	536	268	6,2%
Allkem	Australien	5,3	1'409	995	5,8%
MP Materials	USA	4,0	308	97	4,6%
Lithium Americas	Kanada	3,4	291	199	4,6%
Shenghe Resources	China	2,7	2'389	216	4,5%
Livent	USA	3,6	1'304	621	4,3%

Umsatz und Ebitda basieren auf Konsensschätzung für nächste zwölf Monate.

6.30 bis 6.80 € Preis für eine Mass Bier am Oktoberfest 2003

Quelle: statista.com

ANALYSE

Elektromobilität stellt die etablierten Autokonzerne vor riesige Herausforderungen

Die Zukunft ist elektrisch. Das gilt auch für den individuellen Strassenverkehr. Der Aufbruch in das neue Transportzeitalter schafft bei den Automobilkonzernen vorerst jedoch immensen Anpassungsbedarf. The Market zeigt, in welchem Spannungsfeld sie stehen. **Von Ruedi Keller**

Traditionelle Riesen wie Volkswagen, Toyota, Hyundai, Ford oder General Motors, aber auch Premiumhersteller wie Mercedes, BMW oder gar Ferrari müssen Milliarden in die Transformation und in Neuentwicklungen investieren. Denn bislang entfallen gemäss Schätzung von UBS erst rund 2% (Ford, GM) bis 8% (Mercedes) ihres Absatzes auf reine Elektroautos, sogenannte Battery Electric Vehicles (BEV).

Derweil trumpfen in diesem Segment neue Marktteilnehmer auf, die wie Tesla zu 100% auf batteriebetriebene Autos setzen und diesen Zukunftsmarkt dominieren. Tesla besetzte gemäss den Analysten von Bank of America 2022 im BEV-Markt mit global gut 1,3 Mio. verkauften Autos einen Anteil von 17%. Zudem wächst die Marktmacht des amerikanischen Pure Player rasant weiter. Im ersten Halbjahr 2023 hat sein Marktanteil mit knapp 900'000 Neuverkäufen bereits auf global mehr als 20% expandiert.

«BYD hat Absatz von Elektroautos innerhalb von drei Jahren verneunfacht»

Grosse Konkurrenz erwächst den traditionellen Autoherstellern aber besonders aus China: BYD – das Akronym wird aufgrund des ausserordentlichen Erfolgs des Unternehmens gern als Build Your Dreams gedeutet – liefert sich mit Tesla ein Rennen um den Spitzenplatz im Markt. Besonders beeindruckend an BYD: 2019 verkaufte das chinesische Unternehmen erst rund 220'000 Elektrofahrzeuge, 2022 waren es bereits mehr als 1,8 Mio. Stück – eine Verneunfachung innerhalb von drei Jahren. Im Gegensatz zu Tesla bietet BYD nicht nur vollelektrische Fahrzeuge an, sondern ebenso viele Hybridmodelle. Auch sie können mit Batterien betrieben werden, besitzen aber zusätzlich einen Verbrennungsmotor, weshalb man von Plug-in Hybrid Electric Vehicles (PHEV) spricht.

BYD: klarer Fokus auf die Zukunft

Aus dem Geschäft mit reinen Verbrennern ist BYD 2021 ausgestiegen und hat auch dank dieses Fokus bereits ein Jahr später Tesla als weltweit grössten Anbieter von Elektrofahrzeugen abgelöst. Gleichzeitig hat BYD dank ihres kometenhaften Aufstiegs mit Elektromobilen den traditionellen Herstellern das Wasser abgegraben, wie die Entwicklung der Marktanteile im gesamten Markt für Elektroautos (Electric Vehicles, EV) seit 2017 illustriert (vgl. Grafik 1). Wie entscheidend Elektromobilität für die Zukunft der Autoindustrie ist, doch wie trickreich sich die Ausgangslage gleichzeitig für die Hersteller präsentiert, zeigen folgende Punkte:

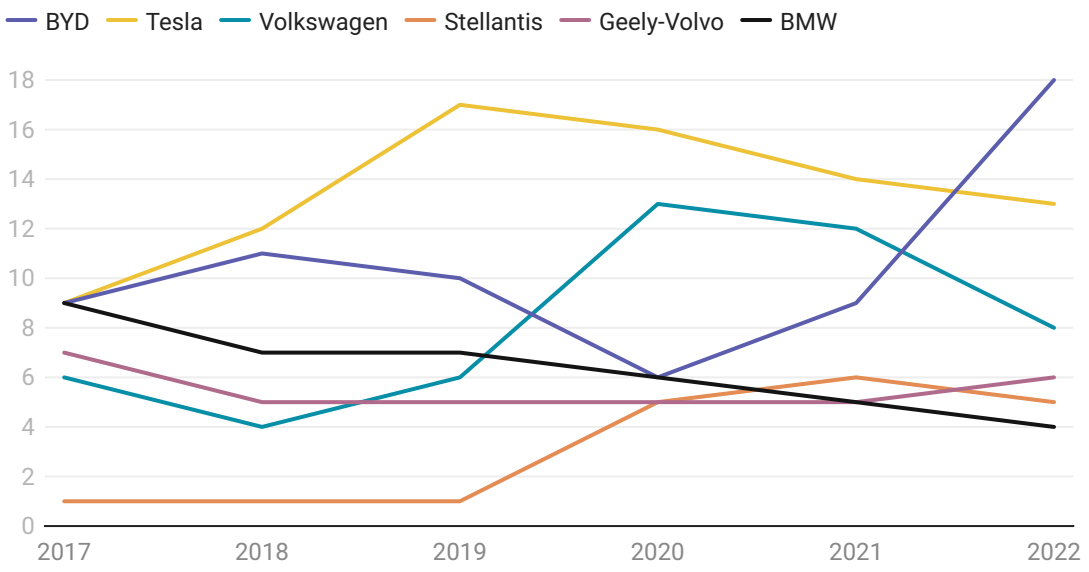
Basierend auf den staatlich in Aussicht gestellten Zielen zu Elektromobilität – in Europa sollen ab 2035 keine neuen Verbrenner mehr verkauft werden dürfen – steigt gemäss Schätzung der Internationalen Energieagentur (IEA) die globale EV-Flotte von derzeit rund 30 Mio. Fahrzeugen bis 2030 auf nahezu 230 Mio. Stück. Das entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von fast 35%, wobei der Absatz im Jahr 2030 rund 45 Mio. Fahrzeuge erreichen soll – mehr als ein Drittel des ganzen dann erwarteten Neuwagenverkaufs weltweit (vgl. Grafik 2).

Ambitionen bezüglich des Wachstums sauberer Technologien sind einfach formuliert. Doch im Fall der Elektromobilität macht die Politik tatsächlich vorwärts: Im vergangenen Jahr wurden mit dem amerikanischen Inflation Reduction Act, schärferen europäischen Normen für den CO_2-Ausstoss sowie neuen Regeln und Subventionsmassnahmen in China die Rahmenbedingungen stark zugunsten der Elektromobilität verschoben.

1) Chinesische BYD hat Tesla 2022 überholt

Anteil am globalen EV-Markt, in %

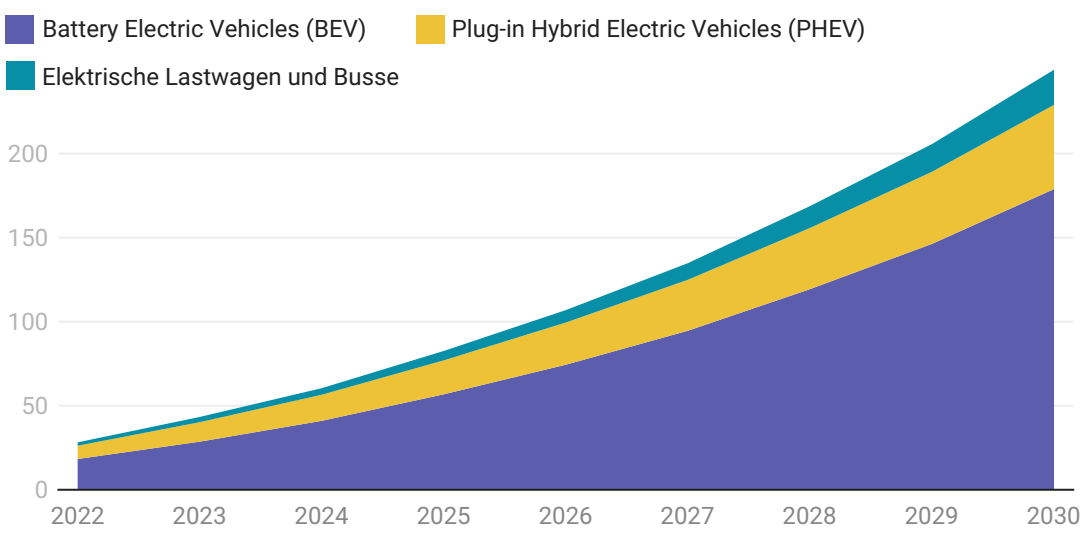
Grafik: themarket.ch – Quelle: IEA



2) Elektromobilität erwartet eine steile Wachstumskurve

Entwicklung der EV-Flotte in Mio. Fahrzeugen, Schätzung IEA

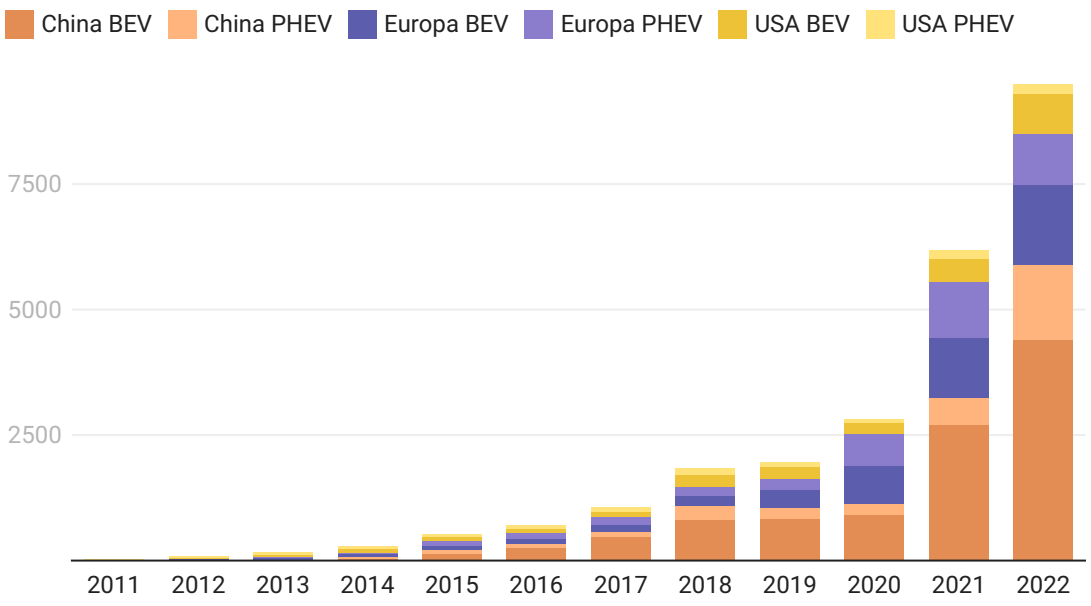
Grafik: themarket.ch – Quelle: IEA



3) Mehrheit der Elektroautos in China verkauft

Jährliches Verkaufsvolumen in 1000 Neuwagen

Grafik: themarket.ch – Quelle: IEA



Milliardenschwere Investitionen

Das notwendige Angebot an Elektromobilen überhaupt bereitstellen zu können, stellt traditionelle Hersteller nun aber vor technische Hürden und immense Investitionskosten. Diesen Frühling hat Volkswagen in Aussicht gestellt, für einen Zeithorizont von fünf Jahren gut 190 Mrd. $ in den Ausbau ihrer EV-Fähigkeiten zu investieren. General Motors hat das Investitionsziel für Elektromobilität auf jährlich 11 bis 13 Mrd. $ verdoppelt und Ford ihr bis 2026 reichendes Investitionsziel von zuvor 30 auf 50 Mrd. $ erhöht.

In Kürze:

- **Elektroautos gehört die Zukunft**
- **Chinesische Hersteller dominieren diesen Markt**
- **Westliche Premiumhersteller bleiben konkurrenzfähig**

«Elektromobilität stellt traditionelle Hersteller vor immense Investitionskosten»

Das Problem der traditionellen Autohersteller liegt nicht allein in der Neuausrichtung der Technologie, sondern auch in der Dominanz, die China in diesem Markt aufgebaut hat. Obwohl das Wachstum der Elektromobilität in Europa rasant war, in China ging es die letzten Jahre doppelt so schnell voran, sodass heute die Mehrheit aller Neuwagen mit Elektroantrieb dort verkauft wird (vgl. Grafik 3). Noch eindrücklicher ist das Bild der globalen Handelsströme: Als grösster Markt für Elektromobilität ist China inzwischen auch zu dem mit Abstand grössten Exporteur von Elektroautos geworden, teilweise jedoch auch unterstützt von westlichen Marken wie Tesla oder Volkswagen, die dort Produktionsstätten und Joint Ventures betreiben (vgl. Grafik 4).

China dominiert

Mit einem globalen Marktanteil von 75% fast vollständige Dominanz übt China im Bereich der Batterien aus – angeführt von CATL. Gemäss den Analysten von Bernstein Research hält allein dieser Batterieriese 40% am Weltmarkt. Auf Platz zwei steht BYD mit einem Anteil von 14%. Danach folgen die koreanische LG Energy Solution (LGES) und die japanische Panasonic. Fast alle Hersteller von Elektroautos hängen zumindest teilweise von Batterielieferungen von CATL ab – mit Ausnahme von BYD. Zwar setzen Tesla, Volkswagen und Toyota auch auf eigene Batterieproduktionskapazitäten, doch sie decken ihren Bedarf bei weitem nicht. Das gilt ganz grundsätzlich für die Elektromobilität, für die in ganz neuen Dimensionen Industriemetalle erforderlich sind. Nicht nur für die Batterien braucht es Silizium und Nickel, sondern insgesamt benötigt ein Elektroauto ein Vielfaches an Metallen verglichen mit einem konventionellen Fahrzeug (vgl. Grafik 5). Auch in der Bereitstellung dieser Rohstoffe dominiert China global.

Ein Grund für den Erfolg von BYD liegt darin, dass sie 1995 als Batteriehersteller gestartet war und sich in diesem Bereich sowie über den Bau von Elektrobussen über Jahrzehnte Wissen und eine Lieferkette angeeignet hat,

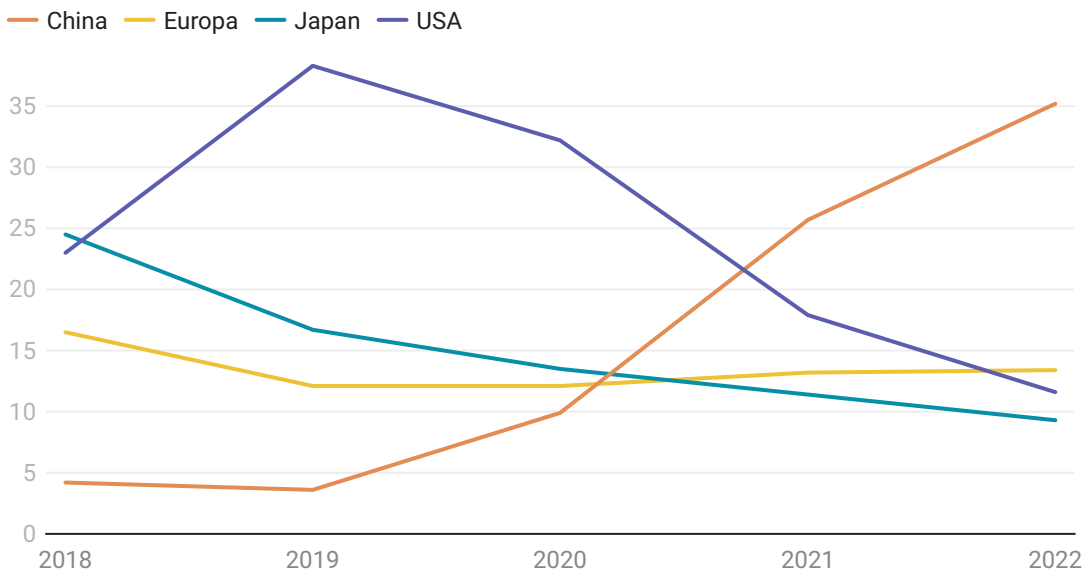
1,6 Mrd. Menschen hatten 2010 keinen Zugang zu Strom

Quelle: WHO

4) China dominiert im globalen Handel mit Elektrofahrzeugen

Anteil am globalen Exportvolumen in %

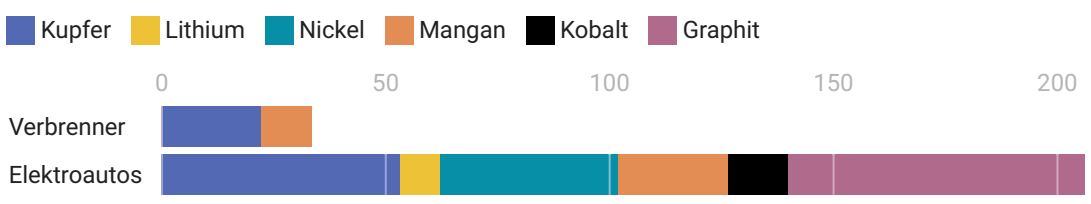
Grafik: themarket.ch – Quelle: IEA



5) Metallbedarf steigt stark beim Umstieg auf Elektroautos

in Kilogramm pro Fahrzeug

Grafik: themarket.ch – Quelle: IEA



die es ihr nun erlauben, mit grosser Eigenständigkeit Elektrofahrzeuge herzustellen.

Wissenstransfer kehrt sich um

Auch die Richtung des Wissenstransfers hat gedreht: Früher zwang China westliche Hersteller, die vor Ort produzieren wollten, in chinesische Joint Ventures, um ihr Know-how anzuzapfen. Heute bündeln westliche Unternehmen freiwillig ihre Kräfte mit chinesischen Gesellschaften, um von deren nun überlegenem Wissen in der Elektromobilität zu profitieren. Volkswagen betreibt seit längerem eine Kooperation mit der staatlich kontrollierten Saic, mit deren Hilfe sie mitunter ihre ID-Plattform aufgebaut hat. Im Juli hat sich Volkswagen nun zusätzlich für rund 700 Mio. $, entsprechend einem Anteil von 5%, bei Xpeng eingekauft, um von der Technologie dieses chinesischen EV-Herstellers zu profitieren. Gemeinsam sollen zwei Elektrofahrzeuge entwickelt werden, die unter der Marke VW firmieren, jedoch auf die Software und die Technologie für autonomes Fahren von Xpeng abstellen.

