

the market

NZZ

Unabhängige Analyse und Meinung
für bessere Entscheidungen an den Finanzmärkten



themarket.ch

Was bringt 2024 für die Finanzmärkte?

Ein höheres Zinsniveau, eine fragile Weltwirtschaft und geopolitische Risiken: Das ist die Ausgangslage für das kommende Jahr. Was bedeutet das für Aktien, Anleihen und Rohstoffe? **The Market** beleuchtet die Chancen und die Risiken, die 2024 bringen wird.

Seite 4: Die Weltwirtschaft in der «Twilight Zone»

Seite 6: Aktien: defensiv ins neue Jahr

Seite 8: Jim Grant:
«Viele Investoren wollen nicht wahrhaben,
dass sich etwas grundlegend verändert hat»

Seite 10: Wie sich Anleger am Anleihenmarkt am besten positionieren können

Seite 12: Drei Tech-Trends für 2024

Seite 14: Anlagen im Rohstoffsektor sind tückisch

+++ Seite 3: Die Entscheidung rückt näher Seite 17: Roundtable-Interview mit Vontobel, Bellevue Asset Management und zCapital: «2024 wird attraktive Einstiegsmöglichkeiten bieten» Seite 20: Burggraben-Aktien überzeugen langfristig Seite 22: Dividenden-Aristokraten bringen Überrendite Seite 29: Das Best Ideas Portfolio von The Market +++

LEONTEQS

UNIVERSUM AN

KRYPTO-ASSETS



HIER ERFAHREN SIE
MEHR ÜBER UNSER
UNIVERSUM AN
KRYPTO-ASSETS!

WERBUNG
PARTIZIPATION

GRÖSSTES UNIVERSUM AN KRYPTO-ASSETS

VORTEILE UNSERER KRYPTO-ANLAGELÖSUNGEN



Transaktionspartner

Die Emittentin Leonteq ist FINMA reguliert, mit einer starken Kapitalbasis von rund CHF 900 Millionen ausgestattet und besitzt ein Investment-Grade-Rating von Fitch Ratings.



Custody

Zertifikate ermöglichen es in Krypto-Assets mittels CH-ISIN über eine traditionelle Depotstelle zu investieren, die über eine regulierte Börse wie SIX Swiss Exchange oder BX Swiss bequem zugänglich sind.



Sicherheit

Anleger müssen keine öffentlichen und privaten Schlüssel oder Wallets verwalten.

TRACKER ZERTIFIKATE AUF KRYPTO-ASSETS

BASISWERT	HANDELSPLATZ	BRIEFKURS*	VALOR
Bitcoin	SIX Swiss Exchange	CHF 31.89	58730701
Ethereum	SIX Swiss Exchange	CHF 17.58	114329857
Litecoin	SIX Swiss Exchange	CHF 5.89	48148805
BitcoinCash	SIX Swiss Exchange	CHF 19.24	48148803
Ripple	SIX Swiss Exchange	CHF 52.00	48148801
Cardano	SIX Swiss Exchange	CHF 3.37	59660941
Polkadot	SIX Swiss Exchange	CHF 4.70	59661212
Stellar	SIX Swiss Exchange	CHF 10.41	59661216
Ethereum Classic	SIX Swiss Exchange	CHF 17.63	59661219
Solana	SIX Swiss Exchange	CHF 5.05	59661651
Algorand	SIX Swiss Exchange	CHF 1.48	59661635
Polygon	SIX Swiss Exchange	CHF 7.44	112985433
Dogecoin	SIX Swiss Exchange	CHF 7.04	112985456
Avalanche	SIX Swiss Exchange	CHF 1.95	112985430
Cosmos	SIX Swiss Exchange	CHF 8.07	59661638

Kleinste Handelsmenge 1 Zertifikat
Emittentin Leonteq Securities AG

BASISWERT	HANDELSPLATZ	BRIEFKURS*	VALOR
Tezos	BX Swiss	CHF 7.33	59661209
Chainlink	BX Swiss	CHF 13.10	59661206
Aave	BX Swiss	CHF 7.95	59661674
EOS	BX Swiss	CHF 6.21	59661671
Filecoin	BX Swiss	CHF 4.16	59661668
Uniswap	BX Swiss	CHF 4.68	112985442
Axie Infinity	BX Swiss	CHF 5.60	112985903
Maker	BX Swiss	CHF 12.57	112985906
ApeCoin	BX Swiss	CHF 1.33	112986040
Decentraland	BX Swiss	CHF 3.82	112986037

RECHTLICHER HINWEIS

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

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

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

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

Kryptowährungen sind für Anleger mit erhöhten Risiken verbunden. Weitere Informationen über potenzielle Risiken im Zusammenhang mit dem Produkt und dem Basiswert sind in der massgebenden Produktdokumentation (Abschnitt «Produktspezifische Risiken» und «Zusätzliche Risikofaktoren») zu finden.

Die Emittentin wird unter normalen Marktbedingungen einen begrenzten Sekundärmarkt stellen. Anleger sollten beachten, dass wenn die Emittentin (oder einer Absicherungsgesellschaft von ihr) nicht in der Lage ist, Absicherungsgeschäfte zu tätigen, oder wenn es sehr schwierig ist, solche Geschäfte abzuschliessen, sich die Geld/Brief-Spanne für das Produkt (zeitweilig oder potenziell sogar auf unbestimmte Zeit andauernd) erhöhen kann, um das wirtschaftliche Risiko der Emittentin (oder einer Absicherungsgesellschaft von ihr) zu begrenzen. Weitere Informationen über Risiken im Zusammenhang mit einer erhöhten Geld/Brief-Spanne sind in der massgebenden Produktdokumentation (Abschnitt «Produktspezifische Risiken» und «Zusätzliche Risikofaktoren») zu finden.

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

Eine Wiedergabe - auch auszugsweise - von Artikeln und Bildern ist nur mit Genehmigung von Leonteq Securities AG gestattet. Jegliche Haftung für unverlangte Zusendungen wird abgelehnt. © Leonteq Securities AG 2023. Alle Rechte vorbehalten.

Verwaltungsgebühr 1.50% p.a.
Laufzeit Open End

Mitglied bei



MEINUNG

2024: Die Entscheidung rückt näher

An den Märkten zeichnet sich ein Kräftemessen um die weitere Entwicklung von Konjunktur und Zinsen ab. Mit den amerikanischen Präsidentschaftswahlen kommt ein Risikofaktor hinzu, der schwer abschätzbar ist. Die Gefahr von Turbulenzen ist beträchtlich. **Von Christoph Gisiger**

Das neue Jahr beginnt mit einem Paukenschlag. Bereits am ersten Handelstag senkt die US-Notenbank an einer Sondersitzung den Leitzins um gleich einen halben Prozentpunkt. «Diese Massnahme wurde angesichts einer weiteren Abschwächung von Verkäufen und Produktion sowie vor dem Hintergrund eines geringeren Konsumentenvertrauens, angespannter Bedingungen in einigen Segmenten der Finanzmärkte sowie hoher Energiepreise ergriffen, die die Kaufkraft der privaten Haushalte und der Unternehmen schwächen», heisst es im Communiqué.

Die Märkte feiern den unerwarteten Entscheid euphorisch. Die Börsenschwergewichte im Dow Jones Industrial schliessen am selben Abend fast 3% fester. Der Technologieindex Nasdaq Composite verbucht mit über 14% den grössten Tagesgewinn seit seiner Lancierung in den frühen Siebzigerjahren. Doch bald kehrt Ernüchterung ein. Ende Januar brechen die Kurse erneut ein. Die Baisse, die auf die Exzesse im Tech-Sektor folgte, breitet sich auf immer mehr Sektoren aus. Bis zum Tiefst im Herbst des darauffolgenden Jahres verliert der US-Aktienmarkt mehr als 40%.

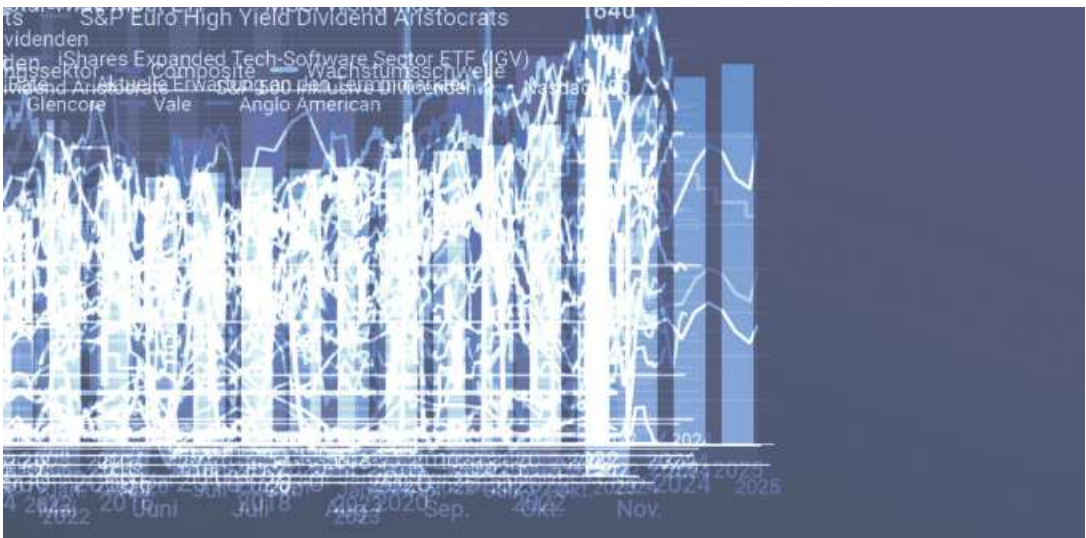
Das ist kein fiktives Szenario, sondern beschreibt die Ereignisse ab dem 3. Januar 2001. Unter Alan Greenspan hatte das Federal Reserve die Geldpolitik seinerzeit energisch gestrafft, um den steigenden Inflationsdruck im Zug des Internetbooms zu dämpfen. Doch nachdem die Spekulationsblase im März 2000 geplatzt war, trübte sich die Konjunktur gegen Ende des Jahres rasch ein. Wenige Monate später begann die Rezession. Der «Maestro» am Ruder der mächtigsten Zentralbank hatte übersteuert. Bis sich die Lage endlich stabilisierte, musste Greenspan den Leitzins letztlich um satte fünf Prozentpunkte auf das damalige Rekordtief von 1% senken.

«Die Finanzmärkte fiebern der ersten Leitzinssenkung entgegen»

Drohen heute ähnliche Probleme? Parallelen gibt es nicht wenige: Die Übertreibungen mit Tech-Aktien, Publikumsöffnungen und Kryptowährungen in den Jahren 2020/21 erinnern stark an die Dotcom-Blase. Die Zinsen in den USA sind nach der aggressiven Straffung des Fed so hoch wie letztmals vor mehr als zwanzig Jahren. Die Schwäche-signale aus der US-Wirtschaft mehren sich, und die Börsen fiebern der ersten Zinssenkung entgegen. Das muss freilich nicht heissen, dass sich die Geschichte wiederholt. Sicher ist nur eines: Auch 2024 wird es Überraschungen geben, die für ausgeprägte Kursbewegungen sorgen.

Hotspot Taiwan

Ein Bereich, der Potenzial für Turbulenzen birgt, ist die Geopolitik. Rund um den Globus finden im Jahr 2024 in annähernd vierzig Ländern nationale Wahlen zur Neubesetzung der Regierung und/oder des Parlaments statt: von Indien, Südkorea, Indonesien und Japan über Iran, Ägypten, Russland und Grossbritannien bis nach Venezuela, Mexiko und den USA. Gemäss dem Analysedienst Bloomberg Economics stimmen nächstes Jahr 41% der Weltbevölkerung ab, die 42% der globalen



Wirtschaftsleistung repräsentieren. Einer der wichtigsten Entscheide steht bereits am 13. Januar an, wenn Taiwan eine neue Regierung wählt. Die Demokratische Fortschrittspartei (DPP), die 2016 und 2020 mit deutlichem Vorsprung die Präsidentschaftswahlen gewonnen hat, macht sich für die Eigenständigkeit von der Volksrepublik stark. Sollte sie ihre Macht weiter zementieren können, dürfte das Peking mit Blick auf das langfristige Ziel der Wiedervereinigung noch mehr verärgern.

Das Risiko einer Invasion in Taiwan erscheint aus heutiger Sicht eher gering. Mit der soeben gebildeten Koalition der beiden Oppositionsparteien, die einen freundlicheren Ton gegenüber Peking anschlagen, ist der Ausgang der Wahlen zudem offen. In der Ukraine und in Israel wüten aber bereits zwei Kriege von globaler Tragweite, mit denen kaum jemand gerechnet hatte. Die strategische Bedeutung der Insel vor China als des wichtigsten Produktions- und Technologiestandorts für die Halbleiterindustrie und damit für die moderne Wirtschaft ist enorm. Nicht auszudenken, wenn es beispielsweise bei einem Flottenmanöver in der Strasse von Taiwan zu einem Unfall käme.

Die Vereinigten Staaten haben im kalten Krieg mit China ihre Unterstützung für Taiwan unmissverständlich klargemacht, was mit ein Grund für die Spannungen zwischen den beiden Grossmächten ist. Das Treffen von Joe Biden und Xi Jinping in der Nähe von San Francisco hat die Wogen nun zumindest etwas geglättet. Die Wahrscheinlichkeit ist aber gross, dass sich die Rivalität im Hinblick auf das politische Hauptereignis des Jahres bald erneut aufheizen wird: die amerikanischen Präsidentschaftswahlen.

Der Wahlzirkus in den USA beginnt offiziell am 15. Januar mit den republikanischen Primärwahlen im ländlichen US-Gliedstaat Iowa. Angesichts der starken Polarisierung der Bevölkerung dürfte es im Machtkampf zwischen Republikanern und Demokraten erneut hässlich werden. Zu den wenigen Aspekten, in denen sich beide Lager einig sind, zählt eine harte Haltung gegenüber China. Das dürfte sich in einer entsprechend scharfen Rhetorik reflektieren, speziell was den Handels- und Technologiekrieg anbelangt. Ein grosser Entscheid in den Primärwahlen der Republikaner fällt am 5. März am Super Tuesday. Gleich sechzehn Gliedstaaten – darunter Kalifornien und Texas – stimmen dann ab. Wer die Präsidentschaftswahlen gewinnt, wird sich letztlich in einer Handvoll «Swing States» wie Pennsylvania, Michigan, Georgia und North Carolina entscheiden, wo Biden als voraussichtlicher Kandidat der Demokraten und Donald Trump als republikanischer Spitzenanwärter praktisch gleichauf liegen.

Bis das Rennen um das Weisse Haus am 5. November 2024 entschieden ist, kann – und wird – noch viel passieren. Auf Umfragewerte ist seit der Brexit-Abstimmung in Grossbritannien und Trumps Coup bei den Wahlen 2016 ohnehin kaum mehr Verlass. Zudem sind die Favoriten beider Parteien in der breiten Bevölkerung äusserst unbeliebt und haben altersmässig den Zenit überschritten. Hinzu kommen die Unwägbarkeiten, die bei Trump hinsichtlich der Rechtsverfahren wegen versuchten Wahlbetrugs im Raum stehen.

«Die Favoriten beider Parteien sind in der US-Bevölkerung äusserst unbeliebt»

An Wallstreet ist das «Playbook» für ein Jahr mit Präsidentschaftswahlen gut bekannt. Historisch betrachtet schneidet der US-Aktienmarkt mit einer Performance von 6% unterdurchschnittlich ab. In der Regel akzentuieren sich Kursschwankungen in den Monaten vor dem Wahlentscheid, worauf oft eine kräftige Rally bis Ende Jahr einsetzt. Besonders sensibel verhalten sich üblicherweise Branchen mit einem hohen Grad an Regulierung und Abhängigkeit von staatlichen Ausgaben wie Gesundheit, Energie und Rüstung.

Seilziehen am Bondmarkt

Am wichtigsten könnte aber nicht sein, wie die Börse auf den Verlauf des Wahlkampfes in den USA reagiert, sondern der Bondmarkt. Seit dem Panikschub von Mitte Oktober hat sich die Lage im Handel mit langfristigen US-Staatsanleihen zwar merklich entspannt. Es erscheint jedoch fraglich, ob der Schock so rasch überwunden ist, wie der Konsens es derzeit suggeriert. Die US-Wahlen könnten damit zu einem zentralen Faktor für die Schlüsselentscheidung an den Finanzmärkten im kommenden Jahr werden. 2022 war das Geschehen von den drastischen Zinserhöhungen der Zentralbanken geprägt, nachdem sie die Inflation unterschätzt hatten, allen voran das Federal Reserve. 2023 dominierte sodann die Überzeugungsarbeit der Geldpolitiker, dass sie die Zinsen für längere Zeit auf erhöhtem Niveau belassen werden.

Für 2024 zeichnet sich nun ein Seilziehen ab. Einerseits dürfte die sich anbahnende Abschwächung der Konjunktur die Renditen am Bondmarkt nach unten drücken. So machen sich selbst im lange Zeit überaus robusten US-Arbeitsmarkt allmählich Risse bemerkbar. Andererseits könnten das be-

In Kürze:

- Die Geopolitik birgt das Potenzial für Erschütterungen
- Die US-Präsidentschaftswahl rückt in Sichtweite
- Für die Börsen ist die Zinsentwicklung entscheidend

trächtliche Emissionsvolumen an Staatsanleihen zur Finanzierung des Budgetdefizits sowie zunehmende Befürchtungen um die finanzielle Gesundheit Amerikas für Auftrieb bei den Renditen sorgen. Mit Moody's droht die dritte grosse Ratingagentur eine Herabstufung der Kreditwürdigkeit der USA an. Dies, nachdem Standard & Poor's und Fitch einen solchen Schritt bereits vollzogen haben. Mit nahezu 120% des Bruttoinlandsprodukts bewegen sich Amerikas Schulden auf einem Niveau, das zu Friedenszeiten präzedenzlos ist. Trump wie auch Biden haben massive Budgetdefizite angehäuft. Daher fragt sich, wie der Bondmarkt reagiert, falls sich ab nächstem Frühjahr tatsächlich herauskristallisieren sollte, dass bis Ende 2028 erneut einer dieser beiden «Big Spenders» im Weissen Haus sitzen wird.

Das wohl beste Szenario für 2024 wäre, wenn sich diese beiden diametralen Kräfte ungefähr die Waage hielten. Bei einem erneuten Zins-schub erscheint die Gefahr weiterer Erschütterungen wie bei den britischen Pensionskassen im Oktober 2022 und der Krise bei den US-Regionalbanken im Frühjahr 2023 gross. Ein abrupter Rückgang der Zinsen würde umgekehrt einen gravierenden Konjunktüreinbruch bedeuten, was vermutlich noch problematischer wäre. Die Vorfreude an den Börsen, die im Hinblick auf das Ende des Zinserhöhungszyklus herrscht, könnte in diesem Fall bald vergehen – die Episode von Anfang 2001 ist ein anschauliches Beispiel dafür.



Christoph Gisiger

Redaktor und Gründungspartner von The Market. Seine Spezialgebiete sind Finanzmarktanalysen, Geldpolitik sowie Interviews mit profilierten Investoren und Ökonomen.

Kontakt: christoph.gisiger@themarket.ch
X (Twitter): [@CGisiger](https://twitter.com/CGisiger)

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y43



ANALYSE

Die Weltwirtschaft in der «Twilight Zone»

Die globale Konjunktur befindet sich im Übergang zwischen Licht und Schatten. Im Jahr 2024 könnten zunächst die Schatten überwiegen – und Chancen an den Finanzmärkten eröffnen. The Market versucht, in groben Zügen das grosse Bild zu malen. **Von Mark Dittli**

«Die alte Welt liegt im Sterben, und die neue Welt kämpft darum, zum Leben zu erwachen; das ist die Zeit der Monster.»

Antonio Gramsci,
ital. Philosoph, Journalist, Politiker (1891–1937)

Die Weltwirtschaft befindet sich in einer Art Schwebezustand. Der schnellste und heftigste Zinserhöhungszyklus seit mehr als vierzig Jahren ist zu Ende, die Zentralbanken der westlichen Industrieländer haben eine Pause eingelegt. Nun warten sie und schauen, wie sich ihre Massnahmen durch das Wirtschaftssystem arbeiten – in der Hoffnung, dass es ihnen gelungen ist, die Inflation zu besiegen.

An den Bondmärkten hat eine Normalisierung stattgefunden. Die Ära der Null- und Negativzinsen, die die Jahre nach der Finanzkrise von 2008 geprägt hatte, ist vorbei. In Europa und in den USA sind die Kapitalsätze auf das Niveau zurückgekehrt, das bis 2007 gängig war (vgl. Grafik 1). China, die zweitwichtigste Volkswirtschaft der Welt, ächzt derzeit unter einer hausgemachten Nachfrageschwäche, unter Deflation und einer Immobilienkrise, deren Ende nicht in Sicht ist.