Das Dilemma, in dem sich traditionelle Hersteller im grössten Automobilmarkt der Welt wiederfinden: Volkswagen hat in China mit ihren Verbrennern zwar einen Marktanteil von 20%. Doch bei EV sind es lediglich 3% (vgl. Grafik 6). Damit steht der Konzern zwar besser da als alle anderen traditionellen Hersteller. Doch es ist gleichwohl ein Warnsignal für die Zukunft. Je grösser die chinesischen Hersteller werden, desto grösser werden ihre Preismacht und ihr Forschungsbudget, was den Konkurrenzdruck in naher Zukunft auch auf die Heimmärkte der traditionellen Hersteller ausweiten dürfte, je nach Region und Segment allerdings anders ausgeprägt.

USA schotten sich ab

Bereits die Trump-Regierung hat in den USA die Importzölle für chinesische Autos auf 27,5% erhöht. Dem steht in Europa eine Barriere von lediglich 10% gegenüber. Zudem sind in Europa Subventionen für Elektromobile jeglicher Herkunft erhältlich. In den USA schliessen die im Inflation Reduction Act definierten Regeln für Subventionen chinesische Hersteller faktisch aus. Die Folgen sind unmittelbar: Anders als im US-Markt hat BYD in Europa mit Vertriebspartnern vereinbart, dieses Jahr fünf Modelle neu auf den Markt zu bringen. In einem Deal mit Signalwirkung bekundet der chinesische Hersteller zudem die Absicht, bis 2028 den deutschen Autovermieter Sixt im europäischen Markt mit rund 100'000 rein elektrischen BYD-Fahrzeugen auszustatten. Das soll die Gewöhnung der Europäer an die chinesische Marke erhöhen, kommentieren Yanmei Xie und Nick Andrews vom Analysehaus Gavekal Research den Schritt.

Ein Grund für das diametral unterschiedliche Vorgehen der USA, deren Subventionen darauf ausgerichtet sind, einen Markt für Elektromobilität aufzubauen, der auf eine amerikanische Lieferkette abstellt, und dem duldenden Vorgehen Europas gegenüber der chinesischen EV-Offensive liegt in der Marktstruktur. Die Gavekal-Analysten weisen darauf hin, dass die deutschen Hersteller BMW, Mercedes und Volkswagen massiv in China investiert sind und dort rund ein Drittel ihrer Produktion absetzen, fast so viel wie in Europa selbst. Renault und Stellantis mit Marken wie Peugeot, Citroën, Opel oder Fiat hingegen sind auf Europa konzentriert und verzeichnen kaum Absatz in China. Die deutschen Hersteller fürchten sich vor chinesischen Vergeltungsmassnahmen, falls Europas Politik protektionistische Massnahmen hochzieht, sodass der Wunsch der vorab französischen und italienischen Hersteller nach Schutz vor chinesischer Konkurrenz in Brüssel bislang chancenlos blieb.

> «Deutschland fürchtet Vergeltungsmassnahmen»

Diese Positionierung erklärt zudem die Joint Ventures von Volkswagen mit chinesischen Herstellern von Elektromobilen – sie zielen darauf ab, in einem offenen Markt konkurrenzfähig zu werden. BMW und Mercedes hebt von anderen Herstellern ab, dass sie auf das Premiumsegment fokussieren, in dem die chinesische Konkurrenz noch wenig Markenmacht besitzt. Das Gegenteil trifft auf Renault und Stellantis zu. Für sie wird die chinesische, aber technologisch führende und oft preiswerte Konkurrenz zur Gefahr.

In Szenarien denken

Die Parameter, die auf die Autohersteller einwirken, sind bekannt: Grösse, Know-how, Marktpositionierung, Ausgestaltung der Lieferketten – primär bei der Batterie, aber auch bezüglich der Industriemetalle, die für Elektroautos benötigt werden – sowie politische Förderprogramme und Einfuhrbarrieren. Unklar ist indes, wie sie sich genau entwickeln werden und welche Autokonzerne die Stars der Zukunft sein werden. Angesichts der tiefgreifenden Umwälzungen in der Branche bietet es sich daher an, in Szenarien zu denken. Die Analysten von Morgan Stanley unterscheiden drei Szenarien: The China Case, den Slow EV Case und The De-Risking Case.

The China Case ist die Extrapolation der jüngsten Vergangenheit in die Zukunft: Der EV-Markt wächst rasant, da die Politik die Umweltziele immer höherschraubt, was die Nachfrage nach chinesischen Cleantech-Produkten weiter massiv anschiebt, angefangen bei den Industriemetallen über die Batterien bis hin zu neuen Elektromobilen. Die Gewinner in diesem Szenario sind die aufstrebenden chinesischen Autokonzerne wie Nio, Xpeng bis hin zum derzeitigen Superstar BYD. Ebenfalls profitieren würde von einem solchen Szenario die schon heute voll auf Elektromobilität ausgerichtete Tesla. Zu den Verlierern zählten traditionelle Konzerne wie Ford, Renault, Stellantis, aber auch Volkswagen. Sie müssten für die schnelle Adaption riesige Investitionsausgaben schultern und bekämen gleichzeitig den Vorsprung der chinesischen Konkurrenz voll zu spüren.

Im anderen Extrem, im Slow EV Case, gehen die Analysten von Morgan Stanley davon aus, dass eine ausgeprägte Abgrenzung von chinesischen Lieferketten und chinesischem Know-how die Kosten für die autonome Herstellung westlicher EV-Flotten massiv verteuern würde. Chinesische Anbieter müssten deshalb durch Handelsbarrieren praktisch komplett aus den westlichen Märkten verbannt werden. In diesem Szenario wären die traditionellen Autokonzerne die Profiteure, die Verlierer die chinesischen Akteure, deren Expansionsdrang zurückgebunden würde. Der Haken dabei: Eine Abschottung würde das Wachstum der Elektromobilität insgesamt so stark zurückbinden, dass die politisch gesetzten Klimaziele nicht mehr erreichbar wären. Die Einhaltung von Umweltzielen und eine weitgehende Ablösung von Chinas Marktmacht im Bereich Elektromobilität schliessen sich gegenseitig aus, schreiben die Analysten von Morgan Stanley.

Beim De-Risking Case – es ist das derzeit wahrscheinlichste Szenario – wächst Elektromobilität ebenfalls in hohem Tempo, die Zulieferketten werden global jedoch stärker diversifiziert, um die Abhängigkeit von China zumindest teilweise zu mildern. Gleichzeitig begünstigt in diesem Szenario die im Vergleich zu den USA offenere Haltung der Europäer die lokale Ansiedlung chinesischer Unternehmen. CATL produziert bereits Batterien in Deutschland, plant ein Werk in Ungarn, und BYD ist auf der Suche nach einem europäischen Standort. Europäische Arbeitsplätze werden damit zwar teilweise gesichert, was aber bleibt – oder noch verstärkt wird –, ist die Abhängigkeit von den chinesischen Kapazitäten für die Batterien und den Industriemetallen. In diesem Szenario profitieren ebenfalls die chinesischen Hersteller am stärksten, aber auch Tesla, die keine Altlasten hat und mit teilweise eigenen Batteriekapazitäten ausgestattet ist, könnte ihre Marktmacht global weiter ausspielen.

Die steigende Exportmacht Chinas – Morgan Stanley schätzt, dass chinesische Anbieter in diesem Szenario 30% des EV-Marktes ausserhalb des eigenen Landes erobern werden – dürfte insbesondere europäische Massenanbieter mit einer preissensitiven Kundschaft wie Renault oder Stellantis, aber auch japanische Konzerne wie Honda unter Druck setzen. Besser gerüstet für dieses Szenario sind Premiummarken wie Porsche, Mercedes und BMW. Völlig offen ist, ob die Strategie von Volkswagen aufgehen wird, dank Inputs aus chinesischen Joint Ventures zu einem global effizienten und erfolgreichen EV-Massenanbieter zu werden. Sicher ist einzig: Für traditionelle Hersteller werden die Investitionen enorm sein, um auch künftig Margen zu erreichen, wie sie bei Verbrennern ohne namhafte chinesische Konkurrenz möglich sind.

Zweiklassengesellschaft

Genau dieses Bild – herausgeforderte traditionelle Konzerne auf der einen und wachstumsstarke Zukunftsunternehmen auf der anderen Seite – spiegeln die Bewertungen an der Börse: Die Aktien von Volkswagen werden zu gut dem vierfachen Gewinn gehandelt, bei BMW und Mercedes ist es etwas mehr als das Fünffache. Bei Tesla beträgt das Kurs-Gewinn-Verhältnis 71 und bei BYD immerhin 25. Trotz der äusserst anspruchsvollen Ausgangslage von Mercedes und BMW bezüglich Elektromobilität: Angesichts der grossen Bewertungsunterschiede könnte es finanziell lohnenswerter sein, jetzt in sie zu investieren, statt auf die derzeit offensichtlichen Gewinner wie Tesla und BYD zu setzen.

6) Chinesische Hersteller dominieren in der Elektromobilität

Marktanteil an Elektroautos und Verbrennern in China im ersten Halbjahr 2023, in %

Grafik: themarket.ch – Quelle: Reuters, China Passenger Car Association

Unternehmen	Land	Elektromobile	Unternehmen	Land	Verbrenner
BYD		37	Volkswagen		20
Tesla		10	Toyota		12
GAC		7	Chang'an		8
SGM-Wuling		6	Honda		8
Geely		5	Geely		7
Li Auto		5	GM		6
Chang'an		4	Nissan		5
Volkswagen		3	Mercedes		5
Great Wall		3	BMW		5
Neta		2	GWM		4

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y315

675 Mio. Menschen hatten 2022 keinen Zugang zu Strom

Quelle: WHO

Anleihenlösungen von einem Weltmarktführer.

CAPITAL GROUP™

Millionen Investoren weltweit entscheiden sich für uns, um ihre langfristigen Ziele zu erreichen.

Mit über 450 Milliarden US-Dollar verwaltetem Anleihenvermögen ist Capital Group einer der grössten aktiven Anleihenmanager der Welt.[1] Der Grund für diesen Erfolg? Unser unverwechselbarer Investmentansatz.

Dank der Stabilität eines Unternehmens im Mitarbeiterbesitz und der im Schnitt 26-jährigen Erfahrung unserer Portfoliomanager[2] können wir uns einem einzigen Ziel widmen: Assetmanagement mit langfristiger Perspektive.

So können sie mehr aus Anleihen machen.

NUR FÜR PROFESSIONELLE/QUALIFIZIERTE INVESTOREN

Werbematerial

Stand aller Daten 31. Dezember 2022. Quelle: Capital Group (falls nicht anders angegeben). Verwaltetes Vermögen von Capital Fixed Income Investors.

[1] Quelle: Morningstar

[2] Stand 31. Dezember 2022.

Anlagen sind mit Risiken verbunden. Der Wert von Anlagen und ihre Erträge können schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.

Dieses von Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, herausgegebene Dokument dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist ein Tochterunternehmen von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). © 2023 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten.

INTERVIEW

«Eine multipolare Weltordnung bietet Chancen für Investoren»

Marko Papic, Chefstratege von Clocktower Research, spricht über die Lösung für die Schwäche der Wirtschaft in China, die Sorgen der Fed-Führung und liefert die Argumente, weshalb der Rohstoff-Superzyklus noch lange nicht vorbei ist. **Von Mark Dittli**

Die Schwäche der Konjunktur in China überrascht viele Investoren ebenso wie die robuste Verfassung der Wirtschaft in den USA. Entgegen vielen Vorhersagen gehört 2023 bisher den Aktien der «Magnificent Seven»: Microsoft, Alphabet, Nvidia und anderen grossen US-Konzernen aus dem Tech-Sektor. Marko Papic, Chefstratege der Research-Boutique Clocktower Group, hält diese Entwicklungen teilweise für ein Strohfeuer. Das grosse Thema für die kommenden Jahre bleibe der absehbare Boom in den Kapitalinvestitionen (Capex), angetrieben durch die Neuordnung von Lieferketten und Produktionskapazitäten sowie die Energiewende.

«Die Welt teilt Amerikas Meinung nicht, dass China eine grosse Gefahr darstellt»

Im Interview sagt Papic, wo er derzeit die besten Anlagemöglichkeiten sieht, weshalb das Fed nicht für einen Wahlsieg von Donald Trump verantwortlich gemacht werden will – und was nötig ist, damit die Finanzmärkte neue Impulse erhalten: «Xi Jinping muss uns überzeugen, dass er kein Österreicher ist.»

Marko Papic

Marko Papic ist Partner und Chefstratege bei Clocktower Group, einem Vermögensverwalter in Santa Monica, Kalifornien. Bevor er zu Clocktower stiess, war er Chief Geopolitical Strategist bei der kanadischen Research-Boutique BCA. Seine berufliche Karriere begann er bei Stratfor, einem geopolitischen Analysedienst. Papic ist Autor des 2020 publizierten Buchs «Geopolitical Alpha: An Investment Framework for Predicting the Future».

Herr Papic, warum sollten sich Anleger überhaupt mit Geopolitik befassen?
Weil wir dabei sind, von einer unipolaren zu einer multipolaren Weltordnung überzugehen. Gut dreissig Jahre lang, ab etwa 1985, war die Welt unipolar. Die USA waren die einzige Weltmacht. Und in der Wirtschafts- sowie der Innenpolitik hatte die Reagan-Thatcher-Revolution gesiegt. Diese Welt verändert sich nun, sowohl in der Innenpolitik mit einer stärkeren Polarisierung als auch in der Geopolitik.

Viele Beobachter sehen einen neuen Kalten Krieg zwischen den USA und China. Wäre bipolar nicht die bessere Bezeichnung?
Das Gerede vom Kalten Krieg dient dem aussenpolitischen Establishment der USA. Der Rest der Welt teilt Amerikas Meinung nicht, dass China eine derart grosse Gefahr darstellt. Die USA und China wetteifern vor allem um Einfluss im Pazifik. Das ist weit weg von Deutschland und Frankreich. Aus Eigennutz werden die Europäer weiterhin Airbus-Flugzeuge an China verkaufen wollen. China für seinen Teil hat gar keine echten Verbündeten. Das Verhalten der meisten Länder zeigt uns, dass wir keine bipolare Weltordnung haben. Wenn es so wäre, würde Indien den Westen nicht ignorieren und in russischem Öl schwimmen, und Saudi-Arabien würde nicht meisterhaft auf beiden Hochzeiten tanzen. Ein Merkmal einer multipolaren Ordnung ist, dass man seinen Verbündeten nicht trauen kann. Sie folgen Eigeninteressen.

Was ist die passendste Parallele dazu?
Die letzte multipolare Weltordnung dauerte von etwa 1870 bis 1945.

Das war eine gewalttätige Periode.
Multipolarität kann friedlich sein, aber sie erfordert die Beteiligung aller grossen Länder. Denken Sie an die Zeit des Kanons der Grossmächte nach den Napoleonischen Kriegen. Einer der Gründe für den Zweiten Weltkrieg war, dass sich die USA als mächtigstes Land der Welt nach dem Ersten Weltkrieg nach innen wandten und keine koordinierende Rolle übernehmen wollten. Das ist eine wichtige Parallele zu heute. Joe Biden baut zwar Allianzen neu auf, aber ich befürchte, dass wir wieder eine isolationistische Abkehr Amerikas erleben werden. Das wäre gefährlich.

Sie haben geschrieben, die USA verfolgten gegenüber China einen machiavellistischen Ansatz. Wie meinen Sie das?
Washington versucht, die Welt zu überzeugen, dass China gefährlich ist. Die Amerikaner sind sich heute über die Parteigrenzen hinweg nur in zwei Dingen einig: erstens, dass Babys süss sind, und zweitens, dass China böse ist. Diese Ansicht wurde in der Rede des nationalen Sicherheitsberaters Jake Sullivan an der Brookings Institution im April deutlich. Sullivan hat viele Ansichten von Trump aufgegriffen und sie an die Sprache der Demokratischen Partei adaptiert. Im Grunde sagte er, Amerika könne die Probleme seiner Mittelschicht lösen, indem es hart gegen China sei.

Die Kommunistische Partei Chinas hat auch Interesse daran, ihrer Bevölkerung zu signalisieren, dass Amerika der Feind ist.
Ja, das stimmt. Der Rest der Welt ist aber nicht dumm. Wenn wir die Sullivan-Rede lesen und sehen, was vor sich geht, sehen das indische Aussenministerium, die Brasilianer und die Europäer das Gleiche. Die Welt ist eben nicht bipolar. Die grosse Einschränkung für die Führung Chinas ist, dass sie sich um das Wirtschaftswachstum sorgen muss. Aus diesem Grund ist es für China sehr gefährlich, alle Beziehungen zum Westen zu verlieren. Auch wenn der Anteil der Exporte am BIP sinkt, ist die Hälfte der inländischen Investitionen an die Exportnachfrage gebunden.

«China befindet sich am Beginn einer Bilanzrezession»

Chinas Wirtschaft ist schwer gestrauchelt. Warum ist der Boom nach dem Ende der Null-Covid-Politik so rasch verpufft?
China befindet sich am Beginn einer Bilanzrezession. So, wie Europa und die USA sie nach der globalen Finanzkrise erlebt haben. Kurz gesagt: Eine Bilanzrezession tritt ein, wenn der private Sektor – Haushalte und Unternehmen – übermässig verschuldet ist und beginnt, seine Bilanz zu sanieren, indem er Schulden zurückzahlt. In der Summe führt das zu einen Einbruch der Binnennachfrage. In dieser Situation ist China auf Exporte angewiesen. Das Land kann es sich nicht leisten, seine Märkte im Westen zu verlieren.

Wenn Ihre Analyse richtig ist und China eine Bilanzrezession droht, dann sollte auch der Staat unterstützen, nicht wahr?
Unbedingt. Die Zentralregierung sollte das Wachstum durch eine Erhöhung der Fiskalausgaben stützen.

In den letzten Wochen haben wir kleine Massnahmen gesehen, darunter Zinssenkungen der chinesischen Zentralbank.
Das ist völlig unzureichend. Geldpolitik allein ist in einer Bilanzrezession nutzlos. China braucht einen fiskalischen Stimulus.

Was meinen Sie? Einen Bazooka-Stimulus wie 2009 oder 2016?
Wir brauchen keine Bazooka, aber wir müssen sehen, dass sie das Wachstum stützen. Die Zentralregierung müsste beginnen, grosse Infrastrukturprojekte zu realisieren. Das letzte Mal, dass sie das getan hat, war 2016 mit der Sanierung der urbanen Elendsviertel.

Hat China noch Bedarf an Infrastruktur?
Sie könnten wieder Elendsviertel sanieren. Oder ich denke an Infrastruktur für Elektrofahrzeuge, Ladestationen, die Umstellung auf erneuerbare Energien, einschliesslich Kernenergie, sowie Stromübertragungsleitungen. Es gibt viele grosse Projekte, die China umsetzen kann.