Zwei Kriege, in der Ukraine und im Nahen Osten, erschrecken mit ihrer Brutalität und ihrem Eskalationspotenzial, sorgen für erhöhte Ungewissheit sowie Spannungen an den Rohstoffmärkten.

Hinzu kommt, dass die Weltwirtschaft noch immer unter den Verwerfungen der Pandemie leidet. Die weltweiten Lieferketten sind nicht mehr in den optimierten Zustand zurückgekehrt, der bis 2019 die Norm war. Millionen Unternehmen weltweit verzeichnen Schwankungen in ihren Lagerbeständen, die sie seit Jahrzehnten nicht mehr gekannt haben.

«Investoren sollten sich für Anlageentscheide nicht auf Wirtschaftsprognosen stützen»

Prognosen zum Gang der Weltwirtschaft sind stets mit Vorsicht zu geniessen – in diesen turbulenten Zeiten erst recht. Vor einem Jahr beispielsweise herrschte an den Finanzmärkten weitgehend Konsens, dass die USA 2023 in eine Rezession fallen, während China nach dem Ende der Null-Covid-Politik einen Boom erleben würde.

Das Gegenteil trat ein. Diese Erfahrung lehrt Demut. Anleger sollten sich für ihre Investitionsentscheide nie auf makroökonomische Prognosen abstützen. Was sich aber lohnt, ist der Blick auf die Gegenwart, auf den Ist-Zustand sowie auf die Signale, die die Märkte von sich geben. Denn wer sieht, welche Kräfte am Werk sind, kann auch eher Risiken – und Chancen – erkennen.

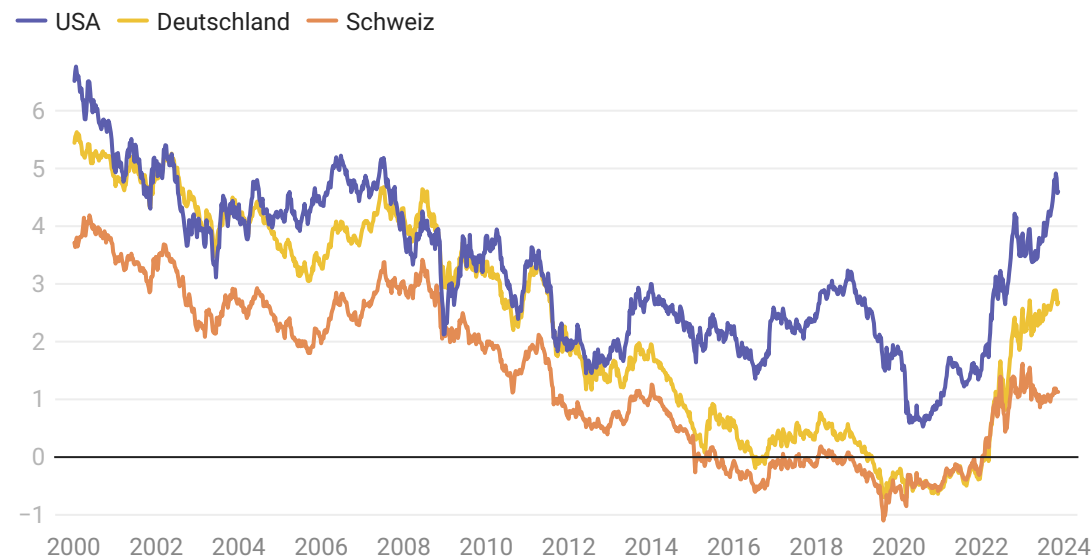
Das globale Bild: Abkühlung

Von einem Boom ist in der Weltwirtschaft nichts zu sehen. Die meisten relevanten Volkswirtschaften dürften sich 2024 im Vergleich zu 2023 leicht abkühlen. Zu den wenigen Ausnahmen mit einer brummenden Konjunktur zählt Indien. Die Ökonomen des

1) Die Zeit der Null- und Negativzinsen ist vorbei

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, in %

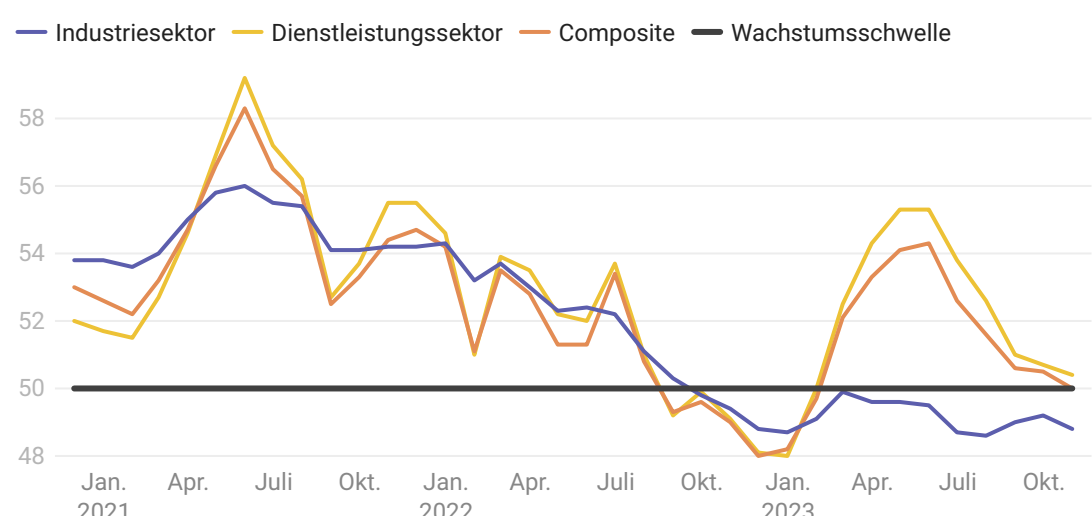
Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



2) Einkaufsmanagerindex: die Weltwirtschaft am Nullpunkt

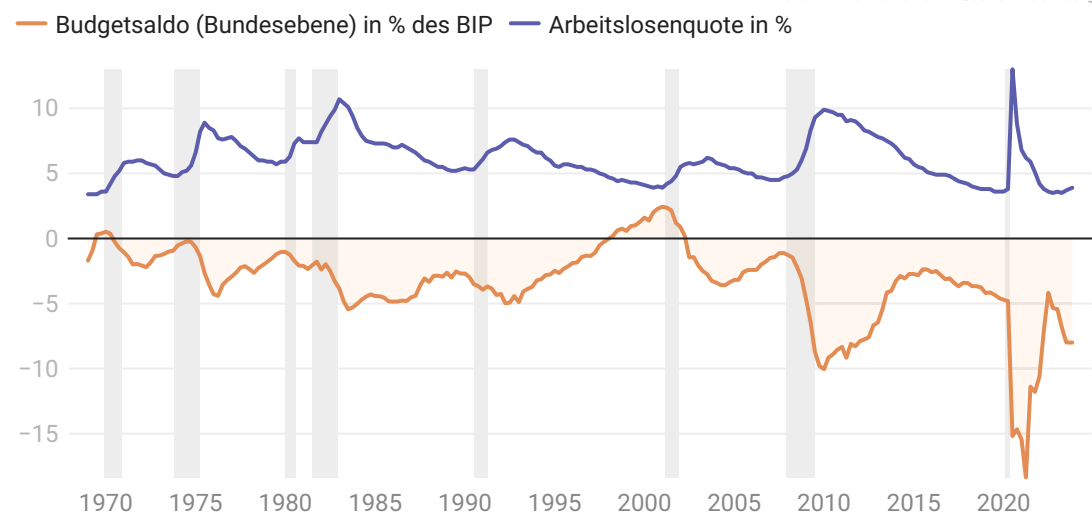
JPMorgan Global Purchasing Managers Index (PMI)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



3) USA: Riesendefizit in Zeiten der Vollbeschäftigung

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



Graue Flächen: Rezession nach Definition des National Bureau of Economic Research (NBER)

Internationalen Währungsfonds erwarten für die Weltwirtschaft 2024 ein Wachstum von 2,9%, was deutlich unter dem Durchschnitt der Jahre 2000 bis 2019 von 3,8% liegt.

Der von JPMorgan erhobene globale Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index, PMI), ein vorläufiger Konjunkturindikator, liegt gegenwärtig mit 50 exakt auf der Schwelle zwischen Expansion und Kontraktion. Der globale Industriesektor befindet sich demnach bereits seit einem Jahr in der Kontraktion, während der Dienstleistungssektor marginal über 50 liegt. In beiden Fällen sinkt die Tendenz (vgl. Grafik 2).

Auch die zwei wichtigsten konjunktursensitiven Rohstoffpreise senden Schwachesignale. Der Kupferpreis zeigt seit Beginn des Jahres

einen sinkenden Trend. Der Ölpreis verzeichnete von Juli bis Ende September eine dreimonatige Aufwärtsbewegung, hat seit Mitte Oktober aber mehr als 15% verloren und ist unter 80 \$ je Fass der Sorte Brent gefallen. Der kurze Anstieg nach dem Terroranschlag der Hamas auf Israel am 7. Oktober ist verpufft. Diese Indikatoren bestätigen das Bild einer sich abkühlenden Weltkonjunktur. Den grössten Schwenkfaktor stellt dabei die US-Wirtschaft dar.

USA: das Jahr der Wahrheit

Die Stärke der US-Konjunktur war die grosse positive Überraschung des zu Ende gehenden Jahres. Die Hauptgründe dafür waren, erstens, der robuste Konsum der Haushalte und, zweitens, die extrem expansive Fiskalpolitik.

In Kürze:

- Die USA haben 2023 positiv überrascht, doch die Zeichen einer Abkühlung mehrten sich
- China leidet unter der hartnäckigen Immobilienkrise
- Europa gibt kaum Impulse

Zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Effekte der Pandemie warfen die Regierungen Trump und Biden mehr als 10% des jährlichen Bruttoinlandsprodukts (BIP) in Form von Stimulusmassnahmen auf – deutlich mehr als alle anderen wichtigen Staaten. Diese Massnahmen haben unter den privaten Haushalten zu Ersparnisüberschüssen geführt, die bis heute noch nicht abgetragen sind. Zudem trocknete der Arbeitsmarkt aus; die Arbeitslosenquote sank auf den niedrigsten Wert seit den späten Sechzigerjahren, was die Löhne – auch auf realer Basis, nach Abzug der Inflation – steigen liess. Das beflügelte den Konsum.

Die Biden-Regierung machte keine Anstalten, die Notenbank (Fed) bei ihrem Kampf gegen die Inflation zu unterstützen. Im Gegenteil: Nach der Verabschiedung mehrerer Stimulusgesetze – u. a. Inflation Reduction Act, CHIPS and Science Act – stieg das Haushaltsdefizit auf Bundesebene auf mehr als 7% des BIP. Das ist ausserhalb einer Rezession und in Zeiten der Vollbeschäftigung eine geradezu absurd expansive Fiskalpolitik (vgl. Grafik 3).

Doch nun beginnt der Wind zu drehen. Die grosse Frage wird sein, ob die für 2023 erwartete Rezession bloss aufgeschoben wurde und ein Thema des kommenden Jahres sein wird. Die jüngst publizierten Konjunkturindikatoren deuten in diese Richtung. Der vom Institute for Supply Management erhobene ISM-Einkaufsmanagerindex lieferte im Oktober eine negative Überraschung. Demnach sank der Industriesektor nach einer kurzen Erholungsbewegung im Spätsommer wieder deutlich tiefer in die Kontraktion. Der Dienstleistungssektor expandiert zwar noch, hat sich aber ebenfalls abgekühlt.

Der Arbeitsmarkt ist zwar immer noch robust, hat aber ebenfalls begonnen, erste Schwachesignale zu senden. Die Arbeitslosenquote ist auf 3,9% gestiegen, was 0,5 Prozentpunkte über dem im Frühjahr erreichten Tiefstwert liegt. Erhellend ist ein Blick auf eines der konjunktursensitivsten Segmente des Arbeitsmarktes. Transportgesellschaften haben in den vergangenen drei Monaten landesweit rund 30'000 Lastwagenfahrer entlassen. Immer, wenn die Zahl der «Trucking Jobs» in der Vergangenheit eine derart deutliche Trendwende zeigte, sank die US-Wirtschaft jeweils kurz danach in eine Rezession.

Noch nicht ganz klar ist, welchen negativen Effekt die Streiks in der Automobilindustrie auf die jüngsten Daten des ISM-Index und des Arbeitsmarktes hatten. Die im Oktober verzeichneten Schwachesignale müssen sich in den kommenden Monaten noch bestätigen.

Die Terminmärkte wittern, dass das Fed dieser Abkühlung nicht allzu lange zusehen wird. Derzeit gehen sie davon aus, dass die Notenbank im Mai 2024 beginnen wird, die Zinsen zu senken. Bis Ende des kommenden

Jahres soll es gemäss den Erwartungen der Terminmärkte zu vier Leitzinssenkungen à je 0,25 Prozentpunkte kommen (vgl. Grafik 4). Die grosse Unbekannte bleibt dabei freilich, wie rasch sich die Inflation zurückbildet und sich dem Zielwert von 2% nähert. Davon sind die Zahlen – wobei sich das Fed an der Core-PCE-Inflation orientiert, die derzeit auf 3,7% liegt – noch weit entfernt. Zinssenkungen werden nur dann plausibel, wenn der Teuerungsdruck weiter nachlässt.

«Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA ist hoch»

Alles in allem lässt sich bezüglich der US-Wirtschaft sagen, dass die Wahrscheinlichkeit einer Rezession hoch ist. Allerdings verfügt sie noch über viel Schwung, und der Arbeitsmarkt kühlt sich nur langsam ab. Es ist also durchaus möglich, dass der Abschwung erst in der zweiten Jahreshälfte – just vor den Präsidentschaftswahlen im November 2024 – evident wird. Die Frage, wann das Fed auf einen Zinssenkungspfad einschwenken kann, entscheidet sich am Tempo, mit dem sich die Inflation zurückbildet.

China: maximaler Pessimismus?

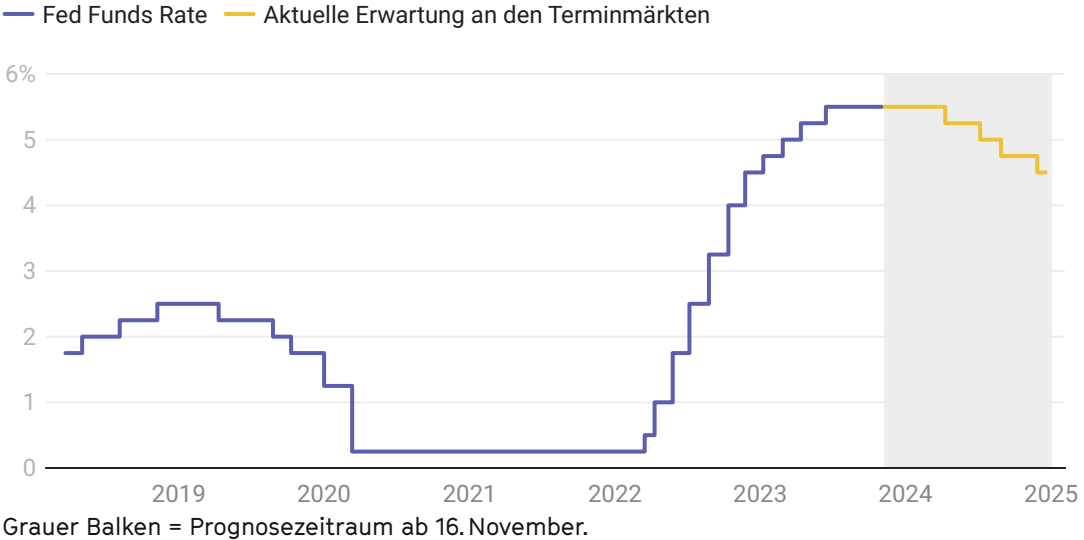
Während die USA positiv überraschten, war China die Enttäuschung des Jahres. Dem Boom nach dem Ende der Null-Covid-Politik ging bereits im April die Luft aus. Die seit drei Jahren schwelende Immobilienkrise belastet nicht nur den Bausektor, sondern auch die Konsumentenstimmung, da die chinesischen Haushalte rund 65% ihres Vermögens in Immobilien investiert haben. Wie gross die Schwäche der Binnennachfrage ist, zeigt die Teuerung. Während die USA und Europa mit Inflation zu kämpfen haben, herrscht in China Deflation (vgl. Grafik 5).

Mit einer baldigen Trendwende im Immobiliensektor ist nicht zu rechnen, da ein riesiges Überangebot herrscht. «In den Jahren des Booms wurden etwa 80 bis 90 Mio. Wohneinheiten zu viel gebaut. Die stehen jetzt leer. Die meisten davon in strukturschwachen Gegenden», sagt Jörg Wuttke, ehemaliger Präsident der EU-Handelskammer in China.

Damit dürfte auch die Verunsicherung unter den Haushalten gross bleiben, zumal die Regierung kaum Bereitschaft zeigt, den Konsum mit direkten Stimulusmassnahmen anzukurbeln. Die Parteiführung unter Xi Jinping hat klar signalisiert, dass sie in China keinen Wohlfahrtsstaat nach dem Vorbild Europas haben will. Das führt dazu, dass die Haushalte sparen und ihren Konsum drosseln.

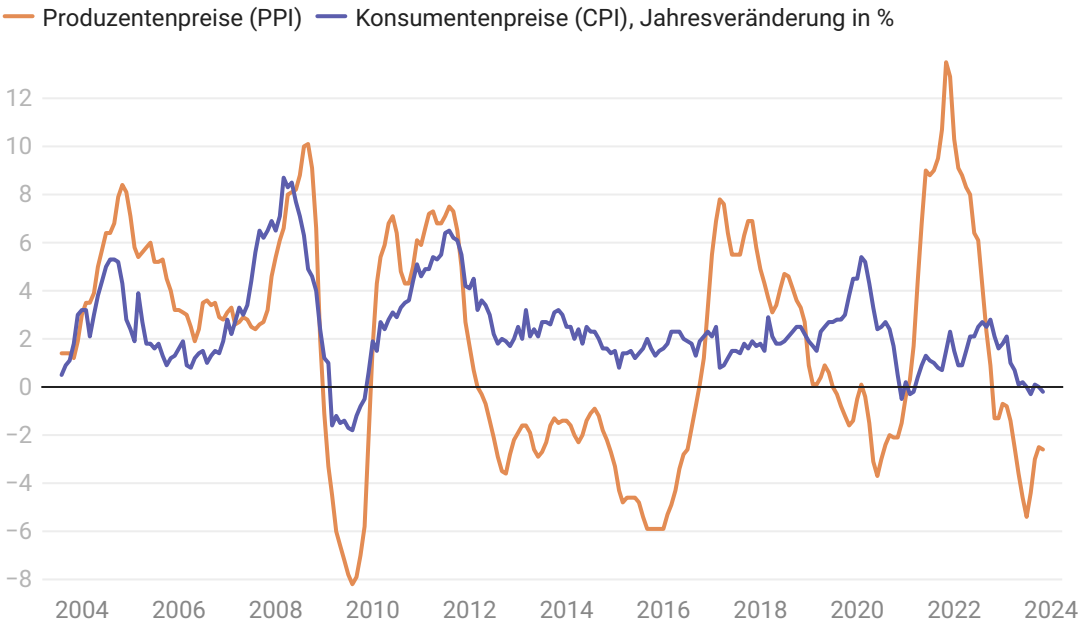
4) Zinserwartungen im Terminhandel

Grafik: themarket.ch – Quelle: Federal Reserve, CME FedWatch



5) China: Deflation

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



Aus dem Export – mit wenigen Ausnahmen wie im Automobilsegment – wird Chinas Wirtschaft auf absehbare Zeit ebenfalls kaum Impulse erhalten, zumal die Zeichen in den USA auf Abkühlung stehen.

Die People's Bank of China (PBoC) hat zwar begonnen, die Geldpolitik zu lockern, doch mit geringem Erfolg. Sie senkt die Zinsen nur in kleinen Schritten, weil sie gleichzeitig versucht, die eigene Währung nicht zu stark abzuwerten. Zudem stossen auch tiefere Zinsen kaum auf Nachfrage: Weder die Haushalte noch die Unternehmen wollen neue Kredite aufnehmen. Das sind klassische Zeichen einer Liquiditätsfalle. Der von Bloomberg erhobene China Credit Impulse Index verharrt im negativen Bereich. Die Einkaufsmanagerindizes – der offizielle PMI legt ein höheres Gewicht auf die staatseigenen Betriebe, der vom Wirtschaftsmagazin Caixin erhobene PMI liefert ein besseres Bild für den Privatsektor – bestätigen die Stagnation.

Der Schlüssel für neue Wachstumsimpulse liegt bei der Parteiführung. Im Oktober hat

sie beschlossen, dass die Regierung zusätzliche 1 Bio. Yuan, umgerechnet rund 130 Mrd. \$, für Infrastrukturprojekte ausgeben und das Budgetdefizit von 3 auf 3,8% des BIP steigen lassen darf.