Xi Jinping scheint ein Gegner grosser Fiskalprogramme zu sein.
Xi denkt wie ein Ökonom der Österreichischen Schule. Aber er ist auch ein Populist. Und in den nächsten sechs Monaten muss die Parteiführung das Wachstum stabilisieren. Wenn sie das nicht tut, läuft China Gefahr, in eine brutale deflationäre Bilanzrezession abzurutschen. Das wäre ein politischer Fehler von historischem Ausmass. Die Tatsache, dass die Zahlen zur Jugendarbeitslosigkeit nicht mehr veröffentlicht werden, sagt alles. In einigen Städten liegt sie bei 40% und mehr.

Ist der Gesellschaftsvertrag zwischen Partei und Bevölkerung in Gefahr?
Ja. Seit 1989 war die inländische Lage in China nicht mehr so schlecht wie heute. Über die Jugendarbeitslosigkeit mache ich mir allerdings nicht so viele Sorgen. Sie war in Spanien und Italien während der Eurokrise auch nicht fatal. Niemand fängt deswegen eine Revolution an. Was die Parteiführung jedoch

1341 Std. Durchschnittliche Jahresarbeitszeit in Deutschland im Jahr 2022 Quelle: OECD

pro aurum
Edelmetalle. Münzen. Barren.

KAUFEN, VERKAUFEN. UND DABEI IMMER GLÄNZEN.

Wertbeständig und trotzdem flexibel: eine Investition in Edelmetalle.

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

MÜNCHEN • BAD HOMBURG • BERLIN • DRESDEN • DÜSSELDORF • HAMBURG • SAARBRÜCKEN • STUTTGART • ULM • ZÜRICH

WWW.PROAURUM.CH

beunruhigen sollte, sind die wirtschaftlichen Aussichten der Mittelschicht. Sie hat ihre Ersparnisse in Wohnungen in mittelgrossen Städten investiert, um sie dereinst zu verkaufen und den Erlös für ihre Krankenversicherung und die Ausbildung ihrer Kinder zu verwenden. Der Rückgang der Immobilienpreise untergräbt die Sparguthaben der Mittelschicht. In einigen Städten sind die Wohnungspreise dem Vernehmen nach um 80% gefallen. Das ist politischer Zündstoff. Es ist nicht nötig, dass die Immobilienpreise wieder steigen, aber sie müssen stabilisiert werden.

«Der Rückgang der Immobilienpreise untergräbt die Sparguthaben der Mittelschicht»

Könnte die Parteiführung nicht beschliessen, gegen Taiwan vorzugehen und die wirtschaftliche Malaise in ein nationalistisches Projekt zu kanalisieren?
Das bezweifle ich. Natürlich besteht die Gefahr, dass die Führung die Unzufriedenheit durch Krieg ins Ausland exportiert. Das hat Wladimir Putin getan. Aber die Mittelschicht in China ist nicht dumm. Ich meine, wenn meine Ersparnisse um 80% gesunken sind, was zum Teufel kümmert mich dann Taiwan? Ein Angriff auf Taiwan würde die wirtschaftliche Situation nur verschlimmern. Putin kann die russische Mittelschicht egal sein, aber China ist anders, viele Arbeitsplätze der Mittelschicht sind an den Exportmotor gebunden. Das Kalkül in Peking wird noch sehr lange gegen einen Krieg um Taiwan sprechen.

Die US-Wirtschaft überrascht derweil mit ihrer Robustheit. Das Augenmerk der Finanzmärkte gilt der Frage, ob das Fed mit seinen Zinserhöhungen schon fertig ist oder nicht. Was denken Sie?
Die Bilanzen der US-Haushalte sind gesund, die Investitionsausgaben der Unternehmen hoch, und die Fiskalpolitik ist expansiv. Ich rechne in nächster Zeit nicht mit einer Rezession. Und ja, das Fed ist so gut wie am Ende. Fed-Chef Powell könnte die Zinsen vielleicht noch einmal anheben, aber dann ist Schluss.

Wird das Fed im Jahr vor den Wahlen die Zinsen nicht erhöhen?

Normalerweise nicht. Die Fed-Leute wollen nicht verantwortlich gemacht werden, wenn die Wirtschaft im Wahljahr in eine Rezession rutscht. Trump schneidet in den Umfragen heute gegen Biden besser ab als vor vier Jahren. Obwohl Vollbeschäftigung herrscht, die Wirtschaft brummt und sich der Aktienmarkt gut hält, liegt Trump vor Biden. Wenn man als Mitglied der Fed-Führung auf die nächsten zwölf Monate blickt, sagt man sich, dass sich die Wirtschaft ohnehin abkühlen wird. Erhöht man die Zinsen weiter, steigt das Risiko einer Rezession, was praktisch eine Garantie für einen Sieg Trumps ist.

Fassen wir zusammen: Die Welt tritt in eine multipolare Ordnung ein, China stolpert in eine Bilanzrezession, die US-Wirtschaft ist robust, und das Fed wird pausieren. Was bedeutet das für Anleger?
Die multipolare Weltordnung bedeutet, dass wir uns am Beginn eines säkularen Booms in den Kapitalinvestitionen – im Jargon Capex genannt – befinden. Weltweit werden enorme Investitionen für die Neuordnung von Lieferketten und Produktionskapazitäten erforderlich sein. Darüber hinaus müssen Billionen in den Ausbau erneuerbarer Energien investiert werden. Dieser Investitionszyklus dürfte für Rohstoffe und ausgewählte Schwellenländer sehr positiv sein. Den letzten Investitionsboom sahen wir in den Jahren ab 2001. Kurzfristig trübt jedoch die Schwäche Chinas das Bild. Es ist schwierig, ausserhalb der USA zu investieren, bevor China uns überzeugt, dass es das Wachstum stützen wird.

Sie denken, der Rohstoff-Superzyklus ist intakt, er wird bloss von China belastet?
Ja. Die Rohstoffpreise bewegen sich seitwärts. Aber das ist angesichts der Schwäche Chinas ein unglaublich starkes Preisbild. Vor fünf Jahren wären die Preise für Kupfer und Rohöl ins Bodenlose gefallen, wenn sich China so verhalten hätte. Für mich ist das eine Bestätigung des Capex-Booms. Es geht nicht um China. Es geht um die Energiewende und die geopolitische Neuordnung der Lieferketten. Es gibt einen Grund, warum wir den Kupferpreis «Dr. Copper» nennen. Kupfer hat einen Doktortitel in Ökonomie. Die Preise signalisieren etwas. Die Rohstoffmärkte sagen uns heute: Wir können China überleben. Aber Peking muss uns davon überzeugen, dass es wirtschaftspolitisch nicht Selbstmord begeht. Wir müssen davon überzeugt werden, dass Xi kein Österreicher ist.

Welche Schwellenländer empfehlen Sie?
Zunächst möchte ich klarstellen, dass ich nicht China meine, wenn ich von Schwellenländern spreche. China ist eine Welt für sich. Für Anleger bleibt es ein schwieriges Pflaster. Andere Schwellenländer sind interessanter: Sie haben die Zinsen erhöht, als wir im Westen es hätten tun sollen. Im Jahr 2021 waren sie orthodox, wir waren es nicht. Amerika hat sich wie ein Schwellenland verhalten, während Brasilien und Mexiko orthodox waren. Zweitens haben sie während der Pandemie nicht blind mit Geld um sich geworfen. In vielen dieser Länder ist der Konsumsektor gesund, und nun kommt der strukturelle Capex-Boom hinzu.

«Amerika hat sich wie ein Schwellenland verhalten, während Brasilien und Mexiko in der Geldpolitik orthodox waren»

Sie würden also Brasilien kaufen und sich von China fernhalten?
Unbedingt. Indonesien, Vietnam, Mexiko, Brasilien. Ich mag auch Saudi-Arabien. Das Land spielt das geopolitische Spiel meisterhaft und versucht, sich zu industrialisieren.

Ende 2022 hatten sich viele Anleger mit dem Gedanken angefreundet, dass die Überperformance des US-Tech-Sektors vorbei sei. Doch dieses Jahr sind die «glorreichen sieben» – Microsoft, Alphabet, Meta und weitere – die Gewinner. Warum?
Aus drei Gründen. Einer hat mit den Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen zu tun. In der ersten Hälfte des Jahres sanken sie in Erwartung einer Rezession. Zweitens kollabierte im März die Silicon Valley Bank, und das Fed öffnete sofort den Geldhahn. Drittens hat die unerwartete Schwäche Chinas den Eindruck erweckt, dass sich die Weltwirtschaft wieder auf eine disinflationäre Abwärtsspirale zubewegt, in der man nur Big Tech besitzen kann. Das hat einen Kapitalfluss in die Sicherheit der «glorreichen sieben» ausgelöst.

Welche Rolle spielt der Hype um die künstliche Intelligenz?
Das ist ein weiterer Faktor, der die FAANG-Aktien beflügelt hat. Aber es fällt mir schwer, das zu akzeptieren. Ich sehe nicht, warum die Googles und die Metas dieser Welt in grossem Stil von KI profitieren werden. Sie werden am Ende gezwungen sein, KI-Lösungen kostenlos in ihr Produktangebot zu integrieren. Ich sehe nicht, warum ihr Gewinn durch den Einsatz von KI nachhaltig steigen sollte. Deshalb glaube ich nicht, dass sie ein weiteres Jahrzehnt der Überperformance erleben werden.

Gilt diese Skepsis auch für Nvidia?
Nein. Wenn ein Goldrausch ausbricht, kauft man die Hersteller von Schaufeln. Nvidia ist ein Schaufelhersteller. Jeder braucht Nvidia-Chips für KI-Anwendungen. Ich möchte auch Unternehmen wie ASML und Tokyo Electron besitzen, denn wenn wir ausserhalb von Taiwan Chipfabriken bauen wollen, braucht es ihre Maschinen.

Ist der diesjährige Lauf der Aktien der «glorreichen sieben» ein Strohfeuer?
Ja. Aber die Ausgangslage ist binär. Ich muss mit meiner Einschätzung richtigliegen, dass China die Wirtschaft stimuliert und das Fed bereit ist, in einem Wahljahr die Zinsen nicht anzuheben. In diesem Fall könnte der Dollar 2024 einen Abwärtstrend sehen. Das wäre positiv für Rohstoffe und Schwellenländer. Aber nochmals: Zunächst muss China uns überzeugen, dass es nicht selbstmörderisch ist. Bis dahin kann der Dollar stark bleiben, und Investoren könnten sich weiter in den FAANG verstecken.

Was, wenn Sie sich irren und die USA in eine Rezession rutschen?
Nehmen wir an, es kommt nächstes Jahr zu einer Rezession. Die Inflation wird unter 2% fallen, die Treasury-Renditen werden sinken, die Unternehmensinvestitionen einbrechen. Wie immer in einer Rezession. Und dann wird jeder sofort wieder in die FAANG einsteigen wollen, nicht wahr? Aber das wäre falsch. Rezessionen beenden keine säkularen Trends. Wenn wir uns im gleichen geoökonomischen Kontext befinden, wenn Amerika China immer noch nicht mag, wenn wir immer noch von der Energiewende und der Neuordnung von Lieferketten sprechen, dann wird der Capex-Boom wieder anspringen. Eine zyklische Rezession ist kein Grund, ein langfristiges, strukturelles Thema zu ändern.

Was würde Sie dazu bewegen, anzuerkennen, dass Sie falschliegen und der Nasdaq auch für die kommenden Jahre der beste Ort für Aktienanlagen sein wird?
Zwei Dinge. Erstens: Sollte China wirtschaftspolitischen Suizid begehen, ändert sich meine Meinung. Zweitens erzeugen Manien ihre eigene Dynamik. Wenn die meisten Anleger der Meinung sind, dass die einzige Möglichkeit, die KI-These zu spielen, die «glorreichen sieben» sind, dann könnte es zu einer Dollarrally im Stil der späten Neunzigerjahre kommen. Wenn jeder Schweizer Pensionskassenmanager sagt, ich will KI besitzen, und der einzige Weg, das zu tun, ist der Kauf der FAANG-Aktien, und alle anderen ebenso denken, dann kann sich der Dollar aufwerten. Und ein steigender Dollar ist nicht gut, weil er die Kosten vieler Investitionsgüter, einschliesslich der Rohstoffe, zu stark erhöht. Wir sollten nicht vergessen, dass Investoren gerne an Narrative glauben. Erinnern Sie sich an das Bric-Papier von Jim O'Neill, damals bei Goldman Sachs, im November 2001? Ein Sekundarschüler hätte es schreiben können. Sehr einfaches Zeug. Das war die Genialität von O'Neill: Er schuf ein starkes Narrativ. Das beste Stück Sell-Side-Research, das je geschrieben wurde. Heute befinden wir uns wieder in einem Narrativwettbewerb. Er könnte noch eine Weile dauern.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:
go.themarket.ch/y318

2226 Std. Durchschnittliche Jahresarbeitszeit in Mexiko im Jahr 2022

Quelle: OECD

ANALYSE

Wie man ins Anlagethema Robotik investiert

Automation und Robotik sind langfristig attraktive Zukunftsthemen. Doch die Umsetzung einer konkreten Anlagestrategie ist schwierig. Viele Hersteller sind klein, privat oder nur Teil eines Industriekonglomerats. Auch Robotik-ETF überzeugen nicht vollends. **Von Giorgio Müller**

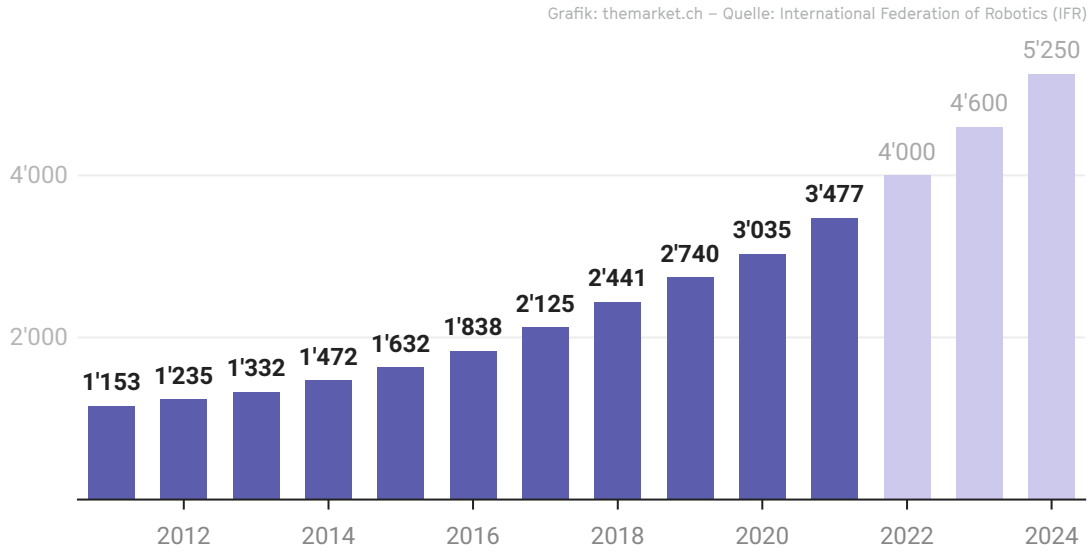
Im verarbeitenden Gewerbe sind Industrieroboter seit Jahrzehnten im Einsatz. Die programmierbaren, über Sensoren gesteuerten Bewegungsautomaten sind das Kernstück einer automatisierten Fabrik. Als Pionier gilt die amerikanische Unimation. Anfang der Sechzigerjahre wurde ihr Unimate erstmals in einer General-Motors-Fabrik eingesetzt. Seit 1989 gehört das Unternehmen dem Schweizer Privatunternehmen Stäubli. 2004 kaufte es das Robotergeschäft von Bosch Rexroth. Mit 6000 Mitarbeitenden und einem Umsatz von 1,6 Mrd. Fr. gehört Stäubli zu den wichtigsten europäischen Roboterherstellern.

Mittlerweile dürften weltweit mehr als 4 Mio. Industrieroboter im Einsatz stehen. Das entspricht einer Vervierfachung innerhalb von zwölf Jahren. Der mit Abstand grösste Markt ist China. Fast jeder zweite neue Roboter wird dort installiert. Auch in Sachen Roboterdichte (Anzahl Industrieroboter pro Arbeiter) haben asiatische Länder (China, Japan, Südkorea, Singapur) die Nase vorn.

1) Kontinuierlich steigende Zahl an Industrierobotern

Weltweit installierte Industrieroboter (in 1000), ab 2022 Schätzungen

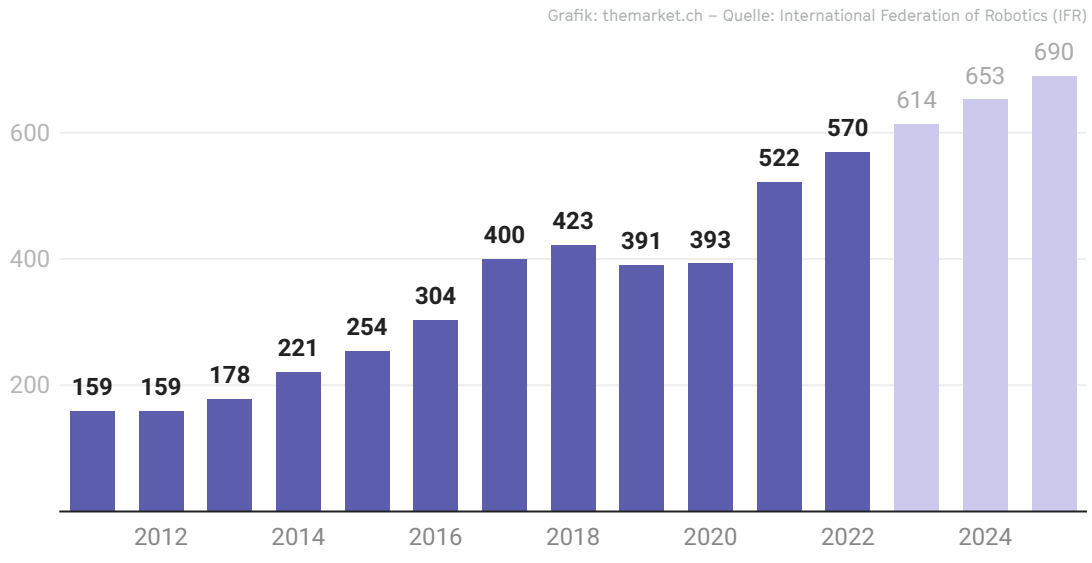
Grafik: themarket.ch – Quelle: International Federation of Robotics (IFR)



2) Zyklisches Neuinstallationsgeschäft

Anzahl neu installierter Industrieroboter (in 1000), ab 2023 Schätzungen

Grafik: themarket.ch – Quelle: International Federation of Robotics (IFR)



3) Asiatische Hersteller dominieren das Robotergeschäft

Die wichtigsten kotierten Hersteller von Industrierobotern

Quellen: Bloomberg

Unternehmen (Land)	Anteil Robotikgeschäft	Börsenwert	Umsatz	Ebit-Marge	KGV 23	Rendite
ABB (Schweiz)	12%	67,7	33,6	11,3%	19	2,6%
Fanuc (Japan)	60%	22,8	6,0	22,5%	30	1,4%
Kawasaki Heavy Industries (Japan)	12%	4,3	11,9	4,6%	12	2,1%
Midea Group (China)	9%	55,0	48,1	9,0%	12	4,4%
Mitsubishi Electric (Japan)	30%	27,5	34,9	5,2%	15	2,1%
Yaskawa Electric (Japan)	40%	10,3	3,9	12,3%	30	1,1%

Geldwerte in Mrd. $ umgerechnet (Stand 13.9.23), Umsatz und Ebit-Margen für Geschäftsjahr 2022

In Kürze:

- Die Anzahl Roboter steigt stetig, weil die Preise sinken
- Fast jeder zweite neue Roboter wird in China installiert
- Fanuc ist eines der wenigen Pure Plays

In den vergangenen Jahren war die Robotiksparte wegen ihrer unterdurchschnittlichen Rentabilität eine Belastung. Mittlerweile hat sich die Ebita-Marge deutlich erholt, im ersten und im zweiten Quartal lag sie nur noch knapp unter der Gruppenmarge. Laut ZKB-Analyst Richard Frei sei in dieser Sparte weiteres Margenpotenzial vorhanden. «Der Zenit ist noch nicht erreicht.»

«Weltweit dürften mehr als 4 Mio. Industrieroboter im Einsatz stehen»

China kennt eine Reihe einheimischer Hersteller (Siasun, Efort, GSK, Estun, STS, Greatoo). Sie decken rund 25 bis 35% des chinesischen Robotermarktes ab.

Während Jahren gingen Roboter zumeist in den Automobilbereich. Für Schweissarbeiten, das Hantieren von Einzelteilen oder das Lackieren von Fahrzeugen sind sie heute in jeder modernen Autofabrik anzutreffen. Wegen der harzigen Umstellung vom Verbrennungs- zum Elektromotor und des Nachfrageeinbruchs während der Pandemie ist die Fahrzeugbranche jedoch knausriger geworden. Mittlerweile nimmt die Elektronikindustrie die meisten Industrieroboter ab.

Wachstum bleibt intakt

Laut dem Branchenverband International Federation of Robotics (IFR) wird sich der Boom nach der Pandemiekrise zwar verflachen, der langfristige Wachstumstrend aber nicht brechen. Im vergangenen Jahr wurden 570'000 Industrieroboter ausgeliefert, rund 10% mehr als im Vorjahr. Bis 2025 rechnet IFR mit jährlichen Zuwachsraten im mittleren bis hohen einstelligen Prozentbereich. Der Absatz hat zugenommen, weil auch die Kosten von Industrierobotern kontinuierlich gesunken sind. Innerhalb von zwanzig Jahren haben sich ihre Preise etwa halbiert. Für die Hersteller sind sie trotzdem ein gutes Geschäft geblieben; ihre meist guten Gewinnmargen belegen das.

Ein kleines, aber rasch wachsendes Teilsegment des Roboterbereichs sind die sogenannten Cobots (Collaborative Robots). Sie agieren direkt mit Menschen, müssen ihre Arbeit also nicht mehr in abgetrennten Sicherheitszonen der Fabrik verrichten. Ihr Anteil hat in den vergangenen fünf Jahren von 2,8 auf 7,5% zugenommen. Die von ABB gefertigte Modellreihe Yumi gehört dazu. Als Marktführer unter den Industrierobotern gilt Fanuc. Das japanische Unternehmen wurde 1982 vom Industriekonglomerat Fujitsu abgespalten und hat mittlerweile gegen 1 Mio. Industrieroboter verkauft. Monatlich kann es bis zu 10'000 Roboter fertigen. Mit einem Umsatzanteil von rund 60% ist Robotik das wichtigste Segment des Konzerns. Der Rest entfällt auf Automationslösungen.

Rund 30% der Einnahmen erwirtschaftet Fanuc in China, ihr Marktanteil bewegt sich dort zwischen 10 und 15%. Deshalb spürt sie die dortige konjunkturelle Schwäche unmittelbar. Von April bis Juni 2023 gingen fast nur noch halb so viele Aufträge aus dieser Region bei Fanuc ein wie im Vorjahresquartal. Gesamthaft sank ihr Quartalsumsatz um 20%. Die traditionell hohe Ebit-Marge reduzierte sich auf 16,2% (i. V. 23,5%). Im Nachgang des enttäuschenden Quartalsergebnisses verloren die Fanuc-Aktien rund 13%. Damit war die seit Anfang Jahr erzielte Kursavance weitgehend getilgt.

Eine prominente Rolle spielt die Robotik auch bei Yaskawa Electric, die rund 12% des Marktes bestreitet. Mit rund einer halben Million Stück hat der japanische Hersteller bisher etwa gleich viele Industrieroboter verkauft wie ABB. Rund 40% des Umsatzes werden mit den unter dem Markennamen Motoman verkauften Robotern erzielt. Im abgelaufenen Fiskaljahr (per Februar 2023) kam dieses Geschäft auf Stufe Ebit auf eine Gewinnmarge von 11,7% (gruppenweit 12,3%). Obwohl auch Yaskawa rund ein Drittel des Umsatzes in China erwirtschaftet, blieb die Marge im ersten Quartal (März bis Mai 2023) bei rund 12%.

ABB Robotics setzt auf China

In ähnlicher Grössenordnung bewegt sich das Robotergeschäft von ABB. Es kam von Asea, dem schwedischen Teil bei der Fusion mit BBC, zum Schweizer Industriekonzern. Mehr als 11'000 Mitarbeitende an über 100 Standorten in gut 53 Ländern umfasst der Bereich. Innerhalb des Konzerns spielt die Sparte Robotics & Discrete Automation eine untergeordnete Rolle. Die grösseren und rentableren Sparten Antriebstechnik und Elektrifizierung dominieren klar.

«In der Robotiksparte von ABB ist weiteres Margenpotenzial vorhanden»

Die Erholung erklärt sich der Analyst damit, dass sich ABB im Robotikgeschäft weniger stark auf die Autoindustrie ausrichtet, was sich in der Branchenkrise als besonders hilfreich erwiesen hat. Zudem sei sie davon abgekommen, als Komplettanbieter ganze Automationsanlagen anzubieten, an denen sie nur einen Teil der Wertschöpfung für sich beanspruchen könne.

Auch ABB Robotics ist stark von China abhängig. Dort wird rund ein Viertel der Einnahmen erwirtschaftet. Im vergangenen Jahr wurde in Schanghai das grösste Forschungs- und Entwicklungszentrum des Konzerns eröffnet. Aus dem chinesischen Werk wird vorwiegend der einheimische Markt bedient. Die dortige Flaute zeigt sich im schleppenden Auftragseingang. Im zweiten Quartal lag er um 23% unter Vorjahr.

Ein weiterer prominenter Anbieter aus Europa ist der Robotik- und Automatisierungsspezialist Kuka (Keller und Knappich Augsburg). Der grösste Hersteller Deutschlands ist für seine grossen Fabrikationsanlagen in Autofabriken bekannt. 2014 hat er das Schweizer Logistikunternehmen Swisslog übernommen. Seit 2016 gehört Kuka dem chinesischen Industriekonzern Midea. Im vergangenen Jahr erzielte sie einen Umsatz von 3,9 Mrd. € (+19%) sowie einen um ein Viertel höheren Auftragseingang von 4,5 Mrd. €. Trotz der Grösse bestreitet sie weniger als ein Zehntel der Gesamteinnahmen von Midea.

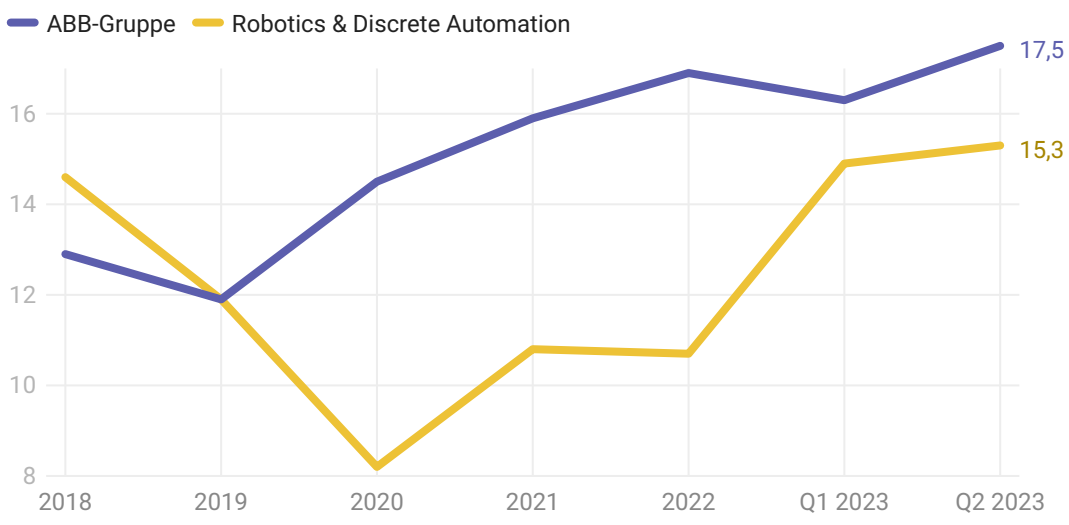
Die längerfristigen Aussichten für Industrieroboter sind gut. Der Fachkräftemangel zwingt die verarbeitende Industrie, die Automation voranzutreiben. «In China schrumpft bereits der Pool an Arbeitskräften, und auch in Europa und den USA wird das der Fall sein», sagt Vontobel-Analyst Mark Diethelm. Weil die Kosten für Industrieroboter tendenziell sinken, werden sie auch für kleine und mittelgrosse Unternehmen erschwinglich. Und nicht zuletzt sollte der technische Fortschritt (maschinelles Lernen, künstliche

1959 Joseph Engelberger und George Devol bauen den ersten Industrieroboter (Unimate #001) Quelle: IFR

4) Robotergeschäft von ABB hat Margendelle überwunden

Operative Gewinnmargen auf Stufe Ebita, in Prozent

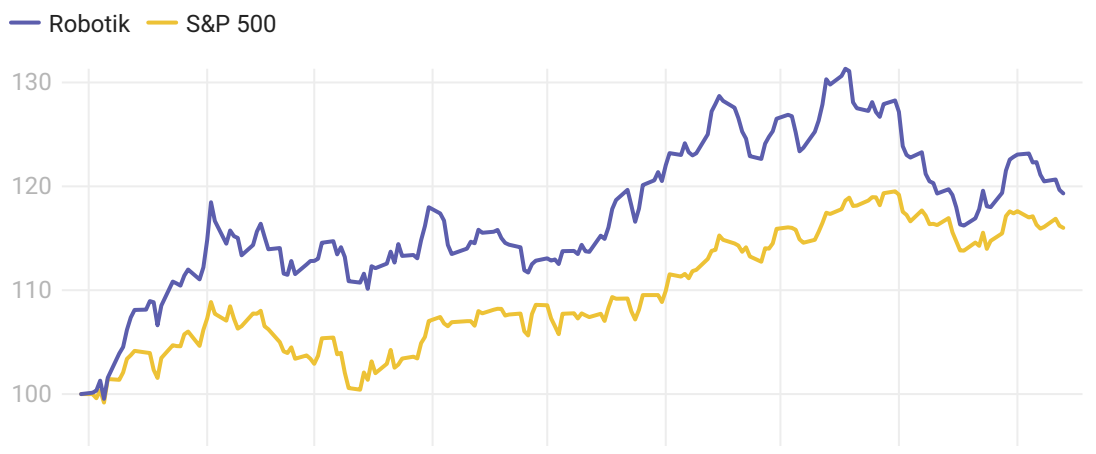
Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg, ABB



5) Robotikaktien seit Anfang Jahr in Front

Kursentwicklung von Stoxx Global Automation & Robotics Index und S&P 500, indexiert

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



Intelligenz) es ermöglichen, dass sich die Fähigkeiten von Industrierobotern in den kommenden Jahren exponentiell verbessern. Vor allem die Verschmelzung von KI und Robotik verspricht ungeahnte Möglichkeiten und Effizienzgewinne.

> «Die Verschmelzung von KI und Robotik verspricht ungeahnte Möglichkeiten»

Die mehrachsigen Roboter können immer komplexere Arbeiten übernehmen, weshalb sie vermehrt auch in der Pharma- und der Lebensmittelindustrie einsetzbar sind. Laut Diethelm ist die Verlagerung der Fertigung aus China in andere Länder ein starker struktureller Treiber, von dem das Robotikgeschäft profitiert. Der Handelskrieg zwischen den USA und China sowie die staatlichen Vergünstigungen beim Aufbau neuer Fabriken würden diese Entwicklung unterstützen.

Vorübergehend werden diese fundamental günstigen Trends indes von zwei Negativfaktoren überschattet: Zum einen dauert die Erholung der Autoindustrie, des bisherigen Hauptabsatzgebiets, länger als erwartet. Zum anderen verläuft die wirtschaftliche Erholung in China nur schleppend. Auch künftig dürften Robotikinvestments den Launen der Wirtschaftszyklen unterworfen sein. Im Rückblick könnte sich die Durststrecke als günstige Gelegenheit entpuppen, zu attraktiven Konditionen an einem langfristigen Wachstumstrend zu partizipieren.

Aus Anlegersicht bleibt jedoch ein gewichtiges Handicap: die schwierige konkrete Umsetzung einer entsprechenden Anlagestrategie. «Bei Robotikinvestments gibt es keinen einfachen Weg, da etablierte Roboteranbieter meist Teil eines grösseren Konzerns sind», sagt Diethelm. Reine Robotikunternehmen sind entweder sehr klein, oder sie befinden sich in Privatbesitz. Am ehesten kommen Fanuc, Yaskawa und Rockwell Automation für ein Direktinvestment in das Thema Robotik und Industrieautomation infrage.

Ausweg strukturierte Produkte

Als Ausweg bieten sich strukturierte Finanzprodukte (Tracker-Zertifikate) und Exchange Traded Funds (ETF) an. Sie orientieren sich meist am Stoxx Global Automation & Robotics Index. In den vergangenen fünf Jahren entwickelte er sich jedoch kaum anders als der Gesamtmarkt. Lediglich die Ausschläge nach unten und oben waren etwas ausgeprägter. Der Index besteht aus 166 Mitgliedern, die meist nur bedingt dem Robotikbereich direkt zuzuordnen sind. Aus der Schweiz sind neben ABB auch Komax, Inficon, Rieter, Interroll, Kardex, Bystronic, OC Oerlikon und Meyer Burger vertreten.

An der SIX Swiss Exchange kann mit dem iShares Automation & Robotics Ucits (Ticker: RBOT SW, ISIN: IE00BYZK4552) das Robotikthema zumindest teilweise abgedeckt werden. Mit einem Fondsvermögen von 3,1 Mrd. $ ist er der grösste Robotik-ETF. Doch mit AMD, Nvidia und ServiceNow erwirbt man damit auch einige grosse US-Tech-Unternehmen, die nur indirekt mit diesem Gebiet in Verbindung gebracht werden können. Das Anlagethema Robotik verlangt den Investoren viel manuelle Arbeit ab.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y321

PUBLIREPORTAGE

Mit dem Equity Acumulator der ZKB vorteilhaft den Bestand einer Aktie aufbauen.

Mit dem Kauf von Aktien mittels Accumulator profitieren Anleger/innen von verschiedenen Vorteilen. Worum geht es dabei, und worauf ist beim Kauf zu achten? Die Antworten auf die wichtigsten Fragen.

Was genau ist ein Accumulator?
Ein Accumlator ermöglicht, in regelmässigen Abständen Aktien zu einem fixen Aktienkurs zu kaufen, der tiefer als der aktuelle Spot- und Terminkurs ist. Es handelt sich dabei um ein strukturiertes Aktientermingeschäft, mit dem von einer neutralen oder leicht stärkeren Kursentwicklung profitiert werden kann, solange das Knock-out Level nicht überschritten wird.

Was ist ein Decumulator?
Ein Decumulator ist im Wesentlichen das Gegenteil eines Accumulators und ermöglicht in regelmässigen Abständen Aktien zu einem fixen Aktienkurs zu verkaufen, der höher als der aktuelle Spot- und Terminkurs ist.

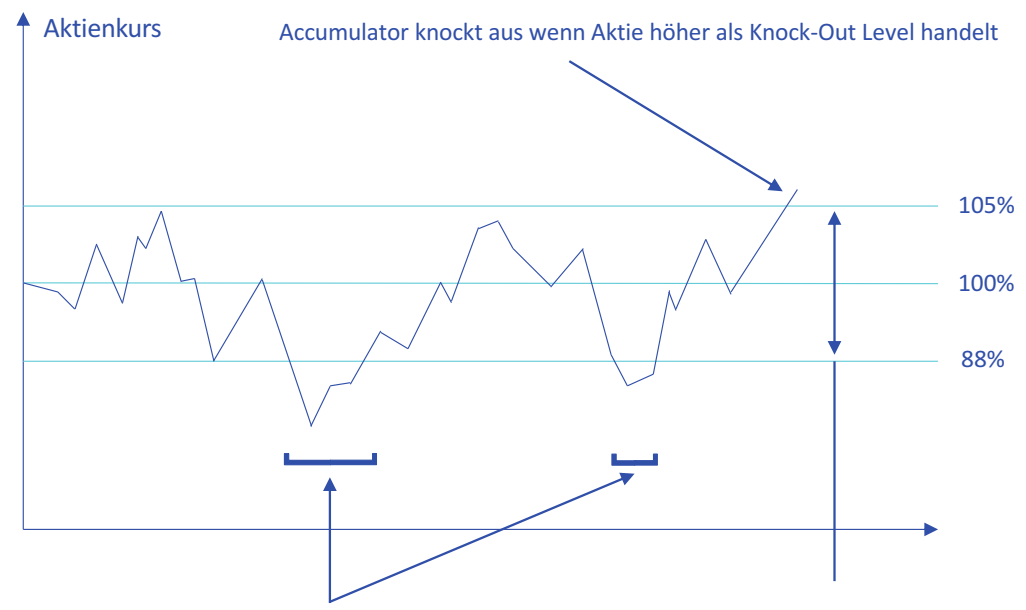
In einfachen Worten: Wie funktionieren diese beiden Produkte?
Beispiel Accumulator: Das Produkt wird so strukturiert, dass der Abschluss prämienneutral erfolgt. Bei einer Laufzeit von einem Jahr und einem monatlichen Fixing, also maximal zwölf Ereignissen, kauft der Investor monatlich eine im Voraus definiert Anzahl Aktien zu einem präferierten fixen Preis (Strike). Wenn der Aktienkurs über der Barriere notiert, verfällt das Produkt.