«Der Schlüssel für Wachstumsimpulse in China liegt bei der Parteiführung»

Das sind Zeichen, dass die Partei die Wachstumsrate in einem Bereich zwischen 4,5 und 5% stabilisieren möchte. Wie die Analysten der auf China spezialisierten Research-Boutique Gavekal Dragonomics schreiben, ist daher auch für 2024 mit weiteren fiskalpolitischen Stimuli zu rechnen. In Bezug auf Chinas Wirtschaft könnte damit der Punkt des maximalen Pessimismus überschritten sein. Mit einem markanten Aufschwung ist für

2024 zwar nicht zu rechnen, aber nur schon die Tatsache, dass China sich stabilisiert, stellt eine positive Wendung dar.

Europa: Talsohle durchschritten

Am chinesischen Konjunkturzyklus hängen nicht nur ost- und südasiatische Volkswirtschaften wie Japan, Korea, Taiwan, Thailand und Malaysia, sondern auch die Exportsektoren Europas. Deutschland verharrte das ganze Jahr hindurch am Rand einer Rezession. Das Magazin «The Economist» bezeichnete die wichtigste Volkswirtschaft des Kontinents im August als «kranken Mann Europas». Der vom Münchner Ifo-Institut erhobene Geschäftsklimaindex der deutschen Industrie zeigt die gedrückte Stimmung. Immerhin hat er sich zuletzt leicht stabilisiert.

Die Europäische Zentralbank hat den Inflationsdruck in Europa noch länger unterschätzt als ihr Pendant in den USA – und trat ab Mitte 2022 so hart wie noch nie in ihrer 25-jährigen Geschichte auf die geldpolitische Bremse. Die Inflation bildet sich in Europa derzeit rascher zurück als in den USA. Die Exponenten der EZB versuchen, ihre Glaubwürdigkeit wiederzuerlangen, und überbieten sich mit Ankündigungen, die Geldpolitik möglicherweise noch weiter zu straffen. Allerdings drohen die EZB-Verantwortlichen dabei den Fehler zu begehen, die Konjunktur unnötig stark abzuwürgen.

Die Einkaufsmanagerindizes in Europa zeigen die schwache Grundstimmung, doch hier ist die gute Nachricht, dass sich der Industrie-PMI immerhin auf tiefem Niveau stabilisiert hat. Die Talsohle könnte erreicht sein.

Echte neue Wachstumsimpulse erhalten Europas Volkswirtschaften in der Regel nicht aus eigener Kraft. Das beste Szenario für Europa – abgesehen von einem Ende des Krieges in der Ukraine – wäre eine Belebung der Dynamik in China und dem Rest Asiens.

Für Investoren bleibt das Umfeld damit anspruchsvoll. Angesichts der lahrenden Konjunktur bietet sich eine etwas defensivere Ausrichtung an (vgl. Seite 6). 2024 dürfte aber auch das Jahr sein, in dessen Verlauf der geldpolitische Zyklus auf globaler Basis wieder in Richtung Expansion dreht. In diversen Schwellenländern, etwa in Brasilien, senken die Zentralbanken die Zinsen bereits. Damit öffnet sich auch die Perspektive für neue Kaufgelegenheiten.

34'000 Mrd. \$ Kumulierte Liquiditätszufuhr aller Zentralbanken weltweit, zwischen 2008 und 2021

Quelle: Bank of America

Albin Kistler

Erfolgsrezept: Zutat #1

EIGENES RESEARCH

Klare Regeln, diszipliniert umgesetzt.

Wir halten Wort.

ANALYSE

Aktien: defensiv ins neue Jahr

Ist die Börsenkorrektur bereits ausgestanden, und dürfen sich die Anleger auf ein freundliches Jahr 2024 einstellen? The Market präsentiert eine Auslegeordnung. **Von Sandro Rosa**

War das der Startschuss zur heiss ersehnten Jahresendrally? Zum Monatsbeginn legten die Aktienmärkte rund um den Globus ein Kursfeuerwerk hin. Der Weltaktienindex von MSCI ist in Dollar gerechnet innerhalb von nur einer Woche um 5,3% nach oben geschwungen – das war der kräftigste Anstieg seit einem Jahr (vgl. Grafik 1). Seitdem hat sich der Aufwärtstrend fortgesetzt. Der Auslöser? Ein leicht schwächerer US-Arbeitsmarktbericht, «dovische» Signale der US-Notenbank (Fed) sowie die Nachricht, dass das Treasury in den kommenden drei Monaten weniger neue Anleihen ausgeben wird als erwartet. In der Folge gaben die Kapitalmarktzinsen spürbar nach, und die Börsen haussierten. Nachdem zuletzt die EZB, die Bank of England und das Fed die Leitzinsen unverändert gelassen haben, setzt sich nun unter den Marktbeobachtern immer mehr die Ansicht durch, der Höhepunkt bei den Zinsen sei erreicht. Der wider Erwarten starke Rückgang der US-Inflation bekräftigte dieses Narrativ.

Sanfte Landung oder Rezession?

Auch die Angst vor einer Rezession, die zum Jahresbeginn die Anleger noch umtrieb, ist nicht mehr akut. Nachdem die US-Wirtschaft im dritten Quartal zum Vorquartal um 4,9% gewachsen war, macht unter Marktbeobachtern einmal mehr der Begriff sanfte Landung der Wirtschaft die Runde. Auch die Mehrheit der von Bank of America regelmässig befragten Fondsmanager rechnet damit, dass es dem Fed gelingen wird, die Wirtschaft ohne allzu grossen Schaden abzukühlen.

«Auch in den USA mehren sich die Anzeichen einer Abkühlung»

Doch die Rezessionsrisiken sind keineswegs gebannt, wie ein Blick auf die zu den verlässlichsten konjunkturellen Frühindikatoren zählenden Einkaufsmanagerindizes (Purchasing Managers Indices, PMI) zeigt. Der globale, nach Wirtschaftskraft der Länder gewichtete Industrie-PMI ging im Oktober von 49,1 auf 48,8 Zähler zurück und entfernte sich damit weiter von der Wachstumsschwelle von 50. In allen wichtigen Regionen sind die Indikatoren im Monatsvergleich gefallen. Nur in wenigen Ländern – etwa in Indien und in Mexiko – notieren sie über 50. Europa steht bereits an der Schwelle zur Rezession, wie etwa die Daten zur deutschen Industrieproduktion zeigen. Im September ging sie zum vierten Mal in Folge zurück und nahm zum Vormonat um 1,4% ab. Der Konsens hatte einen Rückgang um lediglich 0,1% erwartet. Dem Industriesektor weht eine steife Brise entgegen.

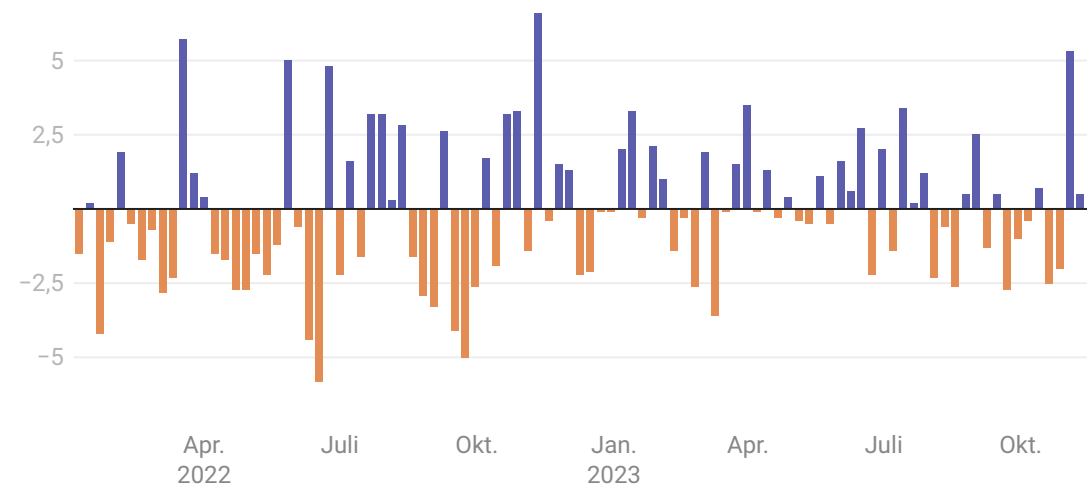
Brutaler Zinsanstieg

Zudem mehren sich die Anzeichen einer Abkühlung in den USA, einer der wenigen robusten Wirtschaften. So ist die Arbeitslosigkeit im Oktober auf 3,9% gestiegen. Das ist zwar historisch nach wie vor ein sehr niedriger Wert, doch im April lag sie noch auf 3,4%. Ein in der Vergangenheit zuverlässiges Barometer, der Sahm-Rezessionsindikator, signalisiert den Start eines Abschwungs, wenn der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Arbeitslosenquote das Tief der vorangegangenen zwölf Monate um mindestens 0,5 Prozentpunkte übertrifft. Dazu fehlt nur noch

1) Starker November für Aktien

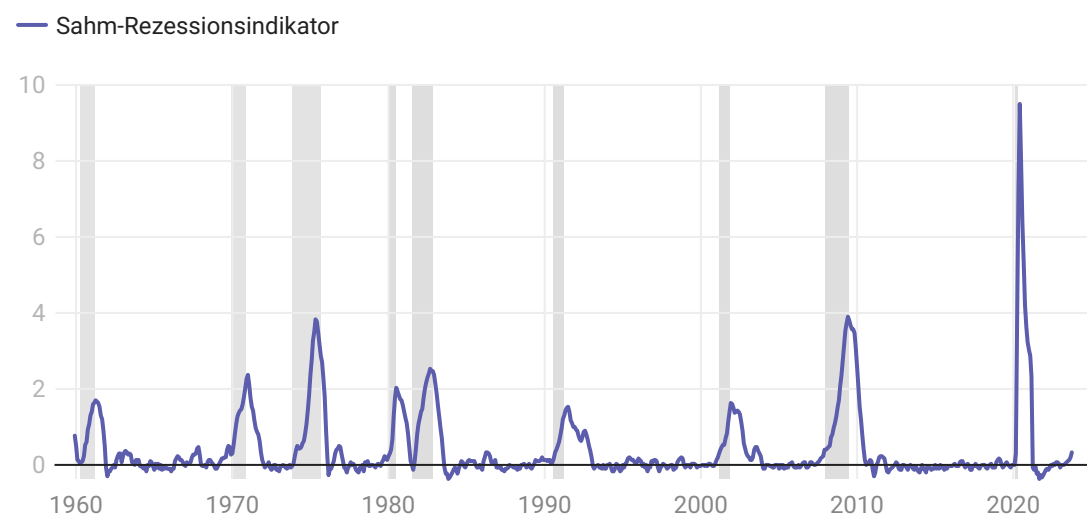
Wochenrendite des MSCI AC World (in %)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



2) Rezessionsindikator zeigt nach oben

Grafik: themarket.ch – Quelle: FRED



Der Sahm-Rezessionsindikator signalisiert den Beginn eines Abschwungs, wenn der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Arbeitslosenquote das Tiefst der vorangegangenen zwölf Monate um mindestens 0,5 Prozentpunkte übertrifft. Graue Balken: Rezessionen gemäss Definition des National Bureau of Economic Research.

wenig (vgl. Grafik 2). Ausser den erhöhten Energiepreisen machen sich auch langsam die stark gestiegenen Zinsen bemerkbar. So sind die Renditen auf zehnjährige US-Staatsanleihen seit Sommer 2020 um rund 400 Basispunkte nach oben geklettert. Das ist der kräftigste Anstieg seit vierzig Jahren. In Deutschland haben sie sich in den vergangenen drei Jahren von -0,6 auf +2,5% erhöht. Oder anders ausgedrückt: Wir erleben gerade den heftigsten Bond-Bärenmarkt der Geschichte. US-Staatsanleihen sind gemäss Strategie Michael Hartnett von Bank of America sogar auf Kurs, das dritte Jahr in Folge mit Kursverlusten zu beenden – ein Novum.

Es ist schwer vorstellbar, dass eine solche Schubumkehr nach fünfzehn Jahren der Null- und Negativzinspolitik ohne grössere Schmerzen vonstättengeht. Erste Vorbeben waren im Frühling bei diversen US-Regionalbanken zu spüren und zuvor bei britischen Pensionskassen. Weil aber viele Unternehmen die Phase niedriger Zinsen genutzt hatten, um ihre Schulden langfristig zu fixieren, werden die Probleme erst bei der Refinanzierung zutage treten. Das Gleiche gilt für lang laufende Hypotheken, die künftig zu wesentlich ungünstigeren Konditionen erneuert werden müssen. Der Geschäftsgang in Corporate America bösst ebenfalls an Dynamik ein. In der Berichtssaison zum dritten Quartal hat weniger als die Hälfte der im S&P 500 abgebildeten Konzerne die Analystenschätzungen beim Umsatz übertroffen. Das ist der niedrigste Wert seit vier Jahren. Dass sich die Probleme bei den Unternehmen häufen, signalisiert auch der markante Anstieg an Insolvenzen in den USA.

«Ich glaube, dass der grösste und schnellste Anstieg der Kreditkosten nach einer sehr langen Periode extrem niedriger Zinsen mit einem Knall enden wird», ist Marktstratege Arthur Budaghyan von BCA Research überzeugt.

Notenbanken ohne Spielraum?

«Normalerweise geben die Notenbanken in einem solchen Umfeld Gas, und die Zinsen fallen deutlich. Dieses Mal bremst die EZB in der Wirtschaftsschwäche weiter, was sich als ein gefährlicher Fehler erweisen könnte», schrieb der deutsche Fondsmanager Peter Huber kürzlich auf themarket.ch. Und in der Tat eilten die Währungshüter den Märkten in der Vergangenheit jeweils zur Hilfe, wenn es brenzlig wurde. Ob es diesmal auch der Fall sein wird, ist weniger klar. Zwar scheint der Zinshöhepunkt erreicht zu sein: «Es besteht nun ein starker Konsens darüber, dass der Straffungszyklus der EZB beendet ist, und wir stimmen dem zu», meint etwa Jennifer McKeown, Chefökonomin beim Londoner Researchanbieter Capital Economics. So ist das BIP der Eurozone im dritten Quartal im Vergleich zum Vorquartal um 0,1% geschrumpft, derweil hat auch der Inflationsdruck nachgelassen. Betrug die Konsumentenpreisinflation im September noch 4,3%, ist sie im November auf 2,9% gesunken. Auch in den USA nährten die Töne aus dem Fed an der vergangenen Notenbanksitzung die Hoffnung, dass es in diesem Zyklus nicht zu weiteren Leitzinsanhebungen kommt.

Das sind positive Nachrichten für die Märkte – aber werden die Währungshüter auch schon bald die Zinsen senken? Die jüngsten Verlaut-

In Kürze:

- Die Marktteilnehmer werden wieder zuversichtlich
- Aktien in Europa und in Schwellenländern sind günstig
- Für 2024 empfiehlt sich eine defensive Strategie

barungen der Notenbankvorsitzenden des Fed, der EZB und der Bank of England waren jedenfalls weniger zuversichtlich, was das Ende weiterer Zinserhöhungen betrifft, als die Marktreaktion erahnen lässt. Alle Zentralbankvertreter bekräftigten, dass weitere Anhebungen nicht ausgeschlossen seien.

Natürlich möchten sie ihren Handlungsspielraum nicht unnötig einschränken. Vor allem aber möchten sie vermeiden, dass die Marktteilnehmer die Anleihenrenditen allzu kräftig nach unten drücken, was die Finanzierungsbedingungen wieder lockern würde. Das würde dem Kampf gegen die Teuerung zuwiderlaufen. Schliesslich dürften die Währungshüter davor zurückschrecken, die Zinsen vorzeitig zu senken, nachdem sie die Inflation zuvor sträflich unterschätzt und dadurch ihren Ruf ramponiert hatten. Zumal die Gefahr besteht, dass die Eskalation im Nahen Osten zu neuen globalen Schocks führt. Die Vorfreude vieler Anleger auf baldige Zinssenkungen dürfte damit enttäuscht werden. Für eine Kehrtwende müsste es wohl zur Rezession kommen oder ein «Unfall» passieren – beides kein erbauliches Szenario für die Börsen.

Beunruhigend sind zudem die Schwäche-signalen abseits der populären Indizes. Während sich der Nasdaq 100, der S&P 500, der Euro Stoxx 50 und der Nikkei 225 in diesem Jahr wacker geschlagen haben, machen sich in diversen anderen Segmenten Stresssignale bemerkbar.

«Anleihen versprechen erstmal seit Jahren wieder ansprechende Renditen»

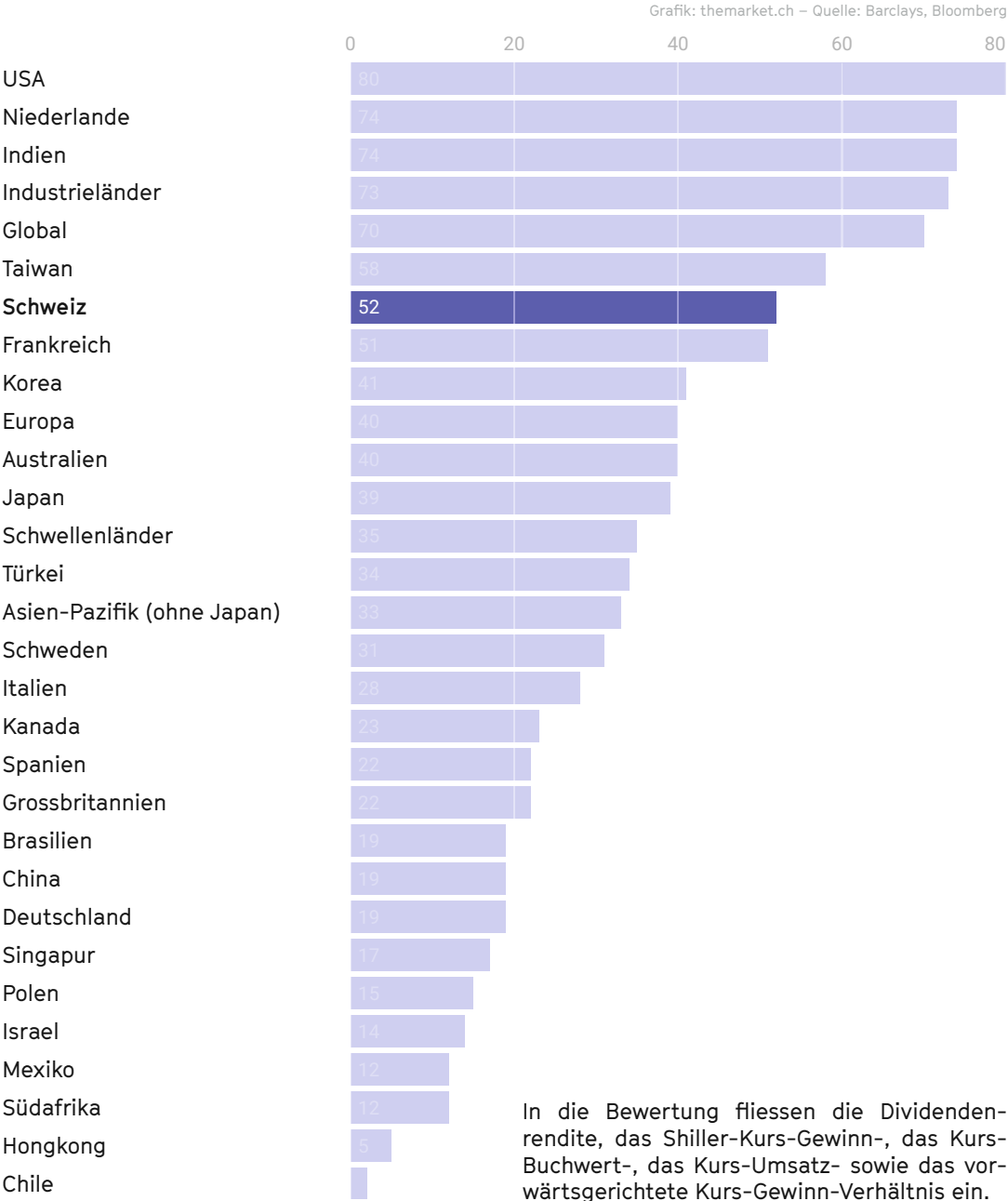
Schwellenländer zeigen seit Monaten eine vergleichsweise schleppende Entwicklung, kleinkapitalisierte Unternehmen blieben jüngst ebenfalls auffällig stark zurück, und Aktien aus dem US-Bankensektor lassen eine frappante relative Schwäche erkennen. «In Finanzsystemen beginnen die Risse in der Regel an der Peripherie und dehnen sich dann auf das Zentrum aus», warnt BCA-Strategie Arthur Budaghyan. Für ihn ist klar, dass für globale Aktien weiterhin erhebliche Abwärtsrisiken bestehen. Sollte der S&P 500 unter seine wichtige technische Unterstützung von 4100 (den gleitenden Dreijahresdurchschnitt) fallen, könnte der nächste Support erst bei 3500 Punkten zum Tragen kommen.

Bremsklotz Bewertung

Leider sind die Aktienbewertungen vor diesem Hintergrund im Allgemeinen noch nicht günstig genug. Die leichte Korrektur des

3) Value findet man in Europa und in Schwellenländern

Bewertungsperzentil: Je höher der Wert – er bewegt sich zwischen 0 und 100 –, desto teurer ist ein Aktienmarkt.



In die Bewertung fliessen die Dividendenrendite, das Shiller-Kurs-Gewinn-, das Kurs-Buchwert-, das Kurs-Umsatz- sowie das vorwärtsgerichtete Kurs-Gewinn-Verhältnis ein.

MSCI AC World von rund 3% vom Jahreshöchst ist zu gering, um die Bewertungen auf ein attraktives Niveau zu bringen. Vor allem die US-Börse, die rund 63% der globalen Marktkapitalisierung ausmacht, ist nach wie vor stolz bewertet (vgl. Grafik 3).

Das zeigt ein von The Market ermittelter Indikator, der für jeden Markt fünf Bewertungskennzahlen – die Dividendenrendite, das Shiller- und das vorwärtsgerichtete Kurs-Gewinn-Verhältnis sowie das Kurs-Buchwert- und das Kurs-Umsatz-Verhältnis – berücksichtigt, sie standardisiert und mit der eigenen Historie vergleicht. Daraus ergibt sich ein Indikator, der Werte zwischen 0 (extrem günstig) und 100 (extrem teuer) erreichen kann, 50 entspricht dem langjährigen Durchschnitt. Für die USA resultiert ein hoher Wert von 80. Die Niederlande (74) und Indien (74) sind ebenfalls teuer.

«Die zunehmende Konzentration auf wenige Tech-Konzerne erhöht die Absturzgefahr»

Insbesondere jetzt, wo die Anleihenmärkte erstmals seit vielen Jahren wieder ansprechende Renditen versprechen, erwächst den Aktienmärkten Konkurrenz. Weshalb soll man teure US-Valoren kaufen, wenn zweijährige Staatsanleihen 4,9% abwerfen? Wer bei Aktien einen Bewertungspuffer sucht, wird vor allem in den Schwellenländern und in Europa fündig, wo die Aktienmärkte ein deutlich weniger zuversichtliches Szenario vorwegnehmen. Fondsmanager Bill Hester

von Hussman Strategic Advisors fasst das Umfeld treffend zusammen: «Die Bewertungen sind derzeit anspruchsvoll, und der Zinsdruck ist nahezu rekordverdächtig. Kommt zu diesen Risiken noch eine Rezession hinzu, würde dies zu einer Kombination negativer Einflüsse führen, die in der Geschichte selten vorkam.»

Defensive Werte bevorzugen

Für die Anleger empfiehlt es sich deshalb, sich vorsichtig zu positionieren und eine neutrale Aktienquote zu halten. Weniger populäre Segmente wie die defensiven Branchen Versorger und Basiskonsum oder von den Investoren verschmähte Goldminenaktien und Energiewerte, die zugleich eine Absicherung gegen eine weitere Eskalation im Nahen Osten bieten, dürften in den kommenden Monaten ein besseres Risiko-Rendite-Profil aufweisen als die bisherigen Überflieger aus dem IT- und dem Kommunikationssektor.

Bei den Ländern drängt sich eine Gewichtsverlagerung weg von den USA auf. Die Erwartungen an europäische Aktien und an Valoren aus Schwellenländern sind gedämpft, was das Enttäuschungspotenzial begrenzen sollte, während die US-Indizes vom Schub der «glorreichen Sieben» profitiert haben. Die zunehmende Konzentration auf wenige Tech-Konzerne erhöht aber auch die Absturzgefahr. Kommt es tatsächlich zu einem «Unfall» oder einem kräftigen Anstieg der Arbeitslosigkeit – was die Börsen mit einem Ausverkauf quittieren dürften –, dann kommt die Zeit, die Aktienquote aggressiv aufzustocken.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y47



Zum persönlichen Vorteil handeln mit bis zu 40% Courtagen-Rabatt. Ist doch ganz normal.

E-Trading eröffnen und profitieren.
postfinance.ch/gesponserte-trades

PostFinance

Werbung

INTERVIEW

«Viele Investoren wollen nicht wahrhaben, dass sich etwas grundlegend verändert hat»

Jim Grant, Herausgeber des «Grant's Interest Rate Observer», glaubt, dass am Markt für Anleihen eine jahrzehntelange Baisse begonnen hat. Im Interview sagt er, welche Risiken damit einhergehen – und wo sich Chancen eröffnen. **Von Christoph Gisiger**



Jim Grant

Querdenker, die sich nicht davor scheuen, mit ihrer Meinung anzuecken, gibt es an Wallstreet nur wenige. Jim Grant gehört zu diesen Ausnahmen. Sein 1983 lanciertes Investmentbulletin «Grant's Interest Rate Observer», das die Büros in Downtown Manhattan hat, ist für viele Investoren Pflichtlektüre. Zum 40-Jahre-Jubiläum ist soeben eine empfehlenswerte Sonderausgabe mit den besten Artikeln aus den letzten vierzig Jahren erschienen. Grant begann seine Karriere als Bondspezialist Mitte der Siebzigerjahre. Später schrieb er eine Zinskolumne für das Anlegermagazin «Barron's». Im Lauf seiner Karriere hat er diverse Bücher verfasst.

An den Märkten spielt sich ein Umbruch ab. Die Zeit rekordtiefer Zinsen scheint passé zu sein, was tiefgreifende Konsequenzen für Finanzanlagen nach sich zieht. «Es ist möglich, dass wir uns am Beginn eines neuen Bond-Bärenmarktes befinden», sagt Jim Grant, Herausgeber des Investmentbulletins «Grant's Interest Rate Observer». «Anleihen sind in der Welt der Finanzanlagen insofern ungewöhnlich, als sich ihre Kurse in Intervallen einer ganzen Generation bewegen. Bei Aktien oder Rohstoffen ist das weniger der Fall.»

Im Interview erklärt der Wallstreet-Augur und ausgewiesene Kenner der Finanzgeschichte, was ein dauerhaft erhöhtes Zinsniveau für Investments bedeuten könnte, welche Risiken damit verbunden sind und wo sich für langfristig orientierte Anlegerinnen und Anleger aber auch attraktive Möglichkeiten für Engagements ergeben.

Herr Grant, was geht Ihnen durch den Kopf, wenn Sie das aktuelle Geschehen an den Finanzmärkte beobachten?

Derzeit gibt es tatsächlich einiges zu beobachten. Dazu gehört vor allem die enorme Geschwindigkeit, mit der die Zinsen von praktisch null auf ein annähernd normales Niveau gestiegen sind. Eine solche rasante Bewegung haben wir selten zuvor gesehen, wenn überhaupt. Es ist, als würde ein Auto in vier Sekunden von 0 auf 100 km/h beschleunigen. Wir haben es hier mit einem äusserst rapiden und vermutlich disruptiven Anstieg zu tun.

Wie lassen sich diese Verwerfungen aus historischer Perspektive einordnen?

Es ist möglich, dass wir am Beginn eines neuen Bond-Bärenmarktes stehen. Anleihen sind in der Welt der Finanzanlagen insofern ungewöhnlich, als sich ihre Kurse in Intervallen einer ganzen Generation bewegen. Bei Aktien oder Rohstoffen ist das weniger der Fall.

Wie verhielt es sich mit solchen Zyklen denn in der Vergangenheit?

In den USA sanken die Renditen etwa ab dem Ende des Bürgerkriegs 35 Jahre lang bis zum Ende des 19. Jahrhunderts. Danach stiegen sie während 20 Jahren graduell, worauf sie von etwa 1921 bis 1946 erneut fielen. Anschliessend begann die grosse Bond-Baisse der Nachkriegszeit, in der die Renditen bis auf 15% im Jahr 1981 kletterten. Danach folgte die grosse Hausse, in der das Niveau bis auf 1% im Jahr 2021 sank. In Europa und Japan fielen die Renditen am kurzen Ende sogar weit in den negativen Bereich.

«Es besteht die Möglichkeit, dass wir uns nicht bloss in einem Inflationszyklus befinden, sondern in einer Ära der Inflation»

Was bedeutet das für die Gegenwart?

In den letzten 150 Jahren gab es eine Reihe von Bullen- und Bärenmärkten, die jeweils mindestens 20 Jahre dauerten. Möglicherweise haben die Zinsen nun eine längere Reise nach oben angetreten – und wenn das der Fall ist, lautet die Devise nicht «höher für länger», sondern «höher für viel, viel, viel länger». Der Versuch, historische Muster an den Märkten zu erkennen, garantiert aber natürlich nicht, dass man daraus die Zukunft ableiten kann. Immerhin kennt man jedoch den Kontext, um diesen äusserst heftigen und drastischen Schub bei den Zinsen einzuordnen.

Weshalb glauben Sie, dass ein neuer Zyklus im Anleihenmarkt begonnen hat?

Dazu eine Anekdote: 1981 sah sich Präsident Reagan mit einer Streikandrohung der Gewerkschaft der Fluglotsen konfrontiert. Er warnte die Fluglotsen deshalb, nicht zu strei-

ken, mit der Begründung, es sei illegal und würde der Öffentlichkeit schaden. Die Fluglotsen streikten trotzdem, woraufhin Reagan sie alle entliess und ihre Stellen neu besetzte. Das war etwa zur selben Zeit, als die Zinsen den Zenit erreichten; eine Art Zeichen der Zeit. Damals wusste man zwar noch nicht, dass diese Episode das Ende der langen Baisse am Bondmarkt einläuten würde. Sie hatte aber Signalwirkung: Reagan brach diese wichtige Gewerkschaft – ein Fanal, dass sich etwas grundlegend veränderte, wie der Einbruch der Rohstoffpreise im Jahr zuvor.

Was heisst das für die heutige Situation?

Ein anderer US-Präsident, Joe Biden, ist kürzlich nach Detroit gereist, wo er sich aus Solidarität am Streik der Gewerkschaft der Autoarbeiter beteiligt hat. Für mich ist das ein weiteres Zeichen der Zeit, auch eine Art von Omen. Es könnte demnach tatsächlich sein, dass wir es fortan viel länger mit viel höheren Zinsen zu tun haben werden. Und es besteht eine reelle Möglichkeit, dass wir uns nicht bloss in einem Inflationszyklus befinden, sondern in einer ganzen Ära der Inflation.

Ist demnach mit weiteren Erschütterungen am Bondmarkt zu rechnen?

Wir haben eben über den aussergewöhnlich rasanten Start dieses hypothetischen Bärenmarktes für Anleihen gesprochen. Beim Beginn der letzten Baisse 1964 beispielsweise dauerte es zehn Jahre, bis die Rendite langfristiger Treasuries nur schon von 2,25 auf 3,25% gestiegen war. Es muss also überhaupt nicht so sein, dass sich das derzeitige Tempo fortsetzt. Wie die Erfahrung zeigt, kann das Tempo einer Bond-Baisse sehr gemächlich und schon fast langweilig sein. Dennoch werden die langfristigen Zinsen kaum auf 2% zurückgehen. Für manche ist das gut, für andere weniger, auf jeden Fall aber ist es wesentlich anders als das, was wir in den letzten vier Jahrzehnten erlebt haben.

Was sind die Konsequenzen dieser Veränderung für Investments?

Im Verlauf von mehr als einer Karriere in der Investmentbranche hat sich die Welt daran gewöhnt, dass sich die Zinsen im Prinzip nur in eine Richtung bewegen: nach unten. Natürlich mangelte es auf diesem Weg nicht an Volatilität. Kontinuierlich sinkende Zinsen waren aber die Norm. Folglich ist die Erwartung tief in unserer kollektiven Psyche verankert, dass die Zinsen nur eines tun, nämlich sinken. Auch wenn sie jetzt plötzlich deutlich steigen, erstaunt es deshalb nicht, dass viele Investoren nicht wahrhaben wollen, dass sich etwas grundlegend verändert hat. Es ist eine ausgesprochen ungewöhnliche Erfahrung, an die sich nur wenige von uns aus einer lange zurückliegenden Zeit erinnern können.

«Wie die Erfahrung zeigt, kann das Tempo einer Bond-Baisse sehr gemächlich und schon fast langweilig sein»

Wie also wird sich das Umfeld für Investitionen dadurch verändern?

Während des grossen, langen Bullenmarktes für Anleihen, der 1981 begann, konnte man mit grosser Zuverlässigkeit davon ausgehen, dass sich Anleihen und Aktien entgegengesetzt zueinander bewegen: Wenn die Aktienkurse stiegen, sanken die Preise von Anleihen, und vice versa. Infolgedessen boten Anleihen für lange Zeit einen guten Dämpfer gegen die Risiken von Investments in Aktien. Diese Absicherung war besonders attraktiv, als Anleihen zusätzlich eine anständige Rendite abwarfen. Bis 1984 rentierten langlaufende Treasuries 14% und bis 1987 sogar noch 10%. Für das Gros der letzten vierzig Jahre haben Anleihen damit nicht nur für eine gute Balance im Portfolio gesorgt, sondern auch ein ansehnliches Mass an Rendite geliefert.

Und heute?

Dieses vorteilhafte Arrangement endete in der langen Periode mit 0%-Zinsen und QE-Stimulusprogrammen, oder es wurde zumindest weit weniger vorteilhaft. Anleihen boten vielleicht noch ein gewisses Sicherheitspolster bei Turbulenzen an den Aktienmärkten. Für viele Jahre verdiente man aber keinen nennenswerten Zinsertrag mehr. Nun besteht das Risiko, dass die Kurse von Anleihen und Aktien gleichzeitig sinken, wie das während der letzten Bond-Baisse von Ende der Sechziger- bis in die frühen Achtzigerjahre oft der Fall war. Ein gängiges Portfolio aus 60% Aktien und 40% Anleihen könnte fortan deshalb enttäuschende Anlageergebnisse liefern und nicht mehr wie bisher eine dauerhaft attraktive Performance verzeichnen – und das wäre ein grosser Wetterumschwung für Anleger.

«Anhaltend steigende Renditen bieten auch erhebliche Vorteile für langfristige Investoren»

Das sind nicht gerade rosige Perspektiven. Nicht unbedingt. Anhaltend steigende Renditen bieten auch erhebliche Vorteile für Sparer bzw. langfristige Investoren. Ein Standardwerk zu festverzinslichen Anlagen ist «Inside the Yield Book» von Martin Leibowitz und Sidney Homer. Das erste Kapitel der Ausgabe von 1972 trägt den Titel «Interest on Interest», also «Zinsen auf Zinsen». Es beschreibt die Arithmetik eines Bondinvestors, der halbjährliche Coupons bei stetig steigenden Zinsen anlegt. Die Autoren verweisen darauf, dass Zinsen auf Zinsen über einen langen Zeitraum bis zur Hälfte des Gesamtertrags einbringen können. Zudem halten sie fest, dass die Gesamtrendite bis zur Fälligkeit in Zeiten steigender Zinsen höher sein wird als die Rendite, zu der man die Anleihe ursprünglich gekauft hat. Dies, weil man den Zinsertrag nicht zum ursprünglichen Coupon reinvestiert, sondern zu immer höheren Renditen.

Wie funktioniert dieser Zinseszinsseffekt? Nehmen wir an, Sie kaufen eine 6%-Anleihe, die in dreissig Jahren fällig wird. In einem Bullenmarkt für Anleihen mit sinkenden Zinsen reinvestieren Sie diesen 6%-Coupon zu stetig niedrigeren Zinsen und damit zu einem immer geringeren Ertrag. Die Durchschnittsrendite pro Jahr bis zur Fälligkeit erreicht somit nicht 6%, sondern etwas weniger. Stellen Sie sich nun vor, Sie kaufen dieselbe Anleihe heute in einem Umfeld, in dem die Zinsen in den nächsten dreissig oder vierzig Jahren steigen werden. In diesem Fall wird die Rendite, die Sie auf diesen 6%-Coupons bei fortwährenden Reinvestitionen letztlich erhalten, etwas höher sein als 6%, und somit wird Ihre Durchschnittsrendite pro Jahr bis zur Fälligkeit ebenfalls höher sein.

Ein Bärenmarkt in Anleihen bringt also auch Vorteile mit sich? In der Tat. Für Anleger eröffnet sich eine neue Perspektive: die Möglichkeit, Zinsen auf Zinsen zu verdienen. Das gilt natürlich nicht für Leute, die auf Couponeinnahmen angewiesen sind, um die Miete zu bezahlen und Lebensmittel zu kaufen. Doch für Sparer, für Pensionskassen, für Staatsfonds, für Leute, die ihren Zinsertrag reinvestieren wollen, ist eine Baisse in Anleihen kein Nachteil. Aber noch einmal, um es klar zu sagen: Das ist alles hypothetisch. Ich will hier nicht wie ein Prophet klingen, der sich absolut sicher ist, denn das bin ich auf keinen Fall.

Aber angenommen, Sie liegen richtig. Im Grundsatz bieten Anleihen damit eine echte Alternative zu Aktien im Portfolio? Ja, was alt ist, wird wieder neu sein. Anleihen bringen wirklich etwas ein, nachdem das lange nicht mehr so war. Doch wie gesagt, es braucht Zeit, bis man sich daran gewöhnt hat. Bisher tut der Aktienmarkt so, als würde er kaum etwas davon merken. Das überrascht.

Wo könnte der Druck steigender Zinsen andererseits für Probleme sorgen? Ich vermute, dass dieser äusserst abrupte und heftige Schub Finanzierungsstrukturen auf die Probe stellen wird, die in der Zeit ultraniedriger Zinsen entstanden sind. Bedenken Sie einmal, was die Episode von 2010 bis 2021 alles hervorgebracht hat, als Geld quasi gratis war: Kryptowährungen florierten, dito Venture Capital und Private Equity. Es gab keine Beschränkungen für die Ausgabe von Staatsanleihen, womit die Kreditaufnahme im öffentlichen Sektor drastisch ausgeweitet wurde. Die Kreditkosten schienen für ewig minimal und unbedenklich zu sein, dachten viele, denn schliesslich würden die Zinsen niemals steigen. In gewisser Hinsicht basierte die Kapitalisierung der ganzen Welt auf der Erwartung extrem niedriger Zinsen.

Und wie sieht es jetzt aus? All das hat sich geändert, reflektiert sich aber noch nicht in den Erwartungen. Ich glaube, die Leute versuchen noch immer, den Schock zu verarbeiten, den die Vorstellung möglicherweise deutlich höherer Zinsen für lange Zeit ausgelöst hat. Nicht jedes Unternehmen musste sich bisher refinanzieren, nicht jede Private-Equity-Gesellschaft ist an den Kreditmärkten auf Ablehnung gestossen, und nicht jedes Land musste die Folgen potenziell ruinös hoher Kreditkosten tragen. Ich glaube daher nicht, dass der Zinsanstieg – so dramatisch er auch war – lediglich Vorteile für Sparer bringt und keine Nachteile hat. Meiner Meinung nach handelt es sich um ein wesentlich tiefer greifendes Phänomen, über das wir in den kommenden Quartalen und Jahren mehr erfahren werden.

Mit den Turbulenzen bei den britischen Pensionskassen und dem Kollaps der Silicon Valley Bank ist es bereits zu zwei Krisensituationen gekommen. Rechnen Sie mit weiterem Stress im System? Wer weiss, doch es ist zu befürchten, dass sich die Krise bei den Regionalbanken nie

wirklich entschärft, sondern nur eine Pause eingelegt hat. Die rekordtiefen Zinsen haben die Leute dazu verführt und nicht selten sogar dazu gezwungen, Dinge zu tun, die sie sonst vielleicht nicht getan hätten, wenn die Zinsen ein Resultat des Marktes und nicht ein Produkt der Modelle der Zentralbanken gewesen wären. Das Problem mit dem heutigen Zinsniveau von 4, 5 oder 6% liegt nicht an den 4, 5 oder 6% selbst. Das wahre Problem sind das vorangegangene Regime der 0%-Zinsen und die Anhäufung von Schulden, die dadurch begünstigt wurde.

«Die tiefen Zinsen haben die Leute dazu verführt, Dinge zu tun, die sie sonst vielleicht nicht getan hätten»

Die Zinsen könnten aber auch wieder sinken. Oder anders gefragt: Was sind eigentlich die Kräfte, die für eine lange Baisse am Bondmarkt sorgen könnten? Eine Ursache könnte wie gesagt ein verankerter oder struktureller Anstieg der Inflation sein, der sich im Zeitgeist festsetzt. Ein anderer Grund könnte die Verschlechterung der öffentlichen Finanzen sein. Die Vereinigten Staaten geniessen seit langem das Privileg, die einzige Supermacht und der Emittent der einzigen Reservewährung der Welt zu sein. In seiner Menschlichkeit unterscheidet sich Amerika aber nicht von anderen Ländern.