Wie sind sie strukturiert, aus welchen Einzelteilen bestehen die Produkte?
Das Produkt besteht aus täglichen Call- und Put-Optionen. Diese haben ein monatliches Abwicklungs-Intervall. Bei einer zwölfmonatigen Laufzeit besteht das Produkt bei 250 Handelstagen aus 250 Call- und 250 Put-Optionen.

In welchem Szenario eignet sich eine Investition in einen Accumulator?
Ein Anleger möchte eine Aktienposition aufbauen, ist sich jedoch unsicher über den optimalen Einstiegszeitpunkt. Er könnte einen Accumulator mit einer Laufzeit von sechs Monaten nutzen, um über diesen Zeitraum hinweg schrittweise Aktien des Unternehmens zu einem vorab festgelegten Preis zu erwerben. Der Vorteil besteht darin, dass der Preis zum Zeitpunkt des Abschlusses unter dem Spot-, bzw. -Terminkurs notiert.

Wann ist der richtige Zeitpunkt für einen Decumulator?
Ein Decumulator wird in der Regel genutzt, wenn ein Anleger bestehende Aktienpositionen verkaufen möchte. Beim Abschluss eines Decumlator geht der Anleger i. d. R. davon aus, dass die Aktien in der Tendenz tiefer notieren wird (idealerweise aber nie unter der Barriere handelt).

Beispiel Nestlé SA



Können Sie ein konkretes Beispiel geben?
Beispiel Roche: Kurs beim Abschluss 260.– / Strike 250.– / Abschlag von 10.– / Barriere = 288.–. Die Laufzeit beträgt zwölf Monate, monatliches Intervall. Konkret werden dem Anleger monatlich eine im Voraus definiert Anzahl Roche-Aktien angedient. Maximal während eines Jahrs bzw. monatlich, solange die Barriere nicht berührt worden ist.

Wie werden die während der Laufzeit anfallenden Dividenden behandelt?
Dividenden werden keine ausbezahlt. Wird beispielsweise eine Dividendenzahlung während der Laufzeit eines Accumulator erwartet, sind die Parameter attraktiver (also Strike tiefer, bzw. Barriere höher). Beim Decumulator verhält es sich umgekehrt, Strike höher, bzw. Barriere tiefer.

Für welche Investoren eignen sich diese Produkte?
Diese Produkte werden mehrheitlich durch qualifizierte Anleger gehandelt. Diese müssen über eine entsprechende Risikofähigkeit sowie über ein adäquates Wissen verfügen.

Warum müssen die Produkte eine Barriere haben?
Um attraktive Strike Levels zu bestimmen, muss das Produkt im Gegenzug mit einer Barriere ausgestattet werden. Das Risiko der Barriere besteht darin, dass das Produkt vorzeitig terminiert wird (im Fall einer Barriere-Berührung). Die Höhe der Barriere erfolgt in Abstimmung mit dem Kunden.

Wie ist der Handel dieser Produkte? Besteht ein liquider Sekundärhandel oder hält man sie in der Regel für die gesamte Laufzeit?
Diese Produkte werden meistens bis Verfall gehalten. Es besteht also kein Sekundärmarkt. Selbstverständlich kann der Kunde das Produkt vorzeitig auflösen.

Welche sind die Risiken dieser Produkte?
Das Risiko besteht darin, dass der Kunde beim einem Accumulator Aktien kaufen muss, obwohl der aktuelle Aktienkurs tiefer notiert. Beim Decumulator besteht das Risiko darin, dass er die Aktie zu einem tieferen Preis als dem aktuellen Kurs verkaufen muss. Die maximale Anzahl Aktien und der Preis sind beim Abschluss der Transaktion bekannt. Das Risiko kann somit kalkuliert, bzw. eingegrenzt werden. Im Falle einer vorzeitigen Terminierung entstehen theoretisch Opportunitätskosten.

Worauf müssen Anleger bei der Auswahl achten?
Anleger sollten bei der Auswahl von Accumulatoren und Decumulatoren auf Folgendes achten: Abstimmung der Parameter auf das persönliche Portfolio, bzw. auf die persönliche Risikosituation.

Curdin Summermatter
Leiter Verkauf Strukturierte Produkte
Zürcher Kantonalbank
zkb.ch/derivate

Zürcher Kantonalbank

ANALYSE

Decentralized Finance: Disruption der Finanzwelt oder Schall und Rauch?

Krypto-Enthusiasten träumen von einem dezentralen Finanzsystem, das das traditionelle Finanzwesen dereinst ablösen könnte. Während die Idee durchaus ernst genommen wird, ist der Weg dorthin noch weit. **Von Henning Hölder**

«Decentralized Finance könnte das derzeitige Finanzsystem auf den Kopf stellen – so wie das Internet das Zeitungswesen, Ridesharing-Unternehmen die Taxibranche oder E-Commerce den Detailhandel disruptiert haben.» Das sagt nicht irgendein Kryptobulle, der mit Kryptoprojekten Geld verdienen will, sondern Jim Bianco, einer der profiliertesten Marktstrategen der USA. Unter dem Schlagwort Decentralized Finance, kurz DeFi, wird in Kryptokreisen seit vielen Jahren das Konzept eines alternativen dezentralen Finanzsystems diskutiert, das im Idealfall ohne Intermediäre wie Banken oder Versicherer auskommt. Zu Beginn noch ein exklusives Thema für Krypto-Enthusiasten und Tech-Nerds, interessiert es mittlerweile auch zunehmend Akteure der traditionellen Finanzwelt.

«Die Bitcoin-Blockchain ist langsam und extrem ineffizient»

Die Idee von DeFi geht bis 2008 zurück, als im Zug der globalen Finanzkrise ein unbekannter Autor (oder ein Autorenkollektiv), genannt Satoshi Nakamoto, die erste Kryptowährung Bitcoin ins Leben gerufen hat. Vereinfacht gesagt macht die Bitcoin-Blockchain nichts anderes, als Zahlen- und Buchstabenkombinationen von A nach B zu schicken. «Dieser Softwarecode hat erstmals gezeigt, dass man alle Probleme im Zahlungsverkehr ohne einen Intermediär lösen kann», sagt Guido Zimmermann, Kryptoexperte und Senior Economist bei der Landesbank Baden-Württemberg LBBW.

Bitcoin wenig geeignet für DeFi

Zwar hat sich Bitcoin in den letzten Jahren zu einem digitalen Wertspeicher entwickelt (Stichwort: digitales Gold). An ein vollumfängliches Zahlungssystem ist bei Bitcoin allerdings kaum zu denken. Denn die Blockchain, die hinter dem «Krypto-Urgestein» steht, hat ein Problem: Sie ist langsam und extrem ineffizient. Ihr Konsensverfahren beruht auf dem sogenannten Proof-of-Work-Mechanismus. Dabei wird, vereinfacht gesagt, durch das Lösen von komplizierten Rechenaufgaben die Blockchain aufgebaut und am Laufen gehalten. Das kostet nicht nur Zeit, sondern auch viel Energie.

Zudem hat die Bitcoin-Blockchain noch einen weiteren Nachteil, der sie als dezentrale Basis eines neuen alternativen Finanzwesens ungeeignet macht: Es lassen sich darauf keine automatisierten Verträge abschliessen – zumindest nicht in ausreichend hoher Geschwindigkeit. «Bitcoin ist grundsätzlich eine geniale Innovation, doch es ist wie damals bei der Erfindung des ersten Autos: Es ist langsam, technisch unausgereift, und es fehlen einige Funktionen», beschreibt Zimmermann die Problematik.

Ethereum als Basis

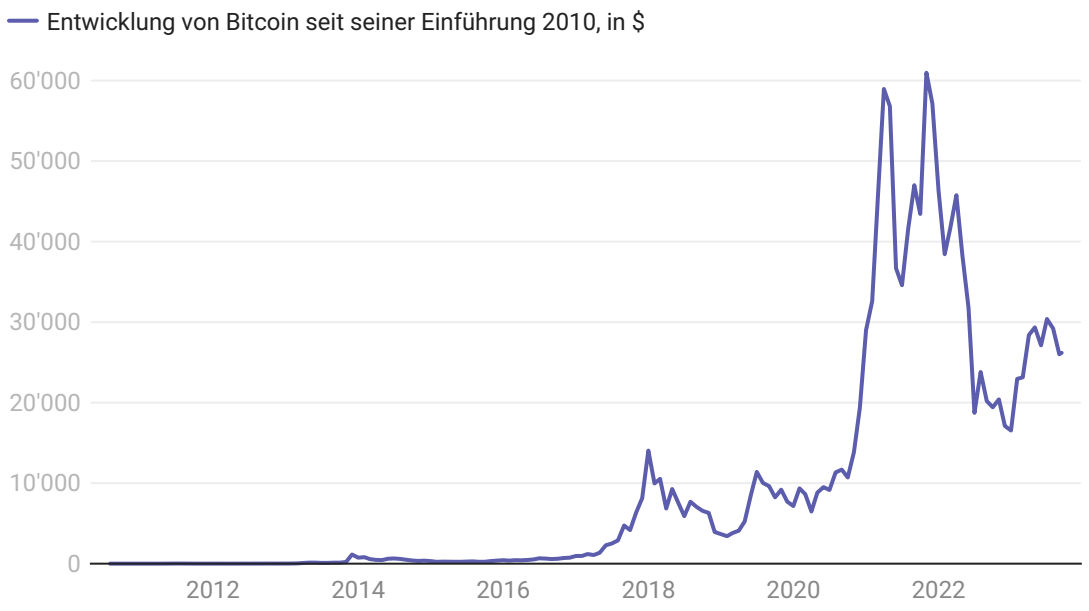
Die Bitcoin-Defizite hat der kanadisch-russische Softwareentwickler Vitalik Buterin erkannt und Ende 2013 mit seinem Whitepaper «Ethereum: A Next Generation Smart Contract & Decentralized Application Platform» die Basis für ein Netzwerk gelegt, das sich, Stand jetzt, als führende Infrastruktur für DeFi-Anwendungen durchgesetzt hat. Die Ethereum-Blockchain, die 2015 online gegangen ist, haben Buterin und sein Team von Beginn an für die Nutzung von sogenannten Smart Contracts optimiert.

Bei Smart Contracts handelt es sich um «intelligente» digitale Verträge, deren Abschluss Mittelsmänner in Form einer Bank oder eines Notars obsolet macht. Die Vertragsbedingungen zwischen den Parteien werden bei diesen selbstausführenden Verträgen direkt in Codezeilen geschrieben. Werden die im Vornherein festgelegten Vertragsbedingungen erfüllt, veranlasst der Algorithmus automatisch eine Transaktion. Solche intelligenten Verträge gelten als eine der attraktivsten Komponenten der Blockchain-Technologie, weil sie komplexe Abläufe bei Finanzdienstleistungen wie etwa im Bank-, im Immobilien- oder im Versicherungsgeschäft deutlich beschleunigen können. Sie spielen dabei die Rolle als Vermittler, die sonst Banken, Clearing-Stellen, Notare oder Treuhänder übernehmen, und gewährleisten, dass Transaktionen sicher und vor allem transparent ausgeführt werden.

Die führende Position von Ethereum als Blockchain für dezentrale Finanzanwendungen spiegelt sich auch in der Wertentwicklung der dem Netzwerk zugrundeliegenden Kryptowährung Ether. Mit einer Marktkapitalisierung von knapp 200 Mrd. $ ist sie nach Bitcoin die zweitgrösste Cyberwährung.

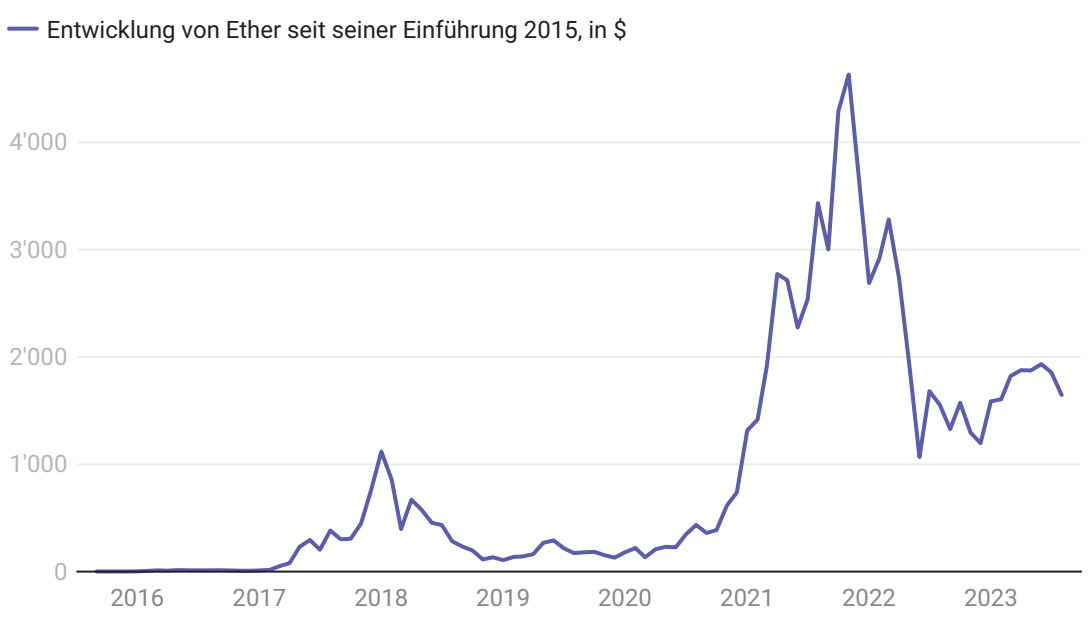
1) Bitcoin kämpfte jüngst mit der 30'000-$-Marke

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



2) Ether zuletzt mit kleiner Erholung

Grafik: themarket.ch – Quelle: coinmarketcap.com



3) Top fünf: Bitcoin noch immer der Platzhirsch

Die fünf grössten Kryptowährungen gemessen an der Marktkapitalisierung

Stand: 11. September 2023

Grafik: themarket.ch – Quelle: coinmarketcap.com

Kryptowährung	Preis (in $)	Marktkapitalisierung (in Mio. $)
Bitcoin	25'688	500'466
Ethereum	1592	191'442
Tether	0,999	82'808
Binance Coin	208	32'047
Ripple	0,474	25'179

In Kürze:

- Decentralized Finance geht auf die Finanzkrise zurück
- Ethereum-Blockchain eignet sich für Smart Contracts
- Vieles spielt sich noch in unreguliertem Rahmen ab

Praktische Anwendungen

Das Spektrum, in dem DeFi und Smart Contracts sinnvoll angewendet werden und die Prozesse erleichtern können, ist gross. So kann jeder Mensch, egal, wie reich er ist oder wo er wohnt, unkompliziert Geld leihen oder verleihen, ohne dafür über ein Bankkonto zu verfügen. Versicherungen könnten komplexe Prämienmodelle automatisieren, in Hotels könnten Computerprogramme das Schloss einer Zimmertür automatisch freischalten, sobald der Gast die Kosten für die Übernachtung überwiesen hat – und zwar ohne ein dazwischengeschaltetes Geldhaus. Schon heute existieren zahlreiche dezentrale Finanzanwendungen – auch dezentrale Applikationen oder kurz dApps genannt. Sie liegen als Gefüge von Smart Contracts auf Blockchains, meist auf dem Ethereum-Netzwerk, und sind nach Belieben programmierbar. Das heisst, ihre verschiedenen Elemente lassen sich wie ein Baukasten je nach Bedarf zusammensetzen. Einmal auf der Blockchain implementiert, laufen die dApps dezentral und unabhängig.

«Decentralized Finance senkt die Kosten der Verifizierung von Daten massiv»

Die gängigsten der heutigen DeFi-Anwendungen umfassen Dienstleistungen wie das Verleihen und Ausleihen von Kryptowährungen (Lending & Borrowing), den Handel von digitalen Vermögenswerten auf dezentralen Börsen – wie zum Beispiel auf der Ethereum-basierten Börse Uniswap – oder Staking. Bei Letzterem stellen Kryptoinvestoren ihre Kryptowährungen für die Validierung neuer Datenblöcke auf einer Blockchain zur Verfügung und erhalten im Gegenzug eine Belohnung. Allerdings: Vieles spielt sich derzeit noch weitestgehend in unreguliertem Rahmen und teilweise in Wild-West-Manier ab und ist in vielen Fällen nicht 100% dezentral.

Neue Konkurrenz?

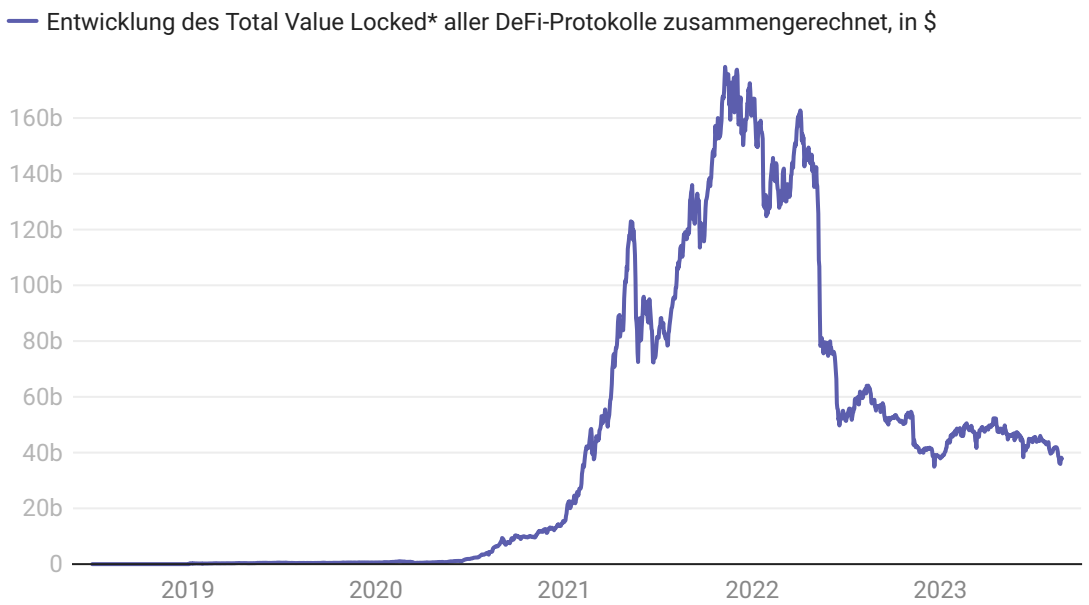
Für Zimmermann bietet die Grundidee von DeFi dennoch zwei grundlegende Vorteile. Erstens würden die Kosten der Verifizierung von Daten massiv gesenkt. Das wird in der

1,4 Mrd. Zahl der erwachsenen Menschen weltweit, die im Jahr 2022 über kein eigenes Bankkonto verfügten

Quelle: Weltbank

4) Nach dem Hype 2021 fliesst weniger Geld in DeFi-Projekte

Grafik: themarket.ch – Quelle: DefiLlama



*Der Total Value Locked (TVL) beschreibt den Gesamtwert aller eingeschlossenen Werte in einer Blockchain oder einem DeFi-Protokoll, z. B. Smart Contracts und Tokens (Staking).

traditionellen Finanzwelt noch von Intermediären erledigt. Zweitens sinken die Kosten der Netzwerkbildung. «In einer globalen Welt ist eine öffentlich zugängliche Datenbank sinnvoll, auf die jeder zugreifen kann und auf der der Datenaustausch von Computerprogrammen übernommen wird.» Dabei könnte in Zukunft jeder Vermögenswert digital auf einer Blockchain gespeichert werden, Stichwort Tokenisierung. Doch kann daraus einst tatsächlich ein Finanzsystem erwachsen, das dem traditionellen Finanzwesen Konkurrenz macht? Potenzial für Verbesserungen ist jedenfalls vorhanden. «Das zentrale Bankensystem leidet unter einem IT-Chaos», sagt Zimmermann. «Wir haben unterschiedliche Systeme, die kaum miteinander kompatibel sind.» Will heissen, das Bankensystem ist ein Wildwuchs an unterschiedlichen IT-Silos, die nicht aufeinander abgestimmt sind. Das Ethereum-Netzwerk könnte hier de facto als weltweite Bankenplattform mit wenigen einfachen Standards fungieren.