Was meinen Sie damit? Das Privileg der USA, viel mehr zu konsumieren, als wir produzieren, ist sozusagen ein vergifteter Kelch in Form der globalen Reservewährung. Im Prinzip sagten die Märkte zu Amerika: «Ihr könnt alle Rechnungen in eurer

eigenen Währung bezahlen, und die Welt wird dies aufgrund eurer wirtschaftlichen Stärke, eurer Unternehmermentalität und eurer militärischen Macht akzeptieren.» Wenn Uganda, Grossbritannien, Singapur oder sogar die Schweiz dieses Privileg erhalten hätten, wäre wohl jedes Land der gleichen Versuchung erlegen. In der Folge haben die USA sowohl im Ausland wie auch im Inland enorm hohe Schulden angehäuft, finanziert mit dem Dollar, der – wie wir uns selbst eingeredet haben – eine Art Coca-Cola oder Microsoft der monetären Weltmarken ist. Das ist eine sehr verführerische Vorstellung.

Der Dollar als Reservewährung erweist sich für die USA als Fluch? Wenn wir von Problemen bei den US-Staatsfinanzen sprechen, heisst dies de facto, dass mehr Anleihen zu den aktuellen Zinsen angeboten als nachgefragt werden. Die Kreditwürdigkeit der Vereinigten Staaten ist von den Ratingagenturen Standard & Poor's und Fitch bereits herabgestuft worden, und Moody's könnte vielleicht bald das Gleiche tun. Amerika ist in vielerlei Hinsicht ein Triple-A-Land: Die Strahlkraft der Freiheitsstatue, die Unabhängigkeitserklärung – diese Errungenschaften kann man nicht herabstufen. Sie sind Teil des ausgezeichneten Geschäftsmodells der USA. Es sind die Errungenschaften, die Amerika zu dem machen, was es ist, im Gegensatz zu den finanziellen Spielereien, die das Land nun übermässig belasten.

Immerhin schlägt sich die US-Wirtschaft aber ausgesprochen wacker. Dies, obwohl praktisch alle befürchtet hatten, dass sich die Konjunktur wegen der steigenden Zinsen abkühlen würde. Auch ich dachte, dass die Kombination aus der invertierten Zinskurve und der abnehmenden Geldmenge ein ziemlich starkes Signal für eine bevorstehende Rezession ist. Damit zeigt sich einmal mehr, dass es keine todsicheren Indikatoren für den künftigen Verlauf der Konjunktur gibt. Früher oder später wird es jedoch zu einer Rezession kommen, und sie wird ihren Ursprung in den ungesunden Kapitalstrukturen haben, die durch die Unterdrückung der Zinsen und die damit verbundenen Verzerrungen im Lauf von mehr als einem Jahrzehnt verursacht wurden.

Wie kann man in diesem Umfeld am besten navigieren? Hierzu eine Gegenfrage: Wenn Sie nach einer Währung suchen, wenn Sie also Geld in irgendeiner Form halten wollen, sind der Dollar oder andere Fiat-Währungen dann wirklich eine gute Idee? In diesem Zusammenhang habe ich schon bei früheren Gelegenheiten Gold erwähnt. Ich glaube daran, dass der grosse Moment für Gold kommen wird.

Was spricht für Gold? Gold sollte nicht als Inflationsschutz betrachtet werden, sondern als Investition in monetäre Instabilität, und davon haben wir in der Welt nicht zu wenig. Der erste Schritt ist diesbezüglich, dass sich die Leute für dieses Problem interessieren – und dann im nächsten Schritt für seine Lösung. Wenn man lange Zyklen betrachtet, erscheint es nicht undenkbar, dass die rund fünfzigjährige Ära ausläuft, die mit dem Zusammenbruch des internationalen Währungssystems Bretton Woods und dem Ende der Konvertierbarkeit des Dollars in Gold begann. Es könnte sein, dass Papiergeld von Historikern rückblickend als gescheitertes Experiment erachtet wird und dass die ungehemmte Kreditschöpfung der Zentralbanken sowie die ungehemmte Kreditaufnahme der Staaten rückgängig gemacht werden. So betrachte ich diese Dinge jedenfalls: in langfristigen historischen Trends – und fünfzig Jahre sind in der Geschichte des Geldes bloss ein Wimpernschlag.



Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

go.themarket.ch/y49



ANALYSE

Wie sich Anleger am Anleihenmarkt am besten positionieren können

Die Rendite zehnjähriger US-Treasuries ist im Oktober über 5% gestiegen, so hoch wie nie seit 2007. Damit werden Bonds wieder zum Thema für Privatanleger. The Market zeigt, wie es mit den Zinsen weitergeht und wo die besten Chancen locken. **Von Gregor Mast**

Der Bondmarkt ist in Bewegung. Im Oktober ist die Rendite zehnjähriger US-Treasuries erstmals seit 2007 über 5% gestiegen (vgl. Grafik 1). Im Tiefst im März 2020 haben dieselben Papiere 0,3% abgeworfen, und in vielen Währungen resultierte wegen der Negativzinsen mit Anleihen sogar ein garantierter Verlust. Bonds waren damit für Privatanleger kein Thema. Das ist heute anders.

«Grund für den Zinsanstieg ist die hohe Inflation»

Grund für den Zinsanstieg sind die hohe Inflation, die die Notenbanken zu beispiellosen Leitzinserhöhungen gezwungen hat, und die Frage, wie die gewaltige Neuverschuldung vor allem in den USA finanziert werden soll. So dürfte das US-Budgetdefizit nach Schätzung des Internationalen Währungsfonds in den nächsten Jahren zwischen 6 und 7% des Bruttoinlandprodukts liegen. «Das sind mindestens 2000 Mrd. \$ jährlich, im Falle einer Rezession entsprechend mehr», schreibt der deutsche Vermögensverwalter Peter E. Huber. Klassische Käufer von US-Bonds wie China, Russland oder Saudi-Arabien dürften nach dem Einfrieren der russischen Zentralbankreserven ausfallen. US-Banken kämen ebenfalls kaum infrage, da auf ihren Bonds bereits hohe unrealisierte Verluste aufgelaufen seien, und auch das Fed falle als Käufer aus, wenn es glaubwürdig bleiben wolle.

Für Nachfrage ist gesorgt

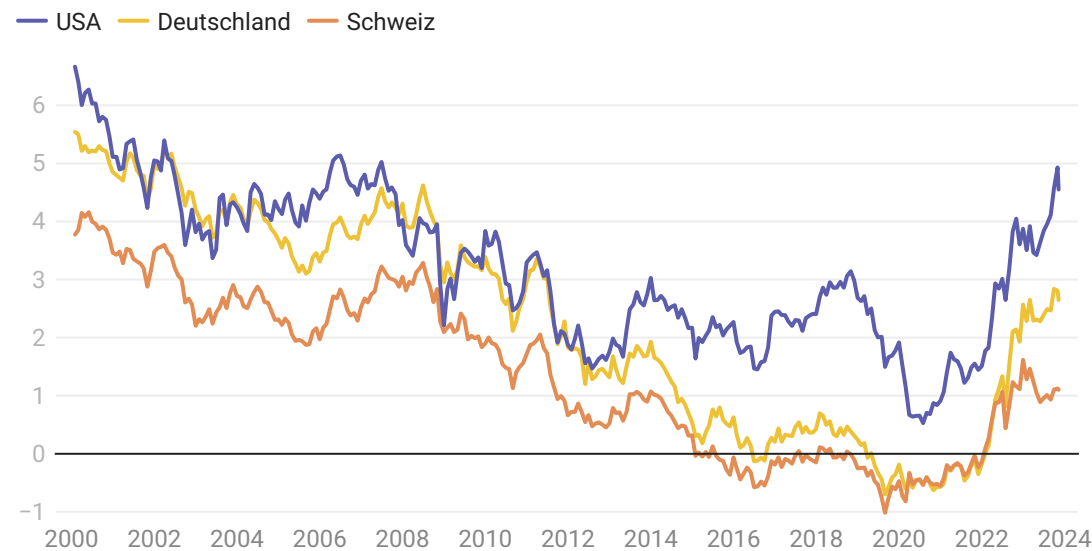
Wenig Sorgen um die Nachfrage nach US-Bonds macht sich Daniel Rempfler, Leiter Zinsen & Schwellenländer bei Swiss Life Asset Managers. «Der Status des Dollars als globale Reservewährung dürfte in den nächsten Jahren zwar schwächer werden, aber auch in zehn Jahren wird kaum eine andere Währung dem Greenback das Wasser reichen können», ist er überzeugt. Zu tief und breit sei der US-Kapitalmarkt, als dass ausländische Investoren darauf verzichten könnten. Und eine Alternative sei nicht in Sicht – weder in China noch in der Eurozone.

Rempfler geht davon aus, dass der Zinszyklus sein Höchst erreicht hat. «Die Zinserhöhungen der letzten Monate werden sich mit der

1) Zehnjährige Treasuries rentieren so hoch wie nie seit 2007

Rendite zehnjähriger Staatsanleihen (in %)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



üblichen Verzögerung in der Realwirtschaft niederschlagen, sie wird sich deutlich abschwächen.» Nächstes Jahr drohe in den USA und Europa eine Rezession, worauf die Notenbanken die Zinsen vermutlich ab der zweiten Jahreshälfte wieder senken würden. Damit würden auch die Renditen am Bondmarkt ins Rutschen geraten und die Anleihenkurse beflügeln, die sich entgegengesetzt zu den Zinsen bewegen.

Die Stärke der US-Wirtschaft, die im dritten Quartal aufs Jahr hochgerechnet 4,9% gewachsen ist, beunruhigt Rempfler mit Blick auf die Entwicklung der Anleihenrenditen nicht. «Bleibt das Wachstum tatsächlich hoch, wird der Teuerungsdruck bestehen bleiben und das Fed damit zwingen, die Zinsen noch weiter zu erhöhen.» Damit drohe sich das Muster zu wiederholen, dass die US-Notenbank immer so lange an der Zinsschraube drehe, bis ein Unfall geschehe (vgl. Grafik 2). Ein Szenario, das Rempfler auch jetzt für möglich hält, schliesslich sei eine weiche Landung der Wirtschaft selten geglückt. Im Abschwung sind Treasuries wieder gefragt.

Anleger verstehen Inflation nicht

Eine Abschwächung der Konjunktur erwartet auch Jürg Lutz vom Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. «Die höheren Realzinsen werden sich durch die Wirtschaft fressen», sagt er. Kleinere Unternehmen spürten die Wirkung schon heute.

«Umsatz und Gewinn kommen bereits unter Druck, und irgendwann müssen Kosten gesenkt und Mitarbeiter entlassen werden, was dann auch den bisher angespannten Arbeitsmarkt entlasten wird.»

«Geraten die Renditen ins Rutschen, beflügelt das die Anleihenkurse»

Ein schwächerer Arbeitsmarkt würde den Inflationsdruck mildern, der gemäss Lutz bereits am Abflachen ist. «48 der fünfzig von mir verfolgten vorlaufenden Indikatoren signalisieren eine nachlassende Teuerung.» Entsprechend wenig hält er vom vorherrschenden Mantra, die Notenbanken müssten die Zinsen wegen der Inflation länger hoch halten, auf Neudeutsch auch als «Higher for longer» bezeichnet. «Viele Marktteilnehmer verstehen die Inflation nicht. Damit sie hoch bleibt, müssen die Preise weiter anziehen. Stabilisieren sie sich, sinkt die Inflation gegen null.» Dieses Phänomen, im Jargon als Basis-effekt bezeichnet, sei dominant und werde für rückläufige Konsumentenpreise sorgen.

Nach Meinung der beiden Experten sind Staatsanleihen derzeit erste Wahl, ergänzt durch staatsnahe Schuldner und qualitativ hochwertige Unternehmensanleihen, weil in einem Abschwung die Zahlungsausfälle stei-

In Kürze:

- Anleihen sind wieder attraktiv
- Es gilt, Währungsrisiken und Laufzeiten zu beachten
- Geldmarktfonds bieten eine alternative Anlagemöglichkeit

gen und die Kreditrisikoprämien – auch als Credit Spreads bezeichnet – auseinanderlaufen (vgl. Grafik 3). Bei guten Schuldnern dürften die höheren Spreads durch den allgemeinen Zinsrückgang mehr als kompensiert werden, bei Hochzinsanleihen hingegen nicht. Deshalb raten sowohl Rempfler als auch Lutz von Engagements in Junk Bonds ab. Unter qualitativ hochwertig versteht Rempfler den ganzen Investment-Grade-Bereich, also Bonds von Schuldnern mit einem Rating oberhalb von BBB-, wobei die Auswahl der Emittenten entscheidend sei. Für Lutz kommen nur Bonds infrage, die mindestens als A eingestuft werden. Zudem müsse der Bonitätstrend stimmen – die Einstufung sollte also mindestens stabil bleiben –, und die Bilanz sollte einwandfrei sein.

Währungsrisiko beachten

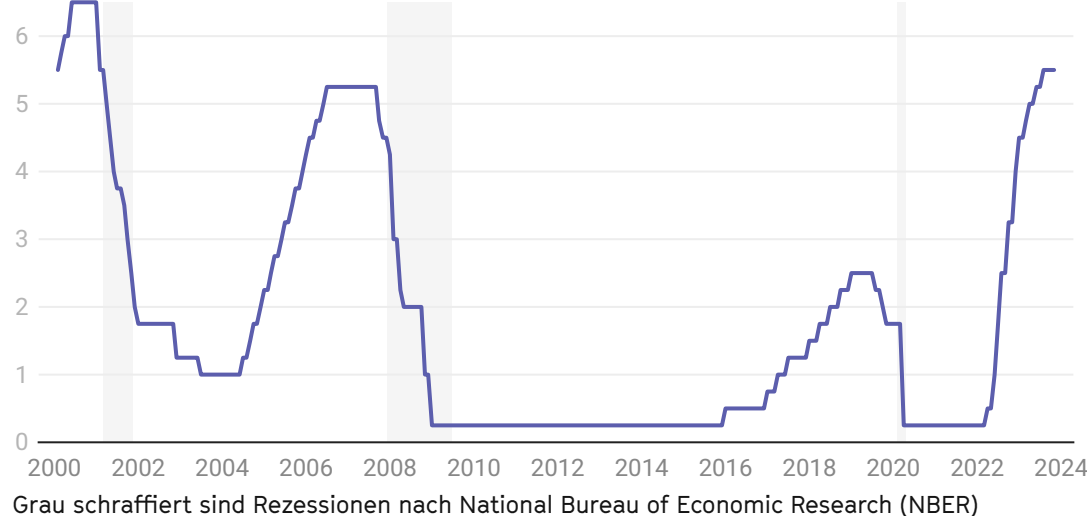
Wie aber soll sich ein Anleger positionieren, der in Franken denkt? Zwar locken in den USA die höchsten Renditen unter den wichtigsten Industrieländern, doch «der Zinsvorteil kann durch die Währungsschwankung in zwei Tagen zunichtegemacht werden», warnt Lutz. Er empfiehlt deshalb, auf Treasuries mit langer Laufzeit zu setzen, da sie bei einem Rückgang der Zinsen den höchsten Kursgewinn einfahren. So sei es möglich, den zu erwartenden Währungsverlust mehr als zu kompensieren.

Rempfler sieht für Frankeninvestoren derzeit wenig Grund, in Fremdwährungen anzulegen. «Die Absicherungskosten sind aktuell sehr hoch, und auf währungsgesicherter Basis sind Frankenanleihen attraktiv.» Dazu ein Beispiel: Nach Absicherung – die Kosten ergeben sich aus der Zinsdifferenz im Geldmarkt und betragen für das Währungspaar Dollar-Franken derzeit rund 4 Prozentpunkte – ver-

2) Dem Fed gelingt eine weiche Landung selten

Leitzins der US-Notenbank (in %)

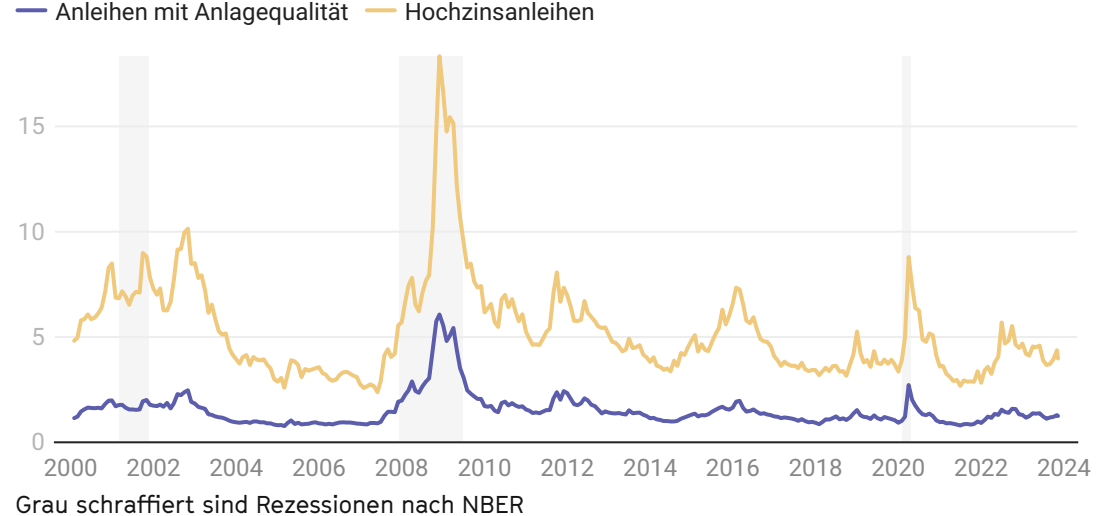
Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



3) Spreads ziehen in der Rezession deutlich an

Renditedifferenz zu zehnjährigen US-Treasuries (in Prozentpunkten)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



5,25 Prozentpunkte Anstieg des US-Leitzinses seit März 2022, die schärfste Straffung seit Beginn der Achtzigerjahre

Quelle: Bloomberg

bleiben von den 4,4%, die ein zehnjähriger Treasury momentan abwirft, noch 0,3 bis 0,4%. Zehnjährige «Eidgenossen» rentieren hingegen 0,9%, bei staatsnahen Titeln – dazu zählen Emittenten mit Staatsgarantie oder die Kantone – sind es sogar mehr als 1,6%.

Euroanleger sollen diversifizieren

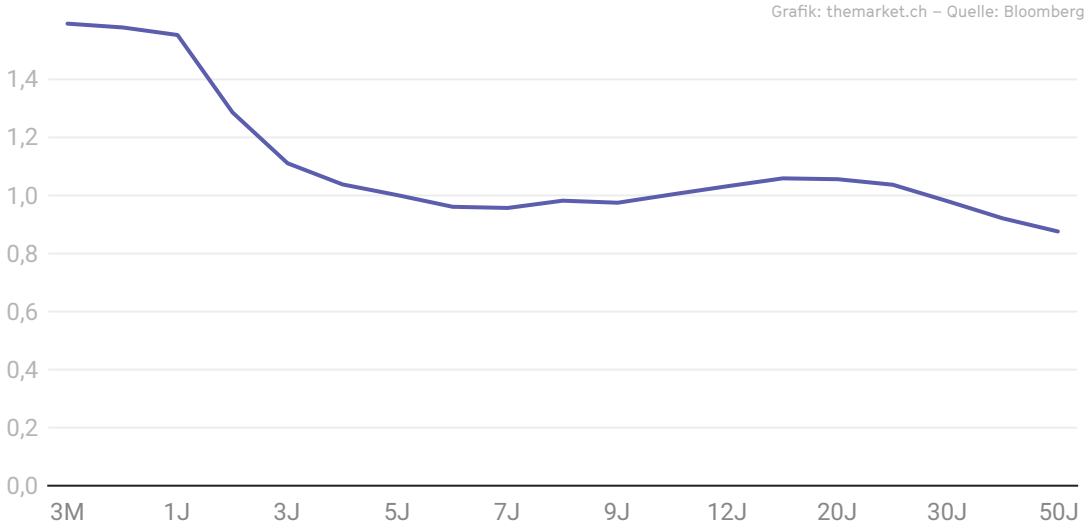
Nicht so richtig erwärmen können sich die beiden Experten für den Euro. «Im Euroraum sind die Zinsen weniger hoch als in den USA, das Senkungspotenzial ist damit auch geringer», gibt Lutz zu bedenken. Dazu kommt die Schwäche der Währung, «weil die Europäische Zentralbank bei den geringsten Turbulenzen die Zinsen senken wird». Für Investoren mit Referenzwährung Euro empfiehlt er deshalb, einen Teil des Anleihenbestands in Dollar und Franken zu diversifizieren.

«Auf
währungsgesicherter
Basis sind
Frankenanleihen
attraktiv»

Rempfler verweist auf zehnjährige italienische Staatsanleihen, die rund 4,4% abwerfen. Der politische Wille, die Eurozone zusammenzuhalten, sei da, das Risiko entsprechend überschaubar. «Wirklich attraktiv werden italienische Papiere aber erst ab einem Zinsaufschlag von 2,5 Prozentpunkten gegenüber deutschen Bundesanleihen.» Derzeit beträgt die Differenz 1,8 Prozentpunkte. Lohnenswerter sei es aus Sicht eines Euroanlegers, Frankenchancen zu kaufen und die Währung abzusichern. So resultiert derzeit ein Zins-

4) Inverse Zinskurve macht Geldmarkt und Kurzläufer attraktiv

Rendite in Abhängigkeit der Laufzeit für Schweizer Staatsanleihen (in %)



bonus von 2,3 Prozentpunkten. Eine in Euro abgesicherte zehnjährige Anleihe der Eidgenossenschaft rentiert damit rund 3,2%, das sind rund 60 Basispunkte mehr, als eine zehnjährige deutsche Bundesanleihe abwirft.

Angesichts der vielerorts vorherrschenden flachen oder gar inversen Zinskurve – lange Laufzeiten rentieren nicht wesentlich höher oder gar niedriger als kurze, es lässt sich also ohne Zinsrisiko eine vergleichbare oder höhere Rendite erzielen – werden Geldmarktanlagen vermehrt zum Thema, so auch in der Schweiz (vgl. Grafik 4). Das gilt umso mehr, als Schweizer Banken auf den Konten weiterhin kaum Zins bezahlen. «Daran wird sich nach dem jüngsten Beschluss der Schweizerischen Nationalbank, die bei ihr liegenden Mindestreserven der Banken nicht mehr zu verzinsen, auf absehbare Zeit wohl auch nichts ändern», gibt Rempfler zu bedenken.

Doch für Privatanleger ist die Investition in den Frankengeldmarkt nicht so einfach. ETF

existieren keine, weil es keine Indizes gibt, die repliziert werden könnten. Festgelder bei Banken erfordern in der Regel eine Mindestanlage von mehreren zehntausend bis 100'000 Fr., bei Geldmarktbuchforderungen, die von der Eidgenossenschaft emittiert werden, sind es 50'000 Fr.

Geldmarkt wird interessant

Es bleiben aktiv verwaltete Geldmarktfonds, die derzeit ein Revival erleben. So hat Swiss Life Asset Managers im April dieses Jahres ein Produkt lanciert, dem bereits rund 800 Mio. Fr. zugeflossen sind – für eine Neulancierung auch bei Swiss Life Asset Managers ein beachtlicher Erfolg. Derzeit rentieren die darin enthaltenen Papiere mehr als 2% bei einer durchschnittlichen Restlaufzeit von weniger als einem halben Jahr – das Zinsrisiko ist damit grösstenteils ausgeschaltet. Das Kreditrisiko erscheint ebenfalls gering, da beinahe 90% des Fondsvermögens in Papieren mit einem Rating zwischen AAA

und A- investiert sind. Allerdings liegt der Schwerpunkt der Anlagen naturgemäss im Finanzbereich, für den Lutz zurückhaltend gestimmt ist.

Alternativ: kurz laufende Bonds

Lutz zieht deshalb Bonds mit Laufzeit von zwei bis drei Jahren vor. «Qualitativ akzeptable Unternehmensschuldner bieten in Franken 2 bis 2,5% Rendite.» Als Beispiel nennt er die kürzlich emittierten Anleihen des Fleischverarbeiters Bell, der in einer Dualtranche 270 Mio. Fr. aufgenommen hat. Eine der beiden Tranchen läuft bis Mitte Oktober 2026 und zahlt einen Coupon von 2,3%. Sie handelt derzeit leicht über pari, woraus sich eine jährliche Rendite von 2,15% errechnet.

Bei der Auswahl der Bonds orientieren sich Anleger am besten an den meistgehandelten Papieren auf der Website der Schweizer Börse, weil so eine gewisse Liquidität sichergestellt ist. In der Detailsicht finden sich die Angaben zur Stückelung, auch als kleinste handelbare Einheit bezeichnet. Sie liegt bei vielen in der Schweiz kotierten Papieren – so auch für die erwähnte Anleihe von Bell – bei 5000 Fr. und lässt damit eine ausreichende Diversifikation selbst bei kleinerem Vermögen zu. Berücksichtigen müssen Anleger die direkten und die indirekten Kosten, die einen Grossteil der immer noch nicht allzu stattlichen Rendite auf Frankenanleihen wegfressen können. Dazu zählen Transaktions- und Depotgebühren der Banken und der Online-Broker, Börsengebühren, die Stempelabgabe und die Spanne zwischen Geld- und Briefkurs.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y411



WOHLATILITY

Vermögensverwaltung ohne unnötige Risiken.

Jetzt Beratungsgespräch mit der 15-fachen
Seriensiegerin im Anlegen vereinbaren. bekb.ch/vermoegensberatung



B E K B

ANALYSE

Drei Tech-Trends für 2024

An den Börsen läuft der Sprint bis zum Jahresende. Wer umsichtig investiert, fokussiert sich bereits auf 2024. The Market präsentiert drei zentrale Entwicklungen in den Sektoren Informations- und Biotechnologie mit konkreten Anlagemöglichkeiten. **Von Christoph Gisiger**

Die Börsen richten den Blick auf das neue Jahr. In den USA geben Anzeichen für eine Abkühlung des Arbeitsmarktes dem Narrativ Zugkraft, dass der Zyklus der geldpolitischen Straffung abgeschlossen ist. Im Terminhandel wird bereits für Mai 2024 mit einer ersten Lockerung der Leitzinsen gerechnet. In diesem Kontext haben vor allem Aktien aus dem Tech-Sektor in den vergangenen Wochen abermals kräftig Auftrieb verspürt.

Dass die Börsen das Ende des Zinszyklus zelebrieren, könnte sich rächen. Mit der Abschwächung der Konjunktur steigt die Gefahr einer Rezession (vgl. Seite 4). Nachrichten aus Corporate America geben diesbezüglich Anlass zur Vorsicht. In der Saison der Unternehmensabschlüsse zum dritten Quartal haben weniger als 50% der Konzerne aus dem Leitindex S&P 500 die Analystenschätzungen zum Umsatz übertroffen. Das ist der geringste Wert seit vier Jahren.

In Anbetracht des stolzen Bewertungsniveaus, auf dem sich die amerikanischen Aktienmärkte bewegen, erscheint das Risiko von Enttäuschungen erheblich. Es dürfte sich daher lohnen, bei Investments selektiv vorzugehen. The Market präsentiert drei Tech-Trends für 2024 mit konkreten Möglichkeiten für Anlagen, um davon zu profitieren.

1. Der Smartphone-Markt lebt auf

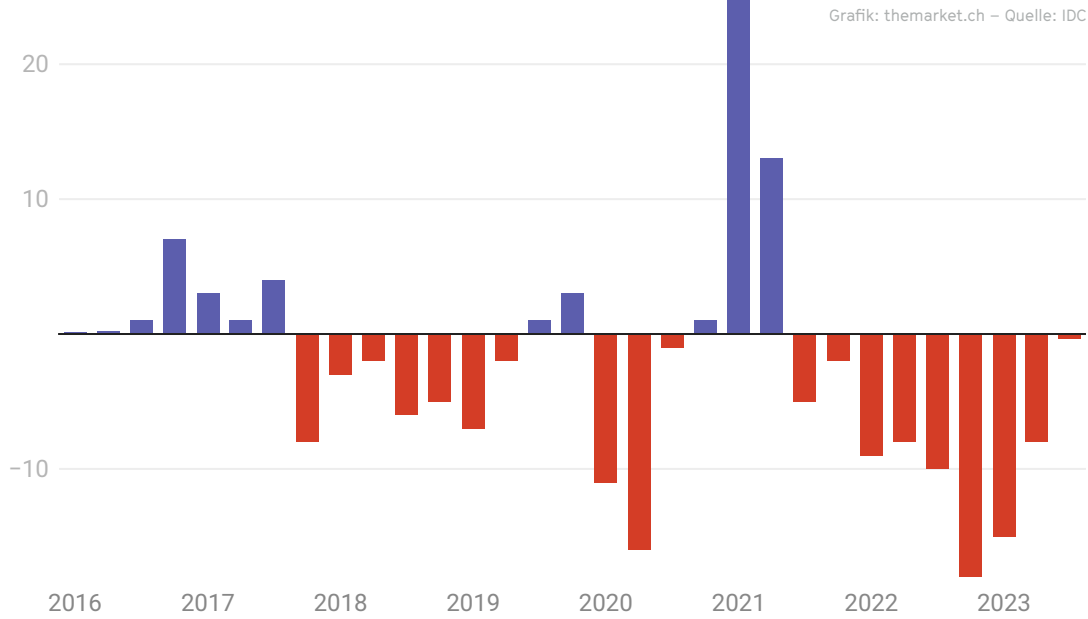
Die Halbleiterindustrie sieht sich nach einem historischen Boom mit einem hartnäckigen Abschwung konfrontiert. Anders als in früheren Zyklen entwickeln sich die wichtigsten Endmärkte der Branche ungewöhnlich asynchron: In manchen Segmenten ist bereits eine Erholung ersichtlich, während in anderen der Rückgang erst beginnt. Interessante Perspektiven könnten sich in diesem Zusammenhang für Konzerne eröffnen, die auf Chips für Mobilfunkanwendungen spezialisiert sind. Nach über zwei Jahren mit rückläufigem Absatz zeichnet sich im globalen Markt für Smartphones erstmals wieder Wachstum ab. Im dritten Quartal ist das Volumen nur noch 0,1% gesunken (vgl. Grafik 1).

«Interessante Perspektiven könnten sich für Konzerne eröffnen, die auf Mobilfunkchips spezialisiert sind»

«Obwohl makroökonomische Unsicherheitsfaktoren angesichts von schwacher Nachfrage, Inflation und geopolitischen Spannungen weiterhin bestehen, ermutigen gesunde Lagerbestände und das geringere Tempo des Absatzrückgangs manche Smartphone-Anbieter, ihre Auslieferungen zu erhöhen», meldet der IT-Unternehmensberater IDC. Von «ersten Anzeichen einer Stabilisierung der Nachfrage im Smartphone-Endmarkt» sprach unlängst ebenso TSMC, der grösste Auftragsproduzent der Halbleiterindustrie. Eine Schlüsselrolle für das Segment spielt der chinesische Markt, der lange unter der gravierenden Konjunkturflaute in der Volksrepublik gelitten hat. Selbst in China gibt es jetzt aber Signale einer «graduellen Erholung», wie der Research-Dienst Canalsys berichtet.

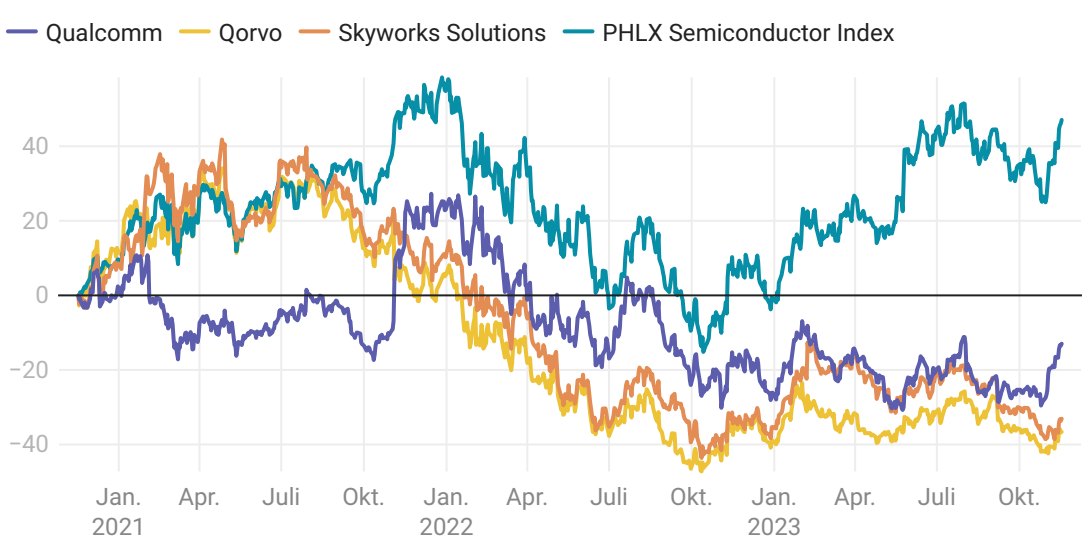
1) Globaler Smartphone-Absatz

Veränderung ausgelieferter Geräte verglichen mit der Vorjahresperiode, in %



2) Qualcomm

Kursentwicklung in den letzten drei Jahren, in %



Geht dieser ermutigende Trend weiter, steckt in Aktien wie Qualcomm, Qorvo, Skyworks Solutions und Cirrus Logic Potenzial. Anbieter von Mobilfunkchips haben vom generellen Auftrieb im Tech-Sektor dieses Jahr bisher nichts gespürt und hinken dem PHLX Semiconductor Index deutlich hinterher (vgl. Grafik 2). Die spannendste Story ist Qualcomm. Der zu 144 Mrd. \$ bewertete Konzern aus San Diego ist der führende Anbieter von Modemkomponenten für mobile Internetverbindungen sowie Applikationsprozessoren, quasi dem Gehirn eines Smartphones. Zudem bewirtschaftet er ein Portfolio an lukrativen Lizenzen für Technologiestandards wie 5G.

Der Zeitpunkt für ein Investment erscheint günstig. Qualcomm hat erstmals seit fünf Quartalen mit den Zahlen angenehm überrascht. Positiv aufgenommen wird speziell die Prognose zur laufenden Berichtsperiode. Mit einem Umsatz von 9,5 Mrd. \$ und einem Ergebnis von 2,35 \$ pro Aktie fällt sie wesentlich besser aus, als Analysten bisher geschätzt haben. Im Kerngeschäft mit Mobilfunkchips rechnet CEO Cristiano Amon im Vergleich zum vorangegangenen Quartal sogar mit einem Umsatzwachstum im zweistelligen Prozentbereich. Die Prognose basiert unter anderem darauf, dass der Absatz von chinesischen Smartphone-Herstellern «mehr als 35%» zunehmen soll.

Risiken bestehen zwar weiterhin. Dazu zählt beispielsweise ein potenzielles Revival des chinesischen Telecomriesen Huawei, der vorab auf eigene Applikationsprozessoren setzt. Eine solche Strategie könnte künftig auch der

Grosskunde Samsung Electronics vermehrt wählen, der für seine neuen Galaxy-Modelle aber weiterhin überwiegend Chips von Qualcomm verwenden wird. Nebenmärkte wie Industrie und Automotive laufen derzeit zudem weniger gut. Diese Aspekte sind indes längst bekannt. Bisher hat sich die Technologie von Qualcomm stets als überlegen erwiesen, auch verglichen mit dem taiwanischen Konkurrenten MediaTek. Davon zeugt die Kooperation mit Apple für iPhone-Modems, die nun bis mindestens 2026 verlängert wird. Hinzu kommt, dass der Konzern in Washington gut vernetzt ist. Er befindet sich nicht im Fokus der US-Verbote von Exporten nach China, auch wenn sich dieses Risiko langfristig nicht gänzlich ausräumen lässt.

Alles in allem sind die Aktien in diesem Kontext überaus attraktiv bewertet. Auf Basis der Analystenschätzungen für die nächsten zwölf Monate beträgt das Kurs-Gewinn-Verhältnis lediglich 14, was deutlich unter dem Vergleichswert des Halbleitersektors (26,5) und des S&P 500 (19,5) liegt. Engagements werden zudem mit einer aktionärsfreundlichen Ausschüttungspolitik honoriert, die kontinuierliche Aktienrückkäufe sowie eine anständige Dividendenrendite von 2,5% umfasst.

2. Revolution bei Schmerzmitteln

In der Forschung nach neuartigen Medikamenten findet ein Umbruch statt. Von den mRNA-Impfstoffen gegen Covid-Erkrankungen über erste Therapien gegen Alzheimer bis hin zur Anwendung von GLP-1-Wirkstoffen gegen Fettleibigkeit sorgen medizinische Pio-

In Kürze:

- Tech-Aktien sind 2023 weit vorgeprescht
- Der Sektor handelt auf einem stolzen Bewertungsniveau
- Drei Bereiche bieten Chancen für selektive Investments

nierleistungen für Bewegung an den Börsen. Ein Riesenmarkt, in dem es zu einer weiteren Revolution kommen könnte, sind Schmerzmittel. Rund 1 Mrd. Menschen ist weltweit von Schmerzen betroffen. Dennoch hat es in diesem Bereich seit Jahrzehnten keine nennenswerten Innovationen gegeben. Noch immer werden zur Behandlung oftmals Opioide verschrieben – mit äusserst problematischen Konsequenzen.

Die verheerenden Folgen des Missbrauchs von Schmerzmedikamenten wie Vicodin, Morphin oder Fentanyl verdeutlicht die Krise in den USA. Gemäss der Gesundheitsbehörde CDC sind 2021 annähernd 107'000 Menschen an einer Drogenüberdosis gestorben. Bei mehr als 75% waren Opioide im Spiel. Ein Medikament, das vergleichbar gut gegen Schmerzen hilft, doch weder süchtig macht, noch andere problematische Nebenwirkungen aufweist, hat damit das Potenzial zu einem Blockbuster. Nachdem diverse Versuche zur Entwicklung eines solchen Wirkstoffs gescheitert sind, steht Vertex nächstes Jahr möglicherweise vor dem kommerziellen Durchbruch. Das Unternehmen aus dem Grossraum Boston ist primär auf die Behandlung der seltenen Erbkrankheit zystische Fibrose spezialisiert. Derzeit forscht es unter anderem an VX-548, einer innovativen Therapie gegen Schmerzen, zu der bald wichtige Testdaten veröffentlicht werden.

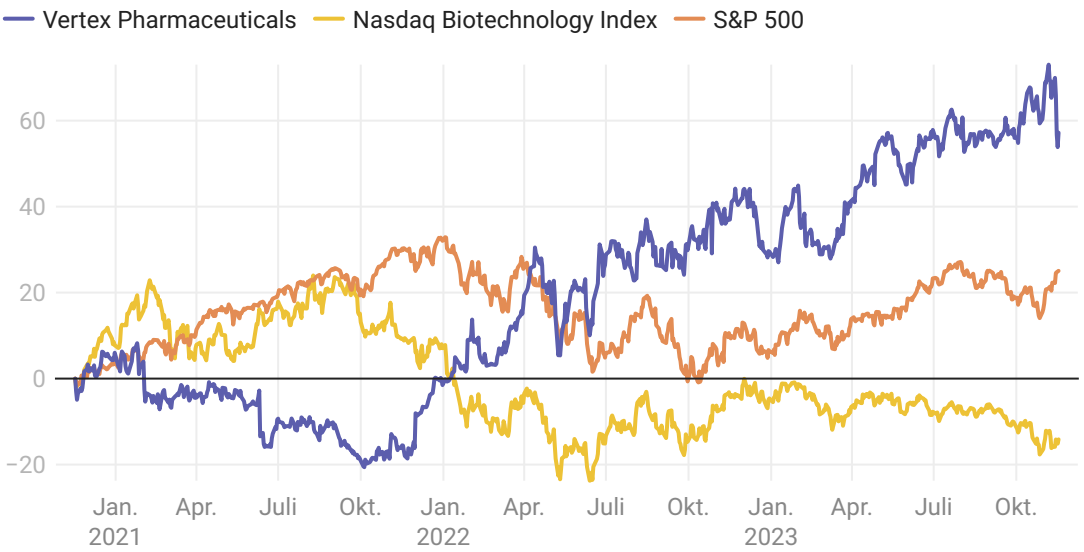
«Ein Medikament, das gut gegen Schmerzen hilft, aber nicht süchtig macht, hat Potenzial zu einem Blockbuster»

Schmerzen können wegen verschiedener Ursachen auftreten. Das Nervensystem regelt, wie sie vom Körper wahrgenommen werden. Eine Schlüsselrolle spielen Natriumkanäle: Proteine, die bei der Steuerung von Nervenzellen helfen und Schmerzsignale ans Gehirn senden. Stark vereinfacht gesagt, hat Vertex mit VX-548 eine Pille entwickelt, die diese Signale in den Natriumkanälen blockiert und somit Schmerzen lindern könnte. Sie wird derzeit in zwei Anwendungsfeldern getestet: erstens mit drei Phase-III-Studien gegen akute Schmerzen, die oft plötzlich auftreten und nicht länger als mehrere Wochen anhalten. Zweitens mit einer Phase-II-Studie für die Behandlung gegen chronische Schmerzen, die über Monate hinweg andauern.