> «Künftig könnte jeder Vermögenswert digital auf einer Blockchain gespeichert werden»

Noch hat der DeFi-Sektor jedoch nur eine geringe Relevanz für die Finanzwirtschaft. Die Summen, die mithilfe von DeFi verwaltet werden, sind zuletzt sogar deutlich gesunken. Der sogenannte Total Value Locked (TVL) – er beschreibt den Gesamtwert aller eingeschlossenen Werte in einem DeFi-Protokoll – belief sich Ende August gemäss dem Statistikanbieter DefiLlama auf rund 38 Mrd. $ – mehr als die Hälfte davon (22 Mrd. $) befindet sich in DeFi-Projekten, die auf dem Ethereum-Netzwerk laufen. Das ist weit weniger als während des «Kryptosommers» 2021, als der TVL auf bis zu 175 Mrd. $ in die Höhe geschnellt war, aber noch immer deutlich mehr im Vergleich zur Vor-Pandemie-Zeit. Bevor die Notenbanken den Markt zur Bekämpfung der Folgen des Coronavirus mit billigem Geld fluteten und niedrige Zinsen die Spekulationen in Risk Assets anheizten, war nicht einmal 1 Mrd. $ an Vermögenswerten in DeFi-Protokollen eingeschlossen.

Von einer Ablösung der traditionellen Kernbankensysteme durch DeFi, die sich viele Krypto-Enthusiasten in einer «idealen Welt» wünschen, kann also noch lange nicht die Rede sein. Das ist für Zimmermann allerdings auch weder ein realistisches noch ein wünschenswertes Szenario. Vielmehr gehe es um die Frage, wie der Finanzsektor an die neue DeFi-Welt andocken könne. «Ich rechne damit, dass der traditionelle Finanzsektor nützliche Konzepte aus der DeFi-Welt aufnehmen wird.» Statt einer umfassenden Disruption des Finanzwesens sei es wahrscheinlich, dass die beiden Finanzwelten zunehmend miteinander kooperieren – allerdings in einem klar definierten regulatorischen Rahmen. Letzteres dürfte nötig sein, um das grosse institutionelle Geld anzulocken.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y323

Der monatliche Finanz-Podcast «Börsenstrasse Fünfzehn»

NEU

Exklusiv produziert von Fabio Canetg und Alexandra Janssen für The Market

Im Podcast «Börsenstrasse Fünfzehn» sprechen Alexandra Janssen und Fabio Canetg zwanzig bis dreissig Minuten lang über Finanzthemen wie Zinsentscheide und Zentralbankpolitik. Das Gespräch ist fachkundig und unterhaltsam, gehalten auf Schweizerdeutsch.

Jetzt reinhören und abonnieren:
go.themarket.ch/podcast

Alexandra Janssen
Alexandra Janssen hat an der Universität Zürich zu Finanzmarktthemen doktoriert und führt heute als CEO die Vermögensverwaltungsgesellschaft ECOFIN Portfolio Solutions. Nebenbei ist sie Mitglied des wissenschaftlichen Beirats des Instituts für Schweizer Wirtschaftspolitik an der Universität Luzern, unterrichtet an der Universität Zürich und schreibt eine Kolumne für den «Schweizer Monat».

Fabio Canetg
Fabio Canetg hat an der Universität Bern und an der Toulouse School of Economics zum Thema Geldpolitik doktoriert und arbeitet heute als Dozent an den Universitäten Bern und Neuchâtel, als Redaktor beim Schweizer Radio und Fernsehen, als Geldökonom in der Beratung von Finanzinstitutionen und als freischaffender Journalist und Moderator.

Börsenstrasse 15 = Hauptsitz der Schweizerischen Nationalbank (SNB) in Zürich

Präsentiert von Invesco

Feste Autorinnen und Autoren von The Market

Alfons Cortés

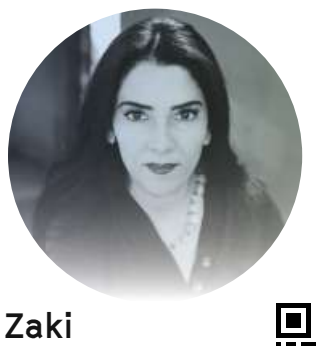
Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/y324a

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

Thierry Borgeat

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/y324b

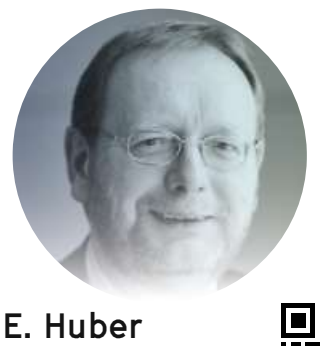
Gründungspartner von arvy, einer Investmentgesellschaft in Zürich, die sich auf globale Qualitätsaktien spezialisiert.



Myret Zaki

Ihr neuster Artikel:
go.themarket.ch/y324c

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/y324d

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/y324e

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

Lyn Alden

Ihr neuster Artikel:
go.themarket.ch/y324f

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

Jörg Wuttke

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/y324g

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/y324h

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/y324i

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/y324j

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

Anne Stevenson-Yang

Ihr neuster Artikel:
go.themarket.ch/y324k

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/y324m

Vorstand beim unabhängigen Multi-Asset-Investmenthaus Feri sowie Gründer des Feri Cognitive Finanance Institute.

George Magnus

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/y324n

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/y324o

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/y324p

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/y324q

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

Michael Pettis

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/y324r

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

Daniel Woker

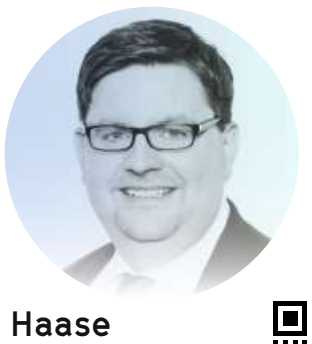
Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/y324s

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/y324t

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/y324u

Fondsmanager beim Vermögensverwalter WBS Hünicke, wo er für quantitative Strategien und institutionelle Investoren zuständig ist.

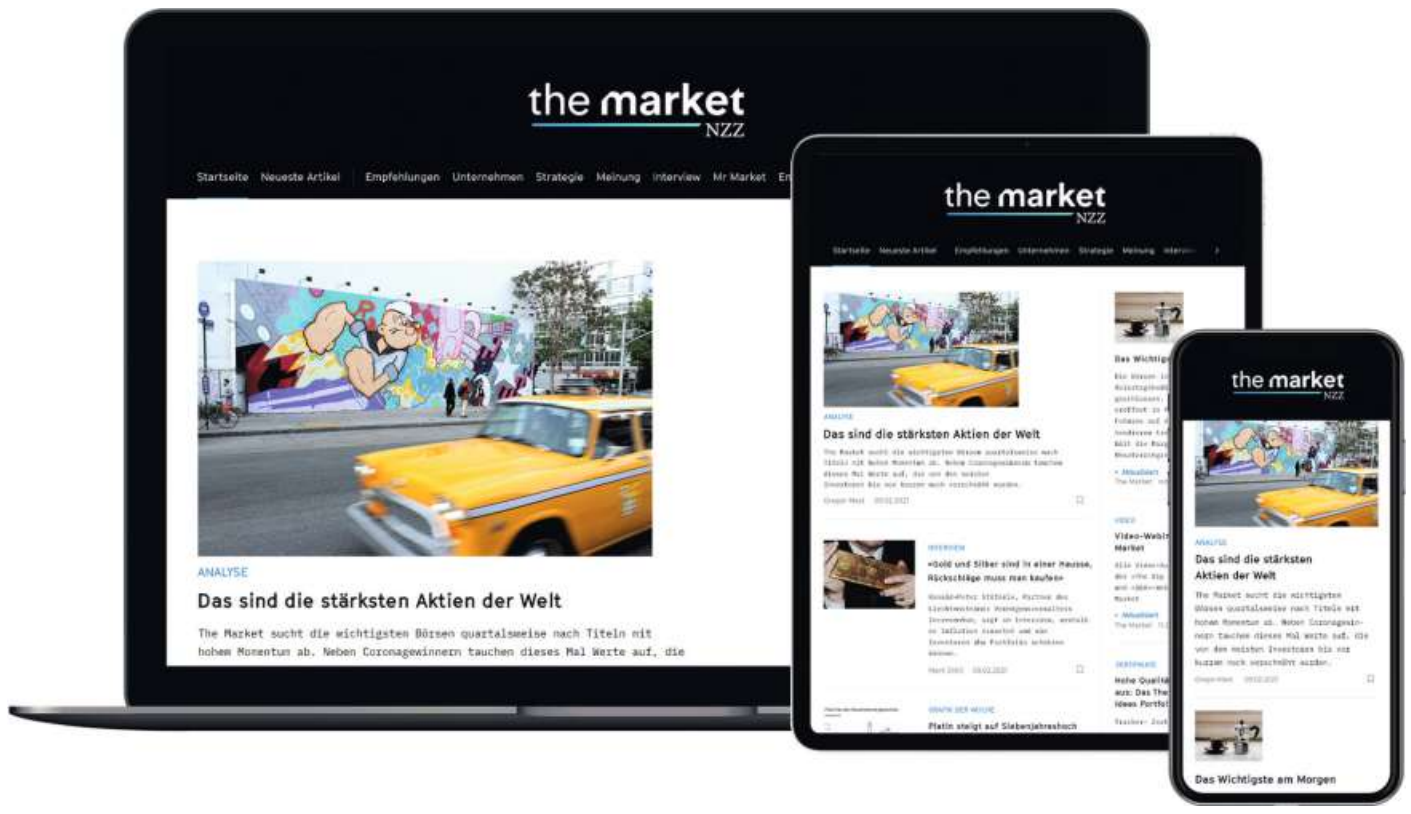
49,8 Mio. Hektoliter Weinproduktion in Italien 2022

Quelle: visualcapitalist.com

The Market stellt sich vor

Ein Überblick über die Angebotspalette, die Leserinnen und Leser des digitalen Finanz- und Anlagemagazins The Market (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 drei bis fünf hochwertige, zum Denken anregende Lesestücke zum Geschehen an den Finanzmärkten erwarten, unterteilt in folgende Inhaltsformate:

Analyse: Das ist das Herzstück im Angebot von The Market. Von Montag bis Freitag präsentiert die Redaktion eine spezifische Anlageidee, seziert 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 dreimal 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 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 Freitag 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 thematische Übersichten:

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

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

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

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

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

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

Fünf Newsletter ergänzen das Angebot:

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

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

Die Börsendaten-Plattform finden Sie unter: themarket.ch/boerse

Jetzt The Market 2 Monate lang für 25 Franken testen: go.themarket.ch/abo25

Die Redaktion von The Market

Sandro Rosa · Mark Dittli · Christoph Gisiger · Ruedi Keller · Henning Hölder · Giorgio Müller · Gregor Mast

0,99 Mio. Hektoliter Weinproduktion in der Schweiz 2022

Quelle: visualcapitalist.com

PORTFOLIO

Die Asset Allocation bietet ein ausgewogenes Risiko-Rendite-Profil

Beim Anlegen ist es wichtig, unnötige Risiken zu vermeiden. Die The Market Asset Allocation bietet mit einer Transaktion ein breit aufgestelltes ETF-Portfolio. **Von Sandro Rosa**

Das Ziel der Asset Allocation von The Market ist es, Anlegerinnen und Anlegern eine kostengünstige und bequeme Möglichkeit zu bieten, ihr Vermögen breit diversifiziert zu investieren. Bei der Asset Allocation geht es um die Verteilung des Vermögens auf unterschiedliche Anlageklassen wie Aktien, Obligationen, Rohstoffe, Immobilien und andere Vermögenswerte. Innerhalb dieser Anlagekategorien kann eine weitere Aufteilung vorgenommen werden: etwa in Schweizer und ausländische Obligationen, in Schweizer und ausländische Aktien usw. Indem gewisse Segmente über- oder untergewichtet werden, lässt sich ein besseres Risiko-Rendite-Profil erreichen.

«Die Asset Allocation wird ausschliesslich mit ETF umgesetzt»

Bei der Auswahl der einzelnen Positionen wird auf eine breite Streuung über Regionen, Anlageklassen und Währungen hinweg geachtet. The Market versucht, die Anlagen so aufeinander abzustimmen, dass die Asset Allocation möglichst robust ist, d. h., sich in unterschiedlichen Marktszenarien bewährt, aber dennoch eine insgesamt ansprechende Performance erzielt. Wird eine Anlageklasse als extrem unattraktiv eingeschätzt, nimmt The Market sich die Freiheit, sie im Portfolio nicht zu berücksichtigen.

Die Asset Allocation eignet sich für Investorinnen und Investoren mit einem langen Anlagehorizont und wird ausschliesslich mit Exchange Traded Funds (börsengehandelten Indexfonds) umgesetzt. Die Auswahl der einzelnen Instrumente wird auf Basis des makroökonomischen Umfelds, fundamentaler Faktoren (z. B. der Bewertung) sowie markttechnischer Signale vorgenommen.

Rohstoffpreise erholen sich

In Franken gerechnet notieren Aktien global im Vergleich zu Anfang August etwas schwächer (gemessen am MSCI AC World, –0,7%), Anleihen (Bloomberg Global Aggregate Index) haben rund 2,9% eingebüsst, während sich die Rohstoffpreise (Bloomberg-Rohstoffindex, +3,2%) weiter erholt haben, wobei vor allem der Rohölpreis zuletzt stark gestiegen ist. Seit Anfang August bewegte sich die The Market Asset Allocation in Franken gerechnet leicht nach unten (–0,6%). Die beiden Vergleichsindizes haben ähnlich abgeschnitten. Der Pictet-BVG-60-Index hat 0,8% verloren, der Pictet-BVG-40-Index hat 0,6% eingebüsst.

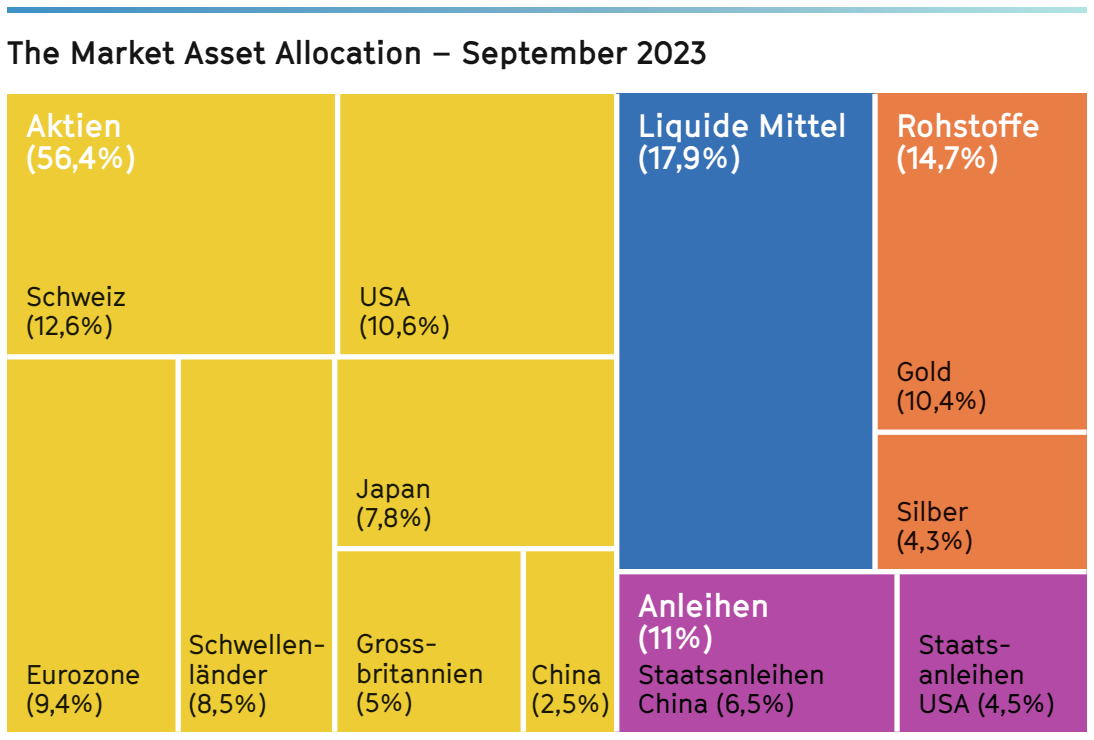
Seit August liessen sich mitunter deutliche Bewegungen an den Devisenmärkten beobachten. Der Yen schwächte sich zum Franken um 1% ab, das Pfund büsste 0,7% ein, während sich der Euro zum Franken kaum veränderte (–0,2%). Im Gegenzug legte der Dollar markant – um 2,9% – zu, und auch der Yuan (+1%) verteuerte sich relativ zum Franken.