Das Management hat beim Quartalsabschluss angekündigt, dass die Resultate der drei Phase-III-Studien zusammen Anfang 2024 veröffentlicht werden. «Das Tempo der Phase-III-

3) Vertex Pharmaceuticals

Kursentwicklung in den letzten drei Jahren, in % Grafik: themarket.ch – Quelle: S&P Global Market Intelligence



Programme zu akuten Schmerzen war rasant, was wir als Hinweis auf den hohen unbefriedigten Bedarf und das starke Interesse von Patienten sowie Ärzten an einer wirksamen, nicht auf Opioiden basierenden Therapie interpretieren», sagte Konzernchefin Reshma Kewalramani. Das Ergebnis zur Phase-II-Studie steht bereits Ende Jahr an. Entsprechend gross ist die Spannung an der Börse. «Wir gehen davon aus, dass sich die Aktien von Vertex bei der Veröffentlichung der Testdaten ausgesprochen volatil verhalten werden», denkt Evan Seigerman, Analyst bei BMO Capital Markets.

Ein Erfolg mit VX-548 würde das Portfolio von Vertex bedeutend bereichern. Am Markt wird erwartet, dass der Konzern den Umsatz für 2023 knapp 11% auf 9,9 Mrd.\$ steigern kann. Der überwiegende Anteil entfällt auf das Medikament Trikafta zur Behandlung zystischer Fibrose. Der neuen Schmerztherapie traut der Konsens künftig jährliche Einnahmen von bis zu 2,4 Mrd.\$ zu, also rund ein Viertel des derzeitigen Umsatzes.

Die Aktien von Vertex sind seit Anfang Jahr gut 20% avanciert, wogegen der Nasdaq Biotechnology Index 10% verloren hat (vgl. Grafik 3). Wichtig bei den Testresultaten ist, wie gut die Pille verglichen mit Opioiden bei akuten Schmerzen hilft. Weist sie eine ebenbürtige Wirkung auf, dürfte sie durch Krankenkassen abgedeckt werden, was für deutliche Kursavancen sorgen sollte. Eine überlegene Wirkung im Vergleich zu Opioiden sollte an der Börse noch besser aufgenommen werden. Im Optimalfall kann sich VX-548 auch bei

der Behandlung chronischer Schmerzen durchsetzen. Enttäuschen die Daten hingegen, wird ein Kursdämpfer kaum ausbleiben.

3. Eine Wette auf Cybersecurity

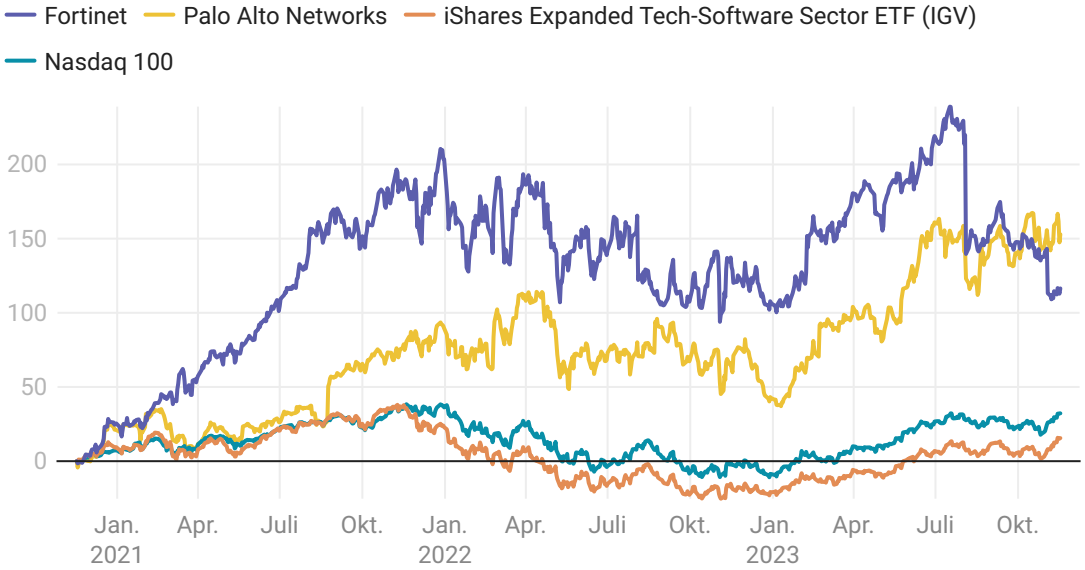
Die Gefahr von Konflikten nimmt global zu. Der Krieg in Israel und die Invasion Russlands in die Ukraine prägen die Schlagzeilen. Meist im Verborgenen spielen sich heftige Auseinandersetzungen zwischen Staaten wie den USA und China in der digitalen Welt ab. Nicht selten mischt das organisierte Verbrechen bei Cyber-Angriffen mit. Die Gefahr ist gross, dass Hacker-Attacken und der Diebstahl von Daten weiterhin rasch zunehmen. Für die meisten Unternehmen lautet die Frage längst nicht mehr, ob, sondern wann sie ins Visier eines Angriffs geraten. Der Einsatz von künstlicher Intelligenz auf beiden Seiten verkompliziert die Situation zusätzlich.

«Die Gefahr ist gross, dass Hacker-Attacken weiterhin rasch zunehmen werden»

Das Thema Cybersecurity bleibt damit 2024 an der Börse im Trend. In den USA zum Beispiel hat die Handelsaufsicht SEC diesen Sommer eine Reihe von Auflagen erlassen, wonach alle kotierten Unternehmen sich dazu verpflichten müssen, innerhalb von vier Ta-

4) Fortinet

Kursentwicklung in den letzten drei Jahren, in % Grafik: themarket.ch – Quelle: S&P Global Market Intelligence



gen Einzelheiten zu einem bedeutenden Datenleck offenzulegen. Kein Wunder, bleibt die Branche in Bewegung. Im September hat Cisco Systems die 28 Mrd.\$ schwere Akquisition des Überwachungsspezialisten Splunk angekündigt. Bereits Ende Juli hat der französische Rüstungskonzern Thales für 3,6 Mrd.\$ den Sicherheitssoftwareanbieter Imperva gekauft. Vor wenigen Wochen hat Palo Alto Networks für 625 Mio.\$ das israelische Start-up Talon Cyber Security übernommen.

Eine günstige Gelegenheit für Investments im Cybersecurity-Markt könnte sich vor diesem Hintergrund bei Fortinet eröffnen. Die Aktien des zu 39 Mrd.\$ bewerteten Branchenleaders aus dem Silicon Valley haben in den letzten Wochen abermals einen empfindlichen Rückschlag erlitten. Der Kurs ist auf den Stand vom Sommer 2021 zurückgefallen (vgl. Grafik 4). Der Grund für den Rücksetzer ist ein durchwachsender Quartalsabschluss. Der Umsatz und der Rechnungseingang für die vergangene Berichtsperiode blieben hinter den Analystenerwartungen zurück. Zudem hat CEO und Unternehmensgründer Ken Xie bereits zum zweiten Mal in Folge den Ausblick für das Gesamtjahr 2023 gekürzt.

Der Dämpfer hat hauptsächlich mit einer geringeren Nachfrage nach den Firewall-Lösungen des Konzerns zu tun. Angesichts der unsicheren Konjunkturaussichten müssen Unternehmen ihr Budget für IT-Investitionen kürzen. Von den Sparmassnahmen bleiben selbst Ausgaben für Cybersecurity nicht vollumfänglich verschont, was an der Börse für eine negative Überraschung gesorgt hat. Aus

einer mittel- bis langfristigen Perspektive sind zyklische Schwankungen im Geschäftsgang von Fortinet allerdings nichts Neues. Seit das Unternehmen im Spätherbst 2009 an die Börse gekommen ist, hat sich sein Wachstum bereits zwei Mal in ähnlichem Umfang abgeschwächt. In beiden Fällen folgte darauf eine kräftige Expansionsphase.

Auch wenn sich die Zukunft nicht aus der Vergangenheit ableiten lässt, stehen die Aussichten gut, dass Fortinet das Tempo auch dieses Mal wieder steigern kann. «Netzwerksicherheit bleibt ein wichtiger Bestandteil unserer Strategie und ein Markt, der unserer Meinung nach im Lauf der Zeit wieder zweistellige jährliche Wachstumsraten erreichen wird», sagte Konzernchef Xie während der Ergebnispräsentation.

Wer sich in den Titeln engagiert, muss sich bewusst sein, dass die Bewertung auch nach dem Kursrückschlag nicht gerade billig ist. Das Umsatzvielfache für die nächsten zwölf Monate beträgt sportliche 6,5. Immerhin handelt Fortinet aber im Vergleich zum Softwaresektor (7,9) wie auch zum Hauptkonkurrenten Palo Alto Networks (9) mit einem Abschlag, womit sich zumindest eine Spekulation auf ein Comeback lohnen könnte.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y413



515,1 Mrd. \$ Geschätztes Umsatzvolumen des weltweiten Halbleitermarktes im Jahr 2023

Quelle: Semiconductor Industry Association

Vontobel

«Big in Japan?»

Kann die Rückkehr der Inflation in Japan neue Anlagemöglichkeiten eröffnen?

markets.vontobel.com

ANALYSE

Anlagen im Rohstoffsektor sind tückisch

Für Privatinvestoren eignen sich im Rohstoffbereich zwei Anlagemöglichkeiten: Aktien von Bergbaukonzernen sowie ETF auf Rohstoffindizes. Bei beiden braucht es rasches Agieren und einen überdurchschnittlichen Risikoappetit. **Von Giorgio Müller**

Rohstoffpreise spielen immer wieder mal verrückt: Einmal ist es eine ungedeckte Leerverkaufsposition, die den Kurs in die Höhe schiessen lässt (Nickel), ein anderes Mal eine Energiekrise in Europa, die einen eigentlich vom Aussterben bedrohten Energieträger (Kohle) plötzlich wieder gefragt macht und seinen Preis vervierfacht. Denn bei fast allen Rohstoffen, ob es sich um Energie, Metalle oder Agrargüter handelt, trifft eine oft rasche Veränderung der Nachfrage auf ein unflexibles Angebot. Das spiegelt sich dann in einer entsprechend heftigen Preisveränderung.

Allein schon die konjunkturellen, kurzfristigen Nachfrageschwankungen reichen aus, um die Rohstoffpreise zu bewegen. Oftmals gibt es aber auch strukturelle Veränderungen, die einen Trend verstärken oder abschwächen. Plötzlich sind die im Zusammenhang mit der Energiewende benötigten «grünen» Metalle (Kupfer, Eisenerz, Nickel, Kobalt, Lithium usw.) gefragt, ein anderes Mal führen technische Errungenschaften dazu, dass ein Rohstoff vorübergehend beliebt oder unbeliebt wird.

Schweinezyklen

Schon immer hat auch das als Schweinezyklus bekannte Phänomen die Preise bewegt. Wegen des unelastischen Angebots und des Zeitversatzes lösen sich Mangel- und Überflussphasen regelmässig ab. Weil sich an den Rohstoffmärkten Angebot und Nachfrage selten im Lot befinden, sind Preisexzesse in die eine oder die andere Richtung an der Tagesordnung. Für Investoren kann das reizvoll sein. Doch wo hoher Gewinn lockt, ist es oftmals auch gefährlich. Vermeintlich unbedeutende Ereignisse können grosse Auswirkungen auf die Preise haben.

«Wo hoher Gewinn lockt, ist es oftmals auch gefährlich»

Direkt an der Kursentwicklung eines Rohstoffs partizipieren lässt sich über den Kauf eines Futures-Kontrakts. Solche Termingeschäfte eignen sich indes eher für kurzfristige Engagements, bergen ein Klumpenrisiko und erfordern eine permanente Überwachung, um rasch auf neue Bedingungen reagieren zu können.

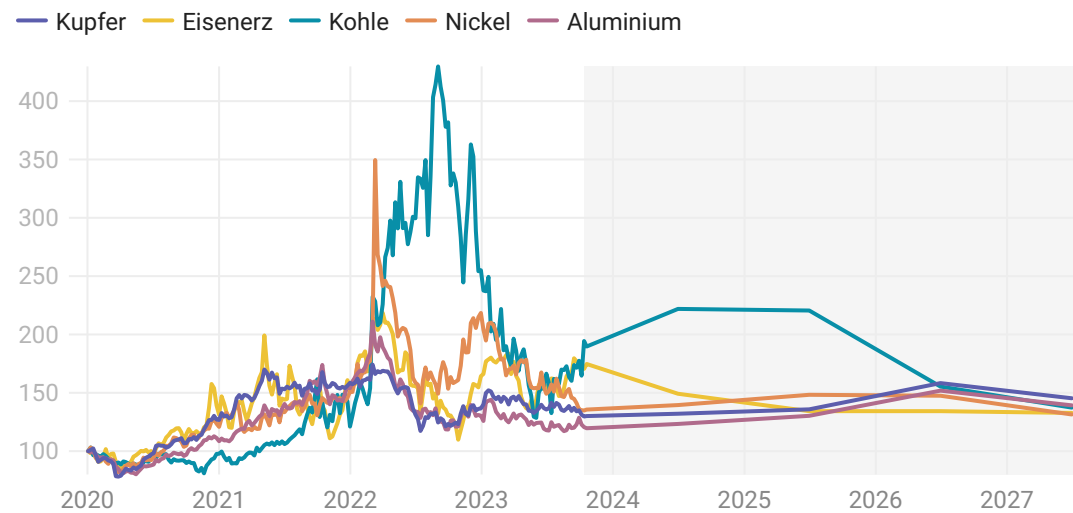
«Grüne» Metalle sind gefragt

Derzeit stehen vor allem Metalle, die für die Energiewende benötigt werden, im Mittelpunkt des Anlegerinteresses. Ihr Bedarf wurde wiederholt unterschätzt. Das wohl verbreitetste «grüne» Metall ist Kupfer, weil es fast überall Anwendung findet. Im Bauwesen, in der Industrie und im Elektrobereich war es wegen seiner hohen Leitfähigkeit schon immer geschätzt. Weil es auch bei Elektrofahrzeugen, in Batterien und Stromleitungen nicht substituiert werden kann, hat die Nachfrage nach Kupfer in den vergangenen Jahren zugenommen. Wie bei vielen Metallen ist auch bei Kupfer die Situation in China entscheidend. Zurzeit dämpft die schwache Baukonjunktur in der zweitgrössten Volkswirtschaft der Welt die Nachfrage. Das wird aber durch den höheren Bedarf aus dem Energiesektor überkompensiert. Der Nachfrageüberschuss, der in den vergangenen Jahren den Kupferpreis hoch hielt, dürfte jedoch im laufenden Jahr verschwinden und einem Über-

1) Konsens rechnet nicht mit einem Rohstoff-Superzyklus

Rohstoffpreise seit Anfang 2020, in \$, indexiert, 2024 und 2025 Konsens, danach Schätzungen von BofA

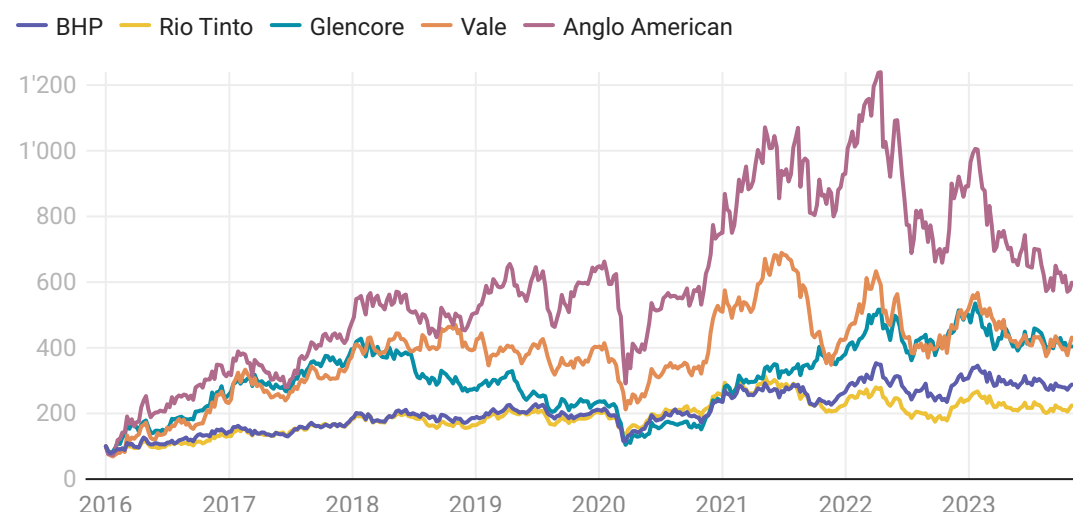
Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg, BofA



2) Seit letztem zyklischen Tiefpunkt deutlich im Plus

Kursentwicklung der Aktien der fünf grössten Bergbaukonzerne seit Anfang 2016, in Dollar, indexiert

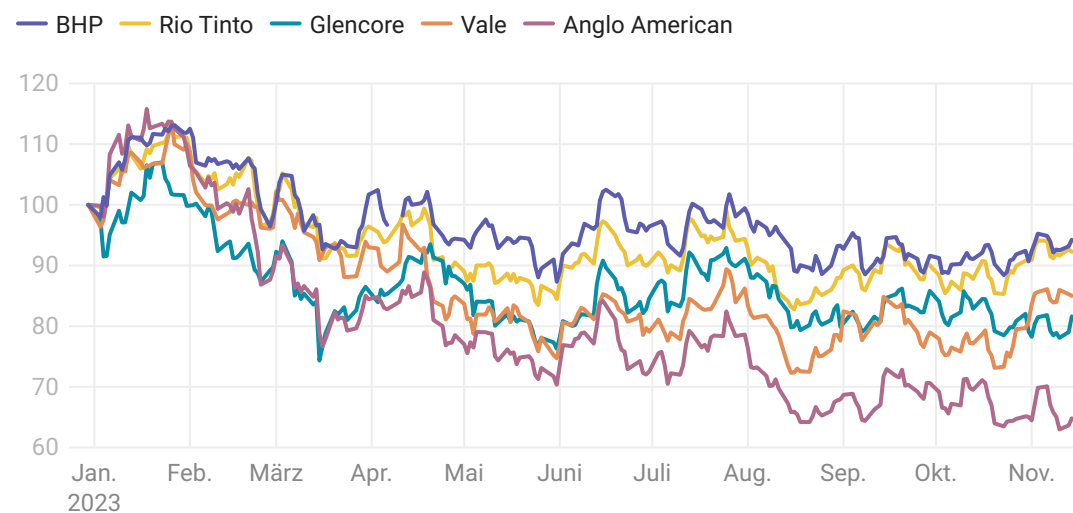
Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



3) Seit Anfang Jahr haben Bergbauaktien Terrain eingebüsst

Kursentwicklung der Aktien der fünf grössten Bergbaukonzerne seit Jahresbeginn, in Dollar, indexiert

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



angebot weichen, weil neue Kupferminen in Betrieb gehen – das zumindest besagen Schätzungen von Bank of America (BofA).

Ähnlich sollte sich die Situation bei Nickel, Aluminium, Eisenerz und Lithium entwickeln. Die derzeitigen preistreibenden Defizite könnten also vorübergehend in ein Überangebot münden, die globale Produktion somit kurzzeitig höher als die Nachfrage ausfallen. Zwar steigt der Bedarf in den kommenden Jahren kontinuierlich. Doch die Produktionskapazitäten werden noch stärker ausgebaut – allerdings nur für eine kurze Phase. Schon ab 2025 dürfte das Angebot mit der Nachfrage nicht mehr mithalten und bis 2030 in ein enormes Defizit münden. So warnen auch die respektierten Rohstoffexperten Leigh Goeh-

ring und Adam Rozencwajg vor einem Kupferengpass in den kommenden Jahren. Auch die grundlegend positive Einschätzung von The Market zu den Rohstoffmärkten basiert auf der These, dass sich die Rohstoffmärkte in einem langfristigen Haussezyklus befinden.

Erstaunliche Prognosen

Sind die Prognosen der BofA-Marktexperten richtig, werden sich die Preise der wichtigsten Rohstoffe, die die Bergbauunternehmen abbauen, in den kommenden Jahren bestenfalls seitwärts bewegen (vgl. Grafik 1). Erstaunlicherweise sind die langfristigen Preisschätzungen der Rohstoffexperten, also die für das Jahr 2030 erwarteten Notierungen, nicht weit von den heutigen Spotpreisen ent-

In Kürze:

- Rohstoffpreise schwanken stark
- Angebot und Nachfrage sind selten im Lot
- Megatrends sorgen strukturell für eine steigende Nachfrage

fernt. Aber nicht, weil sich Angebot und Nachfrage in der Balance befinden, sondern wohl eher wegen der schwierigen Voraussagbarkeit der Rohstoffpreise im Allgemeinen.

In Zukunft könnten die kurzfristigen Ausschläge noch extremer ausfallen, denn nachfrageseitig zeichnen sich Megatrends ab (Demografie, Klimawandel), die den Verbrauch um ein Vielfaches in die Höhe treiben könnten. Derzeit herrscht zum Beispiel Einigkeit, dass der Kohlepreis wieder steigt, zumindest was die nächsten zwei, drei Jahre betrifft. Im Sog der Energiekrise in Europa hat er sich von Anfang 2022 bis Herbst 2022 verdreifacht. Bergbaukonzernen wie Glencore, Anglo American und BHP spielte das im vergangenen Jahr einen riesigen Sondergewinn ein. Als grösster Exporteur von Kraftwerkkohle erwirtschaftete Glencore im vergangenen Jahr mehr als die Hälfte des gesamten Betriebsergebnisses (Ebitda) allein mit der Förderung und dem Verkauf von Kohle.