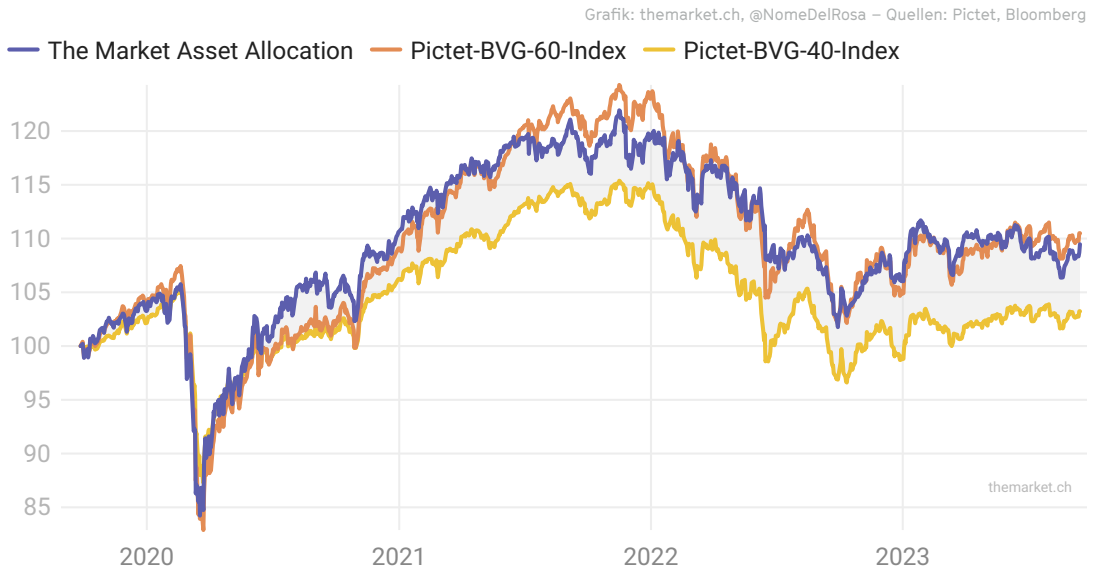
Wertzuwachs von 9,5%

Seit der Lancierung im September 2019 hat die The Market Asset Allocation bis zum 15. September in Franken eine Gesamtrendite von 9,5% erzielt. Damit hat das Portfolio besser abgeschnitten als der Pictet-BVG-40-Index (+3,2%), aber schlechter als der Pictet-BVG-60-Index (+10,5%). Per Schlusskurs vom 15. September erreicht die Aktienquote 56,4%, Anleihen haben im Portfolio ein Gewicht von 11%, und der Anteil liquider Mittel beträgt 17,9%. Die Edelmetalle Gold und Silber sind mit 14,7% vertreten und sorgen für Stabilität im Portfolio.

In Kürze:

- **Die Asset Allocation strebt eine breite Diversifikation an**
- **Das Portfolio eignet sich für Investorinnen und Investoren mit langem Anlagehorizont**
- **Gesamtkostenquote von 0,6%**





«Der Dollar hat sich seit Anfang August zum Franken markant aufgewertet»

Die untenstehende Tabelle liefert die Auswahl an ETF, aus denen sich die The Market Asset Allocation zusammensetzt. Bei der Selektion wird unter anderem auf die Verwaltungskosten und die Liquidität des Produkts geachtet. Bei der Nachbildung des zugrundeliegenden Index wird der physischen Replikation in der Regel der Vorzug gegeben. Bei Aktien werden die Währungsrisiken normalerweise nicht abgesichert. Schliesslich soll der ETF an der SIX kotiert sein und die Dividenden reinvestieren (thesaurieren) und nicht ausschütten.

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

The Market Asset Allocation Portfolio: September 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	12,6
Aktien Eurozone	MSCI EMU	**UBS ETF (LU) MSCI EMU UCITS ETF (EUR) A-acc**	LU0950668870	0,18	EUR	Physisch	9,4
Aktien Grossbritannien	FTSE 100	**iShares FTSE 100 UCITS ETF GBP (Acc)**	IE00B53HP851	0,07	GBP	Physisch	5,0
Aktien USA	S&P 500	**iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc)**	IE00B5BMR087	0,07	USD	Physisch	10,6
Aktien Japan	MSCI Japan	**UBS ETF MSCI Japan UCITS ETF (JPY) A-acc**	LU0950671825	0,19	JPY	Physisch	7,8
Aktien Schwellenländer	MSCI Schwellenländer	**Amundi MSCI Emerging Markets**	LU1681045453	0,20	USD	Synthetisch	8,5
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	10,4
Silber	LBMA Silberpreis	**ZKB Silver ETF AA CHF**	CH0183135976	0,60	CHF	Physisch	4,3
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	4,5
Staatsanleihen China	FTSE GS China Government Bond Index	**Goldman Sachs Access China Govt Bd UCITS ETF - USD Acc**	IE00BJSBC011	0,20	USD	Optimiert	6,5
Cash							17,9
Total							**100,0**

136 Liter Jährlicher Bierkonsum pro Kopf in Tschechien

Quelle: bier-guide.net

the market NZZ

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

Tracker-Zertifikat auf das The Market Asset Allocation Portfolio

Investieren in ein global diversifiziertes ETF-Portfolio

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

the market NZZ

Zürcher Kantonalbank

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

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

Jetzt einsteigen!

Weitere Infos unter go.themarket.ch/aa

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

go.themarket.ch/aa

Zürcher Kantonalbank

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

Rechtliche Hinweise: Strukturierte Produkte sind keine kollektiven Kapitalanlagen im Sinne des Kollektivanlagegesetzes (KAG) und unterstehen keiner Genehmigungspflicht und keiner Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA. Die Anleger tragen ferner ein Emittentenrisiko. | Dieses Dokument dient Werbezwecken. Dieses Dokument richtet sich an Investoren mit Wohnsitz/Sitz in der Schweiz. | Dieses Dokument wurde von der The Market Media AG und der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsüblicher Sorgfalt erstellt. Sie bietet jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der darin enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung ab, die sich aus der Verwendung des Dokumentes ergeben. Dieses Dokument ist weder ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages noch eine Einladung zur Offertstellung für Produkte und Dienstleistungen. Es stellt kein Angebot und keine Empfehlung für den Erwerb, das Halten oder den Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Dieses Dokument enthält allgemeine Informationen und berücksichtigt weder persönliche Anlageziele noch die finanzielle Situation oder besonderen Bedürfnisse eines spezifischen Empfängers. Der Empfänger sollte die Informationen vor einem Anlageentscheid sorgfältig auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen überprüfen. Für die Einschätzung juristischer, regulatorischer, steuerlicher und anderer Auswirkungen wird dem Empfänger empfohlen, sich durch Fachpersonen beraten zu lassen. | Dieses Dokument stellt weder ein (Basis-)Prospekt noch endgültige Bedingungen oder ein Basisinformationsblatt dar. Der Basisprospekt, die endgültigen Bedingungen sowie ein allfälliges Basisinformationsblatt sind bei der Zürcher Kantonalbank, Bahnhofstrasse 9, 8001 Zürich, Abteilung VRIE sowie über www.zkb.ch/finanzinformationen kostenlos erhältlich. Wir machen Sie darauf aufmerksam, dass Telefonate mit Handels- und Verkaufseinheiten der Zürcher Kantonalbank aufgezeichnet werden. Mit Ihrem Anruf stimmen Sie stillschweigend der Aufzeichnung zu. © 2023 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten. © 2023 The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten.

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 (Valorennummer 59'660'820, Symbol TMDOTQ, ISIN CH0596608205).

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

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

Im Portfolio befinden sich beispielsweise die Genussscheine von Roche sowie die Aktien von ABB, Swisscom und Zurich Insurance. Insgesamt machen solche qualitativ hochwertigen Dividendentitel rund 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 beispielsweise auf Cembra Money Bank als Opportunitätsposition: 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. Die Dividendenrendite erreicht höchst attraktive 6,3% (vgl. Tabelle 2).

Weiter sind die Valoren des Flughafens Zürich enthalten. Sie versprechen mit der Erholung des Flugverkehrs Kurspotenzial. Noch fliesst zwar erst eine eher 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 Gesamtmarkts 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 Ende Februar 2022 ausgelösten Marktturbulenzen zwar anfänglich zu grösseren Ausschlägen, lieferte danach dank des steigenden Zinsniveaus 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 teilweise eingebüsst. Mit Stichtag 15. September notiert das Portfolio zwar 4,6% höher als zu Jahresbeginn, doch der SPI hat in derselben Zeit 6,9% zugelegt. Über die gesamte Laufzeit steht die Auswahl von The Market seit Mai 2021 unter Einbezug aller Kosten 1,8% im Plus. Der breite Markt hat gemessen am SPI unter grösseren Schwankungen derweil einen Prozentpunkt mehr gewonnen (vgl. Grafik 3).

In Kürze:

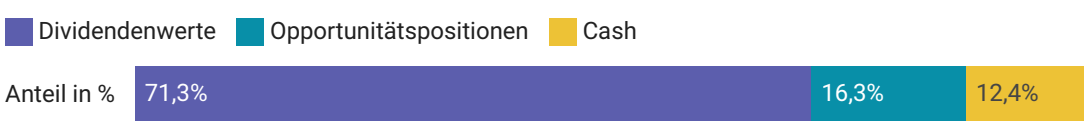
- **Das Dividend Opportunities Portfolio setzt auf Aktien mit hoher Ausschüttung**
- **Opportunitätspositionen ergänzen die Auswahl**
- **Die Rendite beträgt 4,3%**

Derzeit vereint das Dividend Opportunities Portfolio neunzehn Dividendentitel und fünf Opportunitätspositionen. Für das laufende Jahr versprechen sie eine Rendite von durchschnittlich 4,3%. Der SPI bietet eine Dividendenrendite von 3%.

Lesen Sie alles zum The Market Dividend Opportunities Portfolio online: themarket.ch/dividend-portfolio

1) The Market Dividend Opportunities Portfolio: Risikoprofil

Stand: 15. September 2023



2) The Market Dividend Opportunities Portfolio: Positionen

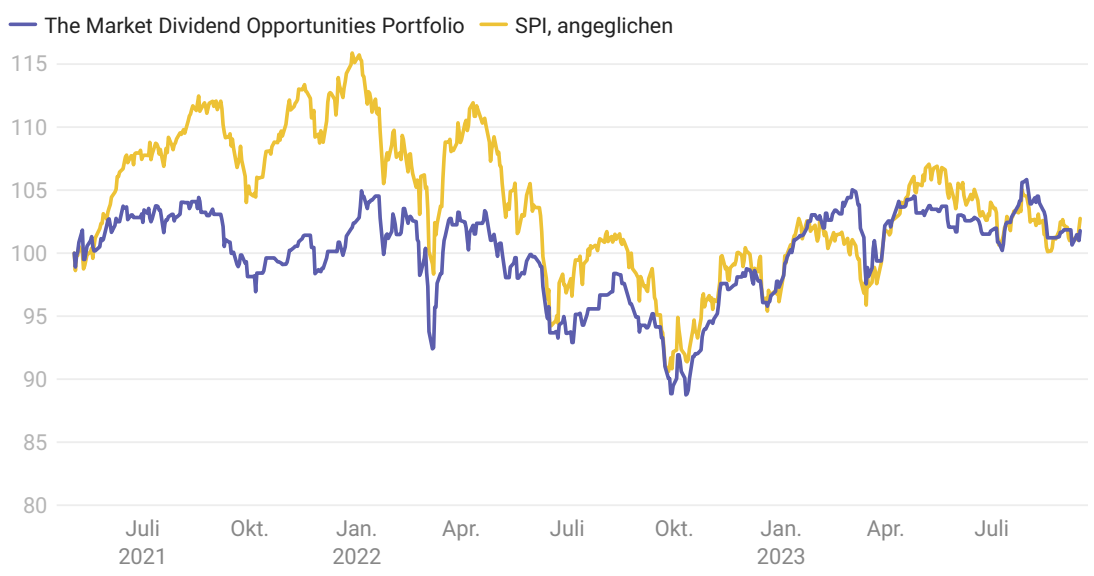
Opportunitätspositionen sind grau hinterlegt (Renditeschätzung für 2023: Bloomberg-Konsens)

Aktie	Sektor	Dividendenrendite	Gewicht per 15.9.2023
ABB	Industrie	2,6%	4,08%
Adecco	Industrie	6,4%	2,24%
Baloise	Finanz	5,3%	3,15%
Bystronic	Industrie	2,5%	1,81%
Cembra Money Bank	Finanz	6,3%	3,63%
DKSH	Industrie	3,3%	3,39%
EFG International	Finanz	4,3%	5,04%
Ems-Chemie	Grundstoffe	3,1%	2,84%
Flughafen Zürich	Industrie	2,7%	3,84%
Helvetia	Finanz	4,6%	4,54%
Holcim	Grundstoffe	4,5%	3,85%
Julius Bär	Finanz	4,5%	3,43%
Landis+Gyr	Industrie	3,4%	3,73%
Mobilezone	Zyklischer Konsum	6,9%	4,34%
Mobimo	Immobilien	4,0%	3,22%
Novartis	Gesundheit	3,5%	4,37%
Roche GS	Gesundheit	3,7%	3,23%
SGS	Industrie	3,9%	2,81%
St. Galler KB	Finanz	3,8%	4,19%
Swatch Group I	Zyklischer Konsum	3,0%	3,26%
Swiss Life	Finanz	5,4%	4,82%
Swisscom	Kommunikationsdienste	4,0%	4,10%
Valiant	Finanz	5,6%	3,48%
Zurich Insurance	Finanz	5,9%	4,19%
Cash			12,43%

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

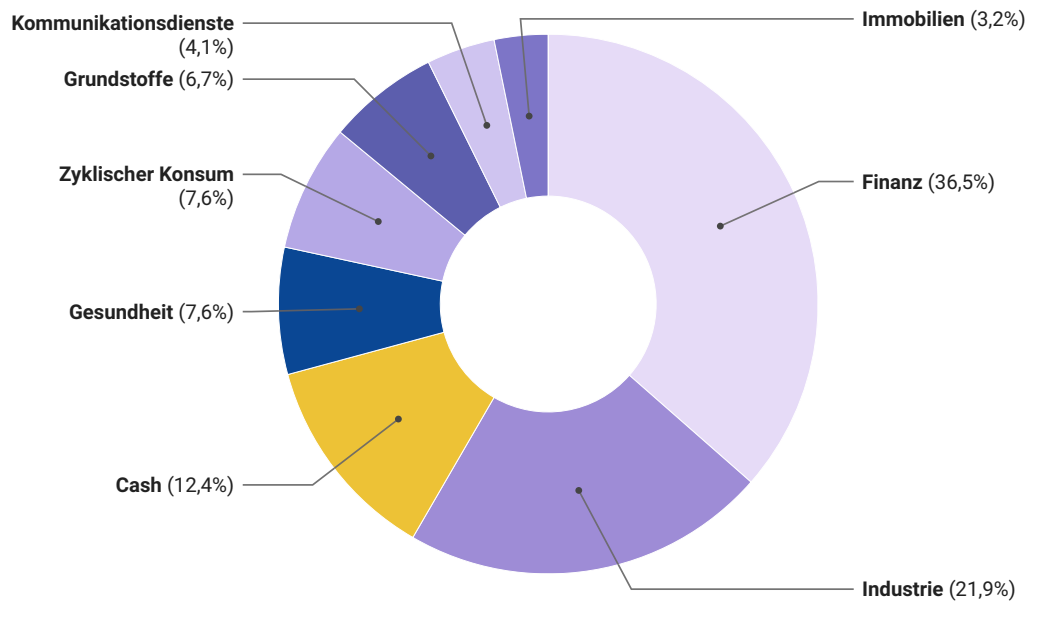
Seit Indexierung am 3. Mai 2021 bis 15. September 2023

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



4) The Market Dividend Opportunities Portfolio: Sektorgewichte

Sektoren in % des Portfolios (Stand: 15. September 2023)



2674 Mrd. $ Der grösste geschaffene Aktionärswert eines Unternehmens (Apple)

Quelle: Hendrik Bessembinder, FAJ

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**

In Kürze:

- **Diversifiziertes Aktienportfolio mit den besten Anlageideen von The Market**
- **Qualität als Auswahlkriterium**
- **Gesamtkostenquote 0,75%**

Hohe Qualität verringert das Risiko von Totalverlusten und erhöht in der langen Frist die Wahrscheinlichkeit einer ansprechenden Rendite. 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 Gegenparteirisiko minimiert.

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.

> «Die grössten Kursgewinne seit Lancierung stammen von Novo Nordisk»

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 zählen viele dieser Aktien – ebenso wie die amerikanischen Tech-Schwergewichte Microsoft und Alphabet – wieder zu den grössten Gewinnern.

Seit Lancierung des Zertifikats am 12. Januar 2021 beträgt die Gesamtrendite netto, d. h. inklusive Dividenden und nach Abzug aller Kosten, +8,8% (Stichtag: 15. September 2023). Damit hat das Portfolio gleich abgeschnitten wie der Swiss Performance Index (+8,8%) und leicht schwächer als der in Dollar gerechnete MSCI World Total Return Index (+13%).

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 wachsender materieller Buchwert je Aktie sowie eine geringe Verschuldung definiert sind. Gerade in einem wirtschaftlichen Abschwung – die Wahrscheinlichkeit einer Rezession im Verlauf der kommenden zwölf bis 24 Monate ist erhöht – bieten Unternehmen mit soliden Bilanzen einen gewissen Schutz: Sie werden nicht zur Unzeit zu einer Kapitalerhöhung gezwungen, um ihre Schulden zu bedienen. Erhaltene Dividenden fliessen in die taktische Cash-Position des Portfolios und werden situativ reinvestiert. Neben den Qualitätstiteln enthält das Portfolio eine kleine Anzahl Risikopositionen, die nach Ansicht der Redaktion ein überdurchschnittliches Rendite-Risiko-Profil versprechen, zum Beispiel Turnaround-Situationen oder stark unterbewertete Aktien.

Die Redaktion von The Market berichtet auf themarket.ch monatlich über die Entwicklung des Portfolios. Kommt es zu Veränderungen – Käufen, Verkäufen oder Rebalancing –, wird ad hoc und transparent darüber informiert. Derzeit umfasst das Portfolio Valoren von 39 Unternehmen, von denen 33 als Qualitäts- und sechs als Risikopositionen geführt werden. Die taktische Bargeldquote beträgt gegenwärtig überdurchschnittlich hohe 7,9%. 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 britischen Ölmultis Shell, der US-Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway, des Softwarekonzerns Microsoft sowie des Schweizer Versicherers Helvetia.

Neuzugang Accelleron

Der jüngste Zugang im Portfolio waren im August die Valoren des Schweizer Turboladerspezialisten Accelleron. Der ABB-Spinoff ist Weltmarktführer in der Entwicklung und der Herstellung von Turboladern für grosse Verbrennungsmotoren, wie sie beispielsweise auf Frachtschiffen verwendet werden, wo keine Konkurrenz durch Elektromotoren droht. Drei Viertel der Einnahmen stammen aus dem margenstarken Servicegeschäft. Die Titel dürften von einer Hochstufung ihres ESG-Ratings profitieren, da die Produkte von Accelleron die Effizienz der Motoren verbessern.

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 beträgt 0,85%. Die Tabelle rechts zeigt alle Positionen mit ihrem Gewicht im Portfolio in alphabetischer Reihenfolge per 15. September 2023.

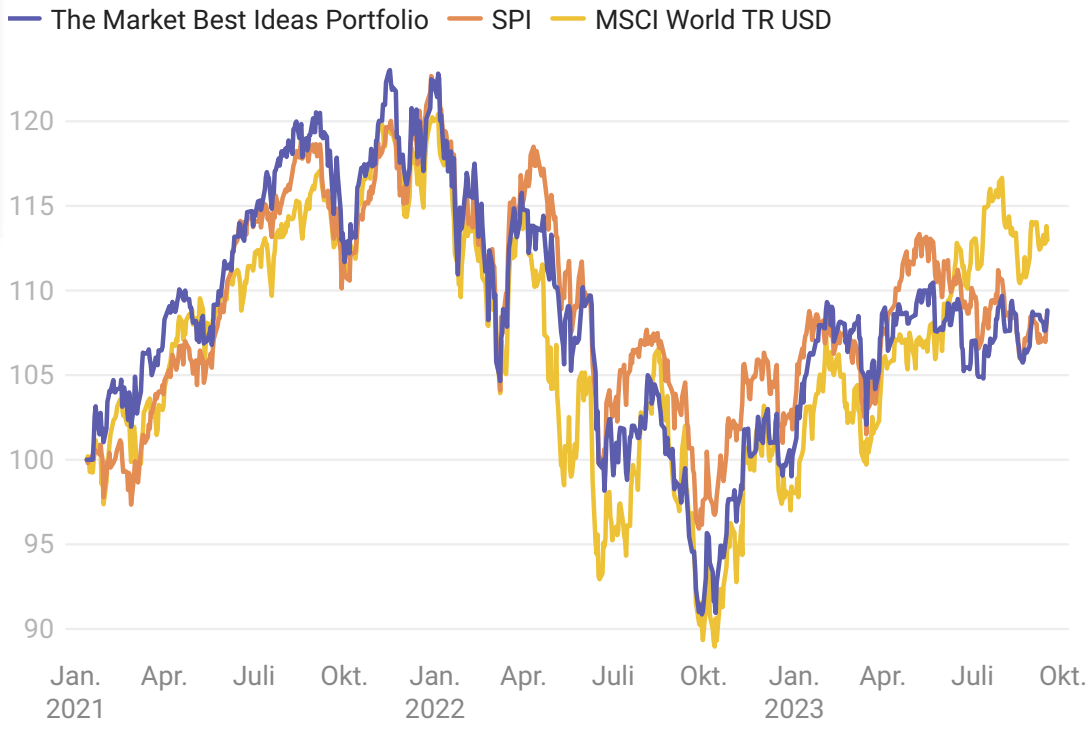
Lesen Sie alles zum The Market Best Ideas Portfolio online:

themarket.ch/best-ideas-portfolio

Tracker-Zertifikat The Market Best Ideas Portfolio seit Start

Performance (netto, inkl. Kosten), inkl. Dividenden, per 15. September 2023, indexiert (12. Januar 2021 = 100)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



The Market Best Ideas Portfolio – Qualitätstitel und Risikopositionen

Qualitätstitel und Risikopositionen (grau), Stand: 15. September 2023

Name	Land	Sektor	Gewicht per 15.9.2023
Accelleron	Schweiz	Industrie	2,02%
Agnico Eagle Mines	Kanada	Grundstoffe	1,24%
Alphabet	USA	Kommunikationsdienste	3,52%
Baloise	Schweiz	Finanz	2,03%
Barry Callebaut	Schweiz	Basiskonsum	1,55%
BASF	Deutschland	Grundstoffe	1,33%
Belimo	Schweiz	Industrie	2,43%
Berkshire Hathaway B	USA	Finanz	3,51%
BHP	Australien	Grundstoffe	2,22%
Bossard	Schweiz	Industrie	2,20%
Clariant	Schweiz	Grundstoffe	2,16%
DKSH	Schweiz	Industrie	2,09%
DocMorris	Schweiz	Basiskonsum	0,18%
Ems-Chemie	Schweiz	Grundstoffe	1,68%
Fresenius	Deutschland	Gesundheit	1,43%
Geberit	Schweiz	Industrie	2,40%
Helvetia	Schweiz	Finanz	3,11%
Holcim	Schweiz	Grundstoffe	3,23%
Julius Bär	Schweiz	Finanz	3,34%
Kardex	Schweiz	Industrie	2,07%
Komax	Schweiz	Industrie	2,34%
Logitech	Schweiz	IT	2,91%
Lonza	Schweiz	Gesundheit	2,61%
Mastercard	USA	Finanz	2,69%
Microsoft	USA	IT	3,42%
Nestlé	Schweiz	Basiskonsum	2,31%
Newmont	USA	Grundstoffe	1,93%
Novo Nordisk	Dänemark	Gesundheit	5,05%
Pan American Silver	Kanada	Grundstoffe	1,23%
Roche GS	Schweiz	Gesundheit	1,83%
Sanofi	Frankreich	Gesundheit	2,52%
Schindler PS	Schweiz	Industrie	2,14%
Shell	Niederlande	Energie	2,81%
Sika	Schweiz	Grundstoffe	2,42%
Straumann	Schweiz	Gesundheit	2,14%
Swatch Group I	Schweiz	zyklischer Konsum	2,20%
Temenos	Schweiz	IT	2,00%
VAT	Schweiz	Industrie	3,24%
Zurich Insurance	Schweiz	Finanz	2,61%
Cash			7,86%

552,5 Mrd. $ Der grösste vernichtete Aktionärswert eines Unternehmens (PetroChina)

Quelle: Hendrik Bessembinder

IMPRESSUM

The Market, die Finanzplattform für versierte Anlegerinnen und Anleger, erscheint täglich online sowie als Newsletter: themarket.ch

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

Folgen Sie The Market
Twitter: @TheMarket_CH
LinkedIn: /company/the-market-ch
Facebook: /TheMarketCH
Newsletter: go.themarket.ch/newsletter

Leserservice
Telefon +41 44 258 10 00,
leserservice@nzz.ch

Abonnement
Probe-Abo 2 Monate: CHF 25.-
go.themarket.ch/abo25
Abo 1 Monat: CHF 37.–
Abo 6 Monate: CHF 210.–
Abo 1 Jahr: CHF 369.–

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

Chefredaktor
Mark Dittli (MD)
mark.dittli@themarket.ch

Stellvertretender Chefredaktor
Sandro Rosa (SR)
sandro.rosa@themarket.ch

Redaktion
Ruedi Keller (RK)
ruedi.keller@themarket.ch

Gregor Mast (GM)
gregor.mast@themarket.ch

Christoph Gisiger (CG, Los Angeles)
christoph.gisiger@themarket.ch

Giorgio Müller (GVM)
giorgio.mueller@themarket.ch

Henning Hölder (HOE)
henning.hoelder@themarket.ch

Freie Autorinnen und Autoren
Lyn Alden (New York)
Charles Biderman (Sacramento)
Thierry Borgeat (Zürich)
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)
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)

Konzeption und Gestaltung der Beilage
Laurent Burst

Bildnachweise
Alle Charts: The Market | Alle Illustrationen und Bildverfremdungen: Laurent Burst
Alle Porträtbilder von Autorinnen und Autoren sowie S. 8/9: zur Verfügung gestellt
S. 1: Anuradha, Adobe Stock
S. 3: vchalup Adobe Stock
S. 17/19: Ore Huiying, Bloomberg
S. 19: Tarina Rodriguez, Bloomberg

Beratung und Verkauf
Ruedi Minger (Leiter Verkauf)
ruedi.minger@themarket.ch
Telefon +41 44 468 20 22

Fabio Pasinetti (Leiter Produktmanagement)
fabio.pasinetti@themarket.ch
Telefon +41 44 468 20 25

The Market Media AG
Aemtlerstrasse 96a
CH–8003 Zürich
Tel. +41 44 468 20 20

Mediadaten
go.themarket.ch/mediadaten

Aktionariat
60% Mitglieder der Redaktion
40% Neue Zürcher Zeitung AG

the market NZZ

Wie ist die Stimmung an den Finanzmärkten?

Das Risk Barometer analysiert und schlägt aus:

Unabhängige Analyse und Meinung
für bessere Entscheidungen
an den Finanzmärkten.

themarket.ch

themarket.ch/**risk-barometer**

MEINUNG

Ein anspruchsvolles Umfeld für die Börsen

Vor langen Haussen ist die Bewertung niedrig, während sich die Unternehmensgewinne deutlich erholen. Heute ist die Ausgangslage in den USA genau umgekehrt. **Von Harald Preissler**

Die Diskussion darüber, auf welchen Indexständen sich die führenden Aktienbarometer in zwölf Monaten befinden werden, ist ebenso beliebt wie fruchtlos. Der Einfluss aller möglichen Schocks – etwa der Geopolitik oder der Energiepreise – ist auf kurze Frist derart dominant, dass selbst handwerklich bestens erstellte Prognosen allzu oft danebenliegen.

«Die Belastungsfaktoren für die Gewinne beschränken sich nicht auf die USA»

Anleger sollten sich daher mit der grundsätzlicheren Frage befassen, welche Ertragsperspektiven den Aktienmärkten auf längere Frist zuzutrauen sind. Je länger nämlich der Betrachtungszeitraum gewählt wird, umso unbedeutender werden temporäre Störfaktoren, und umso stärker fallen die Bewertungen im Verbund mit strukturellen Trends ins Gewicht. Die primären Treiber der Aktienmärkte sind die Unternehmensgewinne, die zusammen mit ihren Multiplikatoren die Grundlage für die Bewertung und den Vergleich von kotierten Unternehmen oder von marktbreiten Indizes bilden. Am Beginn einer jahrelangen Hausse stehen die Gewinne üblicherweise vor einer kräftigen Erholung, während die Bewertungen unterdurchschnittlich sind. Die gegenwärtige Ausgangslage ist exakt diametral: Vor allem in den USA sind die Bewertungen überdurchschnittlich hoch, während die Gewinne immer deutlicher unter Druck geraten.

Makrotreiber ohne Wumms

Letzteres liegt an den langfristig überproportional steigenden Kosten. So führt die Knappheit an Arbeitskräften nicht nur zu längeren Produktions- und Lieferzeiten, sie trägt auch zu einem beschleunigten Lohnanstieg bei. Zudem befeuert die Energiewende die Nachfrage nach Industriemetallen, was ihre Preise steigen lässt. Die höhere Inflation treibt die Zinsen nach oben, was dem rekordverschuldeten Unternehmenssektor kräftig anziehende Finanzierungskosten beschert. Und nicht zuletzt haben die Pandemiejahre die Störanfälligkeit der globalen Wertschöpfungsketten entblösst. In der Abkehr vom «Just in Time»-Mantra der vergangenen Dekaden sind die Unternehmen gezwungen, wieder in Vorratslager zu investieren, um im Krisenfall lieferfähig zu sein. Strukturell schneller steigende Produktionskosten wären zu verschmerzen, wenn auf der Gegenseite Produktivitätssteigerungen Entlastung schaffen würden. Genau daran mangelt es aber – eine Folge hausgemachter Probleme. Denn Produktivität ist das Resultat von Investitionen in neue Produktionsanlagen, in innovative Produkte oder in verbesserte Prozesse. Im Durchschnitt vergehen vier Jahre, bis Investitionen zu einer sichtbaren Steigerung der Produktivität führen. Der Blick auf die jüngere Vergangenheit zeigt indes, dass viele Unternehmen bei den Investitionen mit angezogener Handbremse unterwegs waren.

So verringerte sich das jährliche Investitionswachstum in den USA zwischen 2016 und 2022 von 9,5 auf knapp 3%. Dies erstaunt, weil historisch tiefe Zinsen optimale Voraussetzungen für eine kräftige Beschleunigung geboten hatten. Stattdessen floss das Geld in rekordhohe Aktienrückkäufe.

Die Investitionszurückhaltung hat sich bereits dämpfend auf die Produktivität der Unternehmen ausgewirkt, was für die nächsten Jahre eine schmerzhafte Verlangsamung des Gewinnwachstums erwarten lässt. Dabei hatte sich der Aufwärtstrend der Gewinne schon seit geraumer Zeit verflacht. Im Mittel der vergangenen zehn Jahre legten die Gewinne jährlich 4,8% zu – deutlich weniger als der historische Durchschnittswert von 7,5%. Die Expansionsrate wird sich weiter abschwächen; wir rechnen auf Sicht der nächsten zehn Jahre mit einem Zuwachs von nur noch 3,5% p. a. Die Belastungsfaktoren für die Produktivität und die Gewinne beschränken sich nicht auf die USA, das Problem ist globaler Natur, wie die längerfristigen Produktivitätstrends seit Ende des 19. Jahrhunderts zeigen. Bemerkenswert ist zunächst die bis in die Neunzigerjahre hinein zu beobachtende Heterogenität internationaler Produktivitätstrends. Seit Mitte der Neunzigerjahre prägt indes ein synchron verlaufender Abwärtstrend das Bild. So schwach wie gegenwärtig expandierte die Produktivität in den vergangenen 140 Jahren nur kurz vor Ausbruch des Zweiten Weltkriegs – trotz Digitalisierung.

«Der geldpolitische Wind hat gedreht – und zwar dauerhaft»

Auch hier wirken im Hintergrund strukturelle Trends. Ein allen Ländern gemeinsamer Faktor ist die ungünstige Demografie, denn alternde Gesellschaften leiden unter einer geringeren Risikoneigung, unter anderem abzulesen an einer rückläufigen Zahl an Unternehmensgründungen. Hinzu kommt in den hoch entwickelten Volkswirtschaften der abnehmende Anteil der industriellen Wertschöpfung, der zulasten der Sachkapitalinvestitionen, in denen besonders hohe Produktivitätsfortschritte gebunden sind, geht. Auch die über viele Jahre hinweg künstlich tief gehaltenen Zinsen, dank derer Unternehmen überleben konnten, die gar nicht mehr wettbewerbsfähig waren, dürften eine dämpfende Wirkung gehabt haben. Ob die viel diskutierte Revolution in der künstlichen Intelligenz den Negativtrend umzukehren vermag, bleibt abzuwarten. Eine Voraussetzung hierfür sind umfangreiche Investitionen – in Prozesse, in Hardware, in Daten und nicht zuletzt in geschultes Personal. Vor allem Letzteres stellt in den nächsten Jahren auf globaler Ebene einen Flaschenhals dar. Sollte sich daher tatsächlich eine durch KI induzierte Trendumkehr in der Produktivität einstellen, würde sich dies im Vorfeld durch eine strukturelle Beschleunigung der Unternehmensinvestitionen ankündigen. Bislang fehlt davon jede Spur.

Welche Aktienbewertungen werden Investoren vor diesem wenig erbaulichen Hintergrund akzeptieren? Für die Beantwortung dieser Frage lohnt ein Blick auf das vom US-Ökonomen Robert Shiller entwickelte konjunkturbereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), ein Bewertungsmass, das den aktuellen Aktienkurs ins Verhältnis zu den mittleren Gewinnen der jeweils vergangenen zehn Jahre setzt. Zwar neigen die Bewertungen über die Zeit zu Übertreibungen nach oben und unten, die Abweichungen vom langjährigen Mittel sind aber nicht nachhaltig. Diese Eigenschaft lässt sich im Zusammenspiel mit der oben abgeleiteten Gewinnprognose für eine längerfristige Projektion des Ertrags des S&P 500 nutzen. Denn zwischen der aktuellen Aktienmarktbewertung und dem mittleren Ertrag der folgenden zehn Jahre besteht ein signifikanter inverser Zusammenhang: Je höher die Bewertung ist, umso tiefer ist der zu erwartende Wertzuwachs im nächsten Jahrzehnt – und umgekehrt.

Unrealistisches Gewinnwachstum

Die vergangene Dekade war, trotz magerer Gewinndynamik, von einer extrem starken Aktienmarktperformance geprägt, die im Durchschnitt jenseits der 15%-Marke lag. Ermöglicht wurde dies durch die ultraexpansive Geldpolitik seit der Finanzkrise 2008/2009, die Investoren in Aktien, Immobilien und Private Equity lockte, deren Bewertungen immer weiter in die Höhe schossen. Diese Zeit ist vorbei, der geldpolitische Wind hat wegen des Wandels im Inflationsklima gedreht – und zwar dauerhaft. Damit ist auch die Phase überdurchschnittlich hoher Gewinnmultiplikatoren zu Ende. Wir rechnen mit einer Rückkehr des Shiller-KGV von derzeit 29 für den S&P 500 auf den Mittelwert von 18. Angenommen, die Gewinne wachsen jährlich etwa 3,5%, dürfte es den US-Blue-Chips somit schwerfallen, in den nächsten zehn Jahren einen Ertrag von mehr als 2% p. a. zu realisieren. Selbst wenn man den Zeitraum auf fünfzehn Jahre verlängert, stellen 4% die Obergrenze dar. US-Aktien dürfte es langfristig schwerfallen, eine Rendite zu erzielen, die den Ertrag von Unternehmensanleihen übersteigt. Wie erwähnt, ist die Verlangsamung des Produktivitäts- und des Gewinnwachstums ein globales Phänomen. Auch im Rest der Welt wird der Aktienertrag daher auf einen flacheren Expansionspfad einschwenken. Allerdings ist die Bewertung in Europa und den Schwellenländern deutlich attraktiver als in den USA.

Harald Preissler

Harald Preissler arbeitet seit 1999 beim Anleihenspezialisten Bantleon. Zunächst war er Senior Analyst, bevor er 2001 zum Leiter der Kapitalmarktanalyse, 2005 zum Chefökonomen und 2010 zum Chief Investment Officer ernannt wurde. Heute ist er Kapitalmarktstratege sowie Präsident des Verwaltungsrats der Bantleon AG, Zürich, und Aufsichtsratsmitglied der Bantleon Invest GmbH, Hannover. Preissler hat an der Universität Würzburg Volkswirtschaftslehre studiert und doktoriert.

NZZ

Die NZZ-Corporate-Abos:

Schaffen Sie neue Perspektiven für Ihr Team.

Ihre Vorteile auf einen Blick:

- Massgeschneiderte Abos für Ihre Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter
- Effiziente Lizenzverwaltung und automatisierte Abrechnung
- Individuell wählbarer Zugriff auf alle NZZ-Inhalte
- Direkte Ansprechperson bei der NZZ
- Nachhaltigkeit durch die Reduktion von Papier

Jetzt Angebot erhalten via QR-Code oder Link:
corporate.nzz.ch

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y331

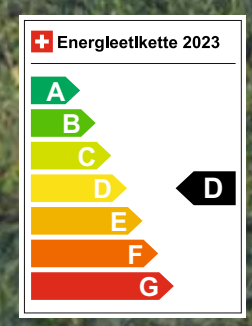
63,3% Globaler Marktanteil des Chrome-Webbrowsers

Quelle: statista.com

Quiet, impressive.

Der rein elektrische Audi SQ8 e-tron.

Future is an attitude



SQ8 e-tron quattro, 504 PS,
28,0–24,5 kWh/100 km, 0 g CO_2/km, Kat. D