«Es zeichnen sich Megatrends ab, die den Verbrauch um ein Vielfaches in die Höhe treiben»

Bis diesen Sommer waren die gesamten Avancen weg. Trotzdem liefert Kohle nach wie vor den grössten Gewinnbeitrag bei Glencore. Das bedeutet aber nicht, dass dem dreckigsten fossilen Energieträger eine blühende Zukunft bevorsteht – im Gegenteil. Die Substitution durch weniger emissionsreiche Energieträger ist der grösste Hebel bei der Begrenzung der Klimaerwärmung, die Tage der Kohle sind (wenn auch nur langsam) gezählt.

Gute Diversifikation

Ungeachtet ihrer flatterhaften Preisentwicklung eignen sich Investments im Rohstoffbereich gut als Diversifikation eines aus Aktien und/oder Anleihen bestehenden Wertschriftendepots, weil die strukturellen Trends an den Rohstoffmärkten meist nicht mit der allgemeinen Stimmung an den Wertschriftmärkten korrelieren. Für ausgewogene Rohstoffinvestments eignen sich für Privatanleger ausser strukturierter Tracker-Produkte vor allem Exchange Traded Funds (ETF) gut. Ihr Vorteil sind eine hohe Transparenz, eine gute Risikostreuung und geringe Kosten. An der SIX Swiss Exchange sind in diesem Bereich 82 ETF kotiert, 29 davon sind in Franken denominiert. Am regsten gehandelt werden solche auf Gold und Silber. Im vergangenen Jahr bestritten Rohstoff-ETF fast ein Fünftel des gesamten ETF-Umsatzes der SIX.

4) Bergbauaktien sind bescheiden bewertet und bieten eine hohe Dividendenrendite

Geldwerte in Mrd. \$ (Stand 14.11.2023)

Tabelle: themarket.ch – Quelle: Bloomberg

Unternehmen	Sitz	Umsatz 2022	davon anteilmässig	Ebitda-Marge	Verschuldung 22/23	Börsenkap.	KGV 23/24	Rendite
BHP Group	Australien	53,8	Eisenerz (47,9%), Kupfer (30,9%), Kohle (21,2%)	51,3%	0,4/0,2	148,0	11,1/11,3	5,5%
Rio Tinto	UK/Australien	55,6	Eisenerz (52,7%), Aluminium (24,1%), Kupfer (11,4%)	44,0%	0,1/0,03	111,0	9,3/9,3	5,4%
Glencore	Schweiz	256,0	Energie (13,4%), Metalle (13,3%), Handel (73,3%)	12,4%	0,8/1,5	64,5	9,4/9,8	11,4%
Vale	Brasilien	44,0	Eisenerz (65,1%), Nickel (15,3%), Pellets (14,4%)	47,5%	0,4/0,4	64,2	6,8/6,1	2,2%
Anglo American	Grossbritannien	35,1	Platin (29,2%), Eisenerz (21,8%), De Beers/Diamanten (19,2%), Kupfer (16,2%), Kohle (14,6%)	38,0%	0,4/0,7	30,5	9,7/8,3	4,4%

BHP Group per Mitte 2023; Verschuldung (Nettoschulden/Ebitda); KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis); Rendite (Dividendenrendite 2023)

Unter den ETF, die einen breiten Rohstoffindex (ausserhalb des Edelmetallsegments) oder einen Index aus Bergbauunternehmen replizieren, stehen folgende zur Disposition:

In Franken gehandelt:

- UBS (Irl) Fund Solutions CMCI COMPOSITE SF UCITS ETF (Ticker: CCCHA, ISIN: IE00B58FQX63, TER: 0,34%)
- Amundi Bloomberg EW Commodity ex-Agriculture UCITS ETF (Ticker: COMO, ISIN: LU1829218749, TER: 0,3%)
- UBS Fund Solutions Bloomberg Commodity Index SF UCITS (CHF hedged) (Ticker: DCCHAS, ISIN: IE00B598DX38, TER: 0,19%)

- VanEck Vectors Global Mining UCITS ETF (Ticker: GDIG, ISIN: IE00BDFBTQ78, TER: 0,5%)

In Dollar gehandelt:

- WisdomTree Enhanced Commodity UCITS ETF (Ticker: WCOG, ISIN: IE00BZ1GHD37, TER: 0,35%)
- BNP Paribas Easy Energy & Metals Enh. Roll UCITS ETF (Ticker: GSCU, ISIN: LU1291109533, TER: 0,38%)

Eine weitere liquide Form, sich im Rohstoffbereich zu engagieren, ist der Erwerb von Aktien grosser Bergbauunternehmen. Seit dem letzten Tief Anfang 2016 haben sie zum Teil spektakuläre Avancen erzielt (vgl. Grafik 2). Im Gegensatz zu spezialisierten Minenunternehmen, deren Schicksal vielfach von weni-

gen Bodenschätzen abhängt, verfügen die internationalen Bergbaumultis über ein breites Angebot an Rohstoffen, die sie abbauen und handeln. Trotz der Diversifikation unterliegt jedoch auch ihre Rentabilität jeweils starken Schwankungen. Das vergangene Jahr war für die Konzerne besonders einträglich, was sich an den ausserordentlich hohen operativen Margen zeigt (vgl. Tabelle 4). Einige von ihnen weisen im Detail aus, wie hoch ihre Ebitda-Margen bei den wichtigsten Rohstoffen sind. Besonders hoch waren sie im vergangenen Jahr bei Eisenerz. Die adjustierten Ebitda-Margen erreichten eindruckliche 45,9% (Anglo American) bis 67,3% (BHP).

Dünnere Margen im Handel

Im Vergleich mit ihren Branchenkollegen erzielt Glencore auf den ersten Blick nur bescheidene Margen. Das ist jedoch lediglich

dem Umstand geschuldet, dass der Zuger Konzern nicht nur Minenbetreiber ist, sondern ein grosses Handelsgeschäft betreibt. Im Handel ist der Umsatz hoch, die Marge dünn. Glencores hybrides Geschäftsmodell hat aber auch Vorteile. In den anderen Rohstoffen waren die Margen meist etwas geringer, lagen aber immer noch im komfortablen Bereich von rund 30 bis 40%. Solche fetten Margen zu halten, wird nach Ansicht der Analysten schwierig sein. Die zurzeit noch immer sehr bescheidene Bewertung der Bergbauaktien gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) wird sich nach Ansicht der Analysten also schon bald normalisieren, weil die Gewinne in Zukunft geringer ausfallen könnten. Unter den Bergbaumultis ist BHP Group besonders breit diversifiziert und verfügt über viele zusätzliche Reserven, die zu attraktiven Konditionen abgebaut werden könnten.

Kein gutes Rohstoffjahr

Im laufenden Jahr gehörten die Bergbauaktien an der Börse zu den Verlierern (vgl. Grafik 3). Vor allem die Titel des Überfliegers der vergangenen Jahre, Anglo American, haben deutlich korrigiert. Rezessionsängste drückten auf die Stimmung des gesamten Sektors. Das bedeutet jedoch auch, dass die Bewertungen attraktiver geworden sind. Mit Blick auf die soliden Bilanzen, die hohe Dividendenrendite und die attraktive Bewertung favorisiert The Market die Aktien der Top drei, BHP, Rio Tinto und Glencore. Das Hauptkaufargument für Bergbautitel ist die ausserordentlich hohe Dividendenrendite.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y415



PERFORMANAGER

Vermögensverwaltung mit ausgewiesenen Expert:innen.

Jetzt Beratungsgespräch mit der 15-fachen
Seriensiegerin im Anlegen vereinbaren. bekb.ch/vermoegensberatung



BEKB

NEU

Der monatliche Finanz-Podcast «Börsenstrasse Fünfzehn»

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.

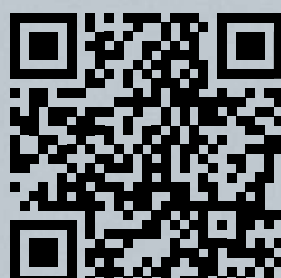


Börsenstrasse 15 = Hauptsitz der
Schweizerischen Nationalbank (SNB) in Zürich

Alexandra Janssen

Alexandra Janssen hat an der Universität Zürich zu Finanzmarktthemen doktriert 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».

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



Fabio Canetg

Fabio Canetg hat an der Universität Bern und an der Toulouse School of Economics zum Thema Geldpolitik doktriert 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.

Präsentiert von



ROUNDTABLE - GESPRÄCH

«2024 wird attraktive Einstiegsmöglichkeiten bieten»

Birgitte Olsen, Head Aktien Schweiz und Europa bei Bellevue Asset Management, Marc Hänni, Head of Swiss Equities bei Vontobel, und Hilmar Langensand, CEO und Fondsmanager von zCapital, sagen im Interview, was die Börsen bewegt und in welchen Aktien sie für 2024 Chancen sehen. **Von Ruedi Keller**

«Wir stehen am Beginn der panischen Phase. Sie markiert tendenziell das Ende des Abwärtstrends», sagt Birgitte Olsen. Die Head Aktien Schweiz und Europa bei Bellevue Asset Management bringt auf den Punkt, was die Aktienanleger 2024 erwartet.

Besonders gelitten haben in der gegenwärtigen Korrektur die Bewertungen der kleineren Werte. Das heisse zwar nicht, dass der Boden erreicht sei, sagt Marc Hänni, Head of Swiss Equities bei Vontobel. Aber er ist überzeugt: «Die Attraktivität des mittleren Schweizer Segments steigt wieder.» Hilmar Langensand, CEO von zCapital, prognostiziert: «Erst im Verlauf von 2024 werden sich attraktive Einstiegsmöglichkeiten bieten.»

Wie die drei Fondsmanager den derzeitigen Markt einschätzen und in welchen Titeln sie Kurspotenzial sehen, sagen sie im Interview.

«Die Kursentwicklungen werden derzeit von makroökonomischen Faktoren dominiert»

Marc Hänni

Frau Olsen, Herr Hänni, Herr Langensand, die Zinsen steigen, die Konjunktur wird fragiler. Wie wirkt sich das auf den Aktienmarkt aus?

Langensand: Wir befinden uns in einer Zeit des Umbruchs, in der sich die Bewertungen der verschiedenen Anlageklassen an das neue,



höhere Zinsniveau anpassen. Bis in den Sommer hinein hatte man gehofft, dass die langfristigen Zinsen nur eine kurze Zeit so stark erhöht bleiben würden und danach eine Entspannung einsetze – zurück in die alte schöne Zeit, in der Geld nichts kostet. Diese Hoffnung ist verflogen, und das bedeutet: Die Bewertungen sinken.

Olsen: Wir stehen am Beginn der panischen Phase. Sie markiert tendenziell das Ende des Abwärtstrends. Es ist aber schwierig vorherzusehen, wie lange es dauert, bis die Korrektur abgeschlossen ist. Derzeit sind alle vorsichtig, was ein Liquiditätsvakuum erzeugt

und zusammen mit der Verunsicherung zu übertrieben grossen Kursausschlägen führt.

Hänni: Die Kursentwicklungen werden derzeit von makroökonomischen Faktoren dominiert. Die Fundamentalanalyse zu Einzelunternehmen wird davon überlagert.

Wie steht es um die Konjunktur?

Langensand: Im Bereich der zyklischen Industrie haben wir nun deutliche Anzeichen, dass neue Aufträge ausbleiben. Zu befürchten ist, dass in einem nächsten Schritt auch die Konsumnachfrage sinken wird, die derzeit in den USA die Wirtschaft noch stützt.

Was bedeutet das für Aktien?

Olsen: Seit zwei Jahren laufen die kleinen und mittleren Werte überhaupt nicht mehr. Die Investoren flüchten in grosskapitalisierte Werte. Das erste Mal seit 2008 sehe ich in Europa, dass Small Caps günstiger bewertet sind als Blue Chips. In Europa haben Small-Cap-Aktien seit 2021 einen Kursrückstand von 35% gegenüber dem breiten Markt erlitten. In der Schweiz ist die Differenz nicht ganz so ausgeprägt. Aber auch hier sind die Bewertungen bereits stärker zurückgegangen. **Hänni:** Mit Blick auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis war Ende 2021 die Bewertungsprämie auf 30% über den zwanzigjährigen Schnitt gestiegen. Jetzt sind wir leicht unter dem historischen Mittel. Das heisst nicht, dass der Boden erreicht ist. Aber die Attraktivität des mittleren Schweizer Segments steigt wieder.

Sie wirken skeptisch, Herr Langensand?

Langensand: Meiner Meinung nach ist die Korrektur noch nicht abgeschlossen. Das legen die Markttrends in den USA nahe: Das dort anhaltende konjunkturelle Hoch sowie der Hype um künstliche Intelligenz haben die US-Börsen bislang gestützt und global auf das Bewertungsniveau ausgestrahlt. Erst mit den steigenden langfristigen Zinsen begann die Korrektur am US-Markt – mit dem Risiko weiterer Rückschläge.

Was wird bedeutsamer für die weitere Kursentwicklung, der Zins- oder der Konjunkturverlauf?

Olsen: Schlechte Wirtschaftsnachrichten sind derzeit Good News für den Aktienmarkt.

Inwiefern?

Olsen: Aktuell warten die Notenbanken zu, wie sich das angehobene Zinsniveau auf die Konjunktur auswirkt. Eine Stabilisierung der Zinsen würde den Aktienmärkten sehr guttun. Man kann nicht investieren, neue Projekte angehen oder Übernahmen planen, wenn man nicht weiss, wie hoch die künftigen Kapitalkosten sein werden. Eine bessere Visibilität – selbst auf dem neuen höheren Zinsniveau – würde für Entspannung sorgen.



Birgitte Olsen

Birgitte Olsen arbeitet seit 2008 für die Bellevue Group, gegenwärtig als Mitglied der Geschäftsleitung von Bellevue Asset Management. Sie verantwortet die aktiv verwalteten Anlagefonds Bellevue Entrepreneur Europe Small, Sustainable Entrepreneur Europe, Entrepreneur Switzerland und Entrepreneur Swiss Small & Mid. Zuvor war sie für Vontobel Asset Management und Generali Investments als Fondsmanagerin tätig. Die gebürtige Norwegerin ist in Genf aufgewachsen, hat an der Universität St. Gallen studiert und ist CFA Charterholder.



Hilmar Langensand

Hilmar Langensand ist Gründungspartner und CEO von zCapital. Der 58-Jährige ist verantwortlich für das Portfoliomanagement und verwaltet den zCapital Swiss Small & Mid Cap Fund. Langensand verfügt über mehr als dreissig Jahre Erfahrung mit Schweizer Aktien. Diese hat er in diversen Bereichen bei der UBS und in seiner Tätigkeit als aktiver Portfoliomanager verschiedener Schweizer Aktienportfolios sowie als Head of Equities bei der Suva in Luzern erworben. Er spezialisierte sich dort auf Schweizer Small- und Mid-Cap-Aktien.



Marc Hänni

Marc Hänni startete seine Laufbahn 1990 mit einer Banklehre bei Vontobel. Der Bank ist er bis heute treu geblieben. Es folgten Stationen als Assistent eines Geschäftsleitungsmitglieds, bevor er 1998 in das Swiss Equities Team wechselte, wo er 2000 zum Portfoliomanager aufstieg. Seit 2011 leitet der heute Fünfzigjährige das Schweizer Aktienteam. Hänni hat an der Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften berufsbegleitend Betriebsökonomie studiert und besitzt das Diplom als Certified International Wealth Manager.



Die grössten Positionen von Birgitte Olsen

Fonds: Bellevue Entrepreneur Switzerland

Tabelle: themarket.ch – Quelle: Bellevue Asset Management

Position	Unternehmen
1	Lindt & Sprüngli
2	Swissquote
3	Aryzta
4	VAT
5	Straumann

Position	Unternehmen
6	SIG
7	U-Blox
8	VZ Holding
9	Schindler
10	Burckhardt Compression

Wird in zwölf Monaten glücklich sein, wer heute Aktien kauft?

Langensand: Normalerweise gehen die Investoren mit Optimismus ins neue Jahr. Diesmal droht jedoch eine konjunkturelle Abschwächung, allenfalls sogar eine Rezession. Ich gehe davon aus, dass sich erst im Verlauf von 2024 attraktive Einstiegsmöglichkeiten bieten werden. Vorerst würde ich mit Aktieninvestitionen zuwarten, bis die Konjunktur und damit die Zinslage klarer werden.

Wenn Angst herrscht, ist doch der richtige Zeitpunkt bereits gekommen, um neu zu investieren. Derzeit nicht?

Olsen: Ich gehe davon aus, dass Aktieninvestoren erst noch etwas bluten müssen. Aber mit Blick auf zwölf Monate würde ich bei europäischen Aktien bereits jetzt beginnen, Positionen aus- oder aufzubauen. In der Schweiz sind die Bewertungen etwas anspruchsvoller – die Unternehmen qualitativ aber auch sehr hochstehend.

Wo sehen Sie Gelegenheiten?

Hänni: Der Markt meidet derzeit Schindler, weil der chinesische Immobilienmarkt harzt. Beim Neuinstallationsgeschäft ist der Schweizer Aufzugshersteller aber gar nicht so stark von China abhängig, wie das oft angenommen wird. Zudem arbeitet das neue Management um Präsident und CEO Silvio Napoli sowie CFO Carla De Geyseler erfolgreich an Effizienzsteigerungen sowie der Kostenkontrolle. Das dürfte sich spätestens nächstes Jahr positiv in den Zahlen niederschlagen.

Gibt es weitere gefallene Werte?

Langensand: Unabhängig von Zinsen und Rezession gibt es eine Reihe sehr günstiger Aktien, die niemand kaufen will. Ein Beispiel dafür ist die Swatch Group, die das Vertrauen vieler Investoren verloren hat. Sie handelt unter Buchwert, und das bei einer Eigenkapitalquote von 80%. Die MoonSwatch hat die Marke Swatch neu belebt und frisches Gewinnpotenzial geschaffen. Dennoch leiden die Titel, weil die chinesische Wirtschaft – ein wichtiger Absatzmarkt für die Uhrenbranche – nicht läuft. Sobald die Stimmung dreht, sind beträchtliche Kursavancen möglich.

Wo liegt das Problem der Swatch Group?

Langensand: Was den Aktien helfen würde, wäre eine attraktive Dividendenpolitik. Das Unternehmen könnte sich das angesichts einer Nettoliquidität von mehr als 2,5 Mrd. Fr. leisten und damit neue Investoren anziehen. **Olsen:** Eine transparentere Kommunikationsstrategie wäre wünschenswert. Die neuen Produkte sind sehr gut, die Kunden stehen auf der Strasse Schlange, um sie zu kaufen. Doch am Aktienmarkt kommt diese Botschaft nicht an. Konkurrierende Luxusanbieter sind viel höher bewertet.

Sehen Sie Trends, von denen Aktieninvestoren profitieren können?

Hänni: In diesem Jahr kam das Thema künstliche Intelligenz auf, und wir schauen dann jeweils, welche Schweizer Unternehmen von solchen Trends profitieren könnten.

Wer sind die Profiteure?

Olsen: Hype-Themen können für Anleger riskant sein, wie das amerikanische IPO von Birkenstock gezeigt hat. Dennoch: Wir haben die Schweizer Halbleiterzulieferer VAT, Comet und Inficon im Portfolio. Künstliche Intelligenz ist ein strukturelles Thema, es braucht dafür sehr viel Rechenkapazität. Im Chip-Bereich gilt es aber immer zu beachten, wo im Zyklus man sich gerade befindet.

«Schlechte Wirtschaftsnachrichten sind derzeit Good News für den Aktienmarkt»

Birgitte Olsen

Was heisst das für die Aktien der Schweizer Zulieferer?

Olsen: VAT und Inficon sind sehr frühzyklisch. Halbleiteraktien kauft man nicht dann, wenn die Gewinne sprudeln, sondern in Antizipation, dass der Zyklus nach oben dreht. **Hänni:** Im Halbleitersektor kann die Wende sehr schnell einsetzen. Das macht es schwierig, den richtigen Einstiegspunkt zu erwischen. Die Devise, besser etwas zu früh als zu spät investiert zu sein, zahlt sich meist aus. Für mich ist VAT eine Aktie, die trotz eines kräftigen Kursanstiegs in den ersten fünf

Vanguard ESG ETFs. Für Kundinnen und Kunden mit Prinzipien.

Mit den neuen Vanguard ESG ETFs können Ihre Kundinnen und Kunden ihre Anlageziele mit ihren Werten in Einklang bringen – einfach, kosteneffizient und nachhaltig. Das ist Vanguard Value.

Erfahren Sie mehr über die Vanguard ESG ETFs unter vanguard.ch

Wichtige Hinweise zu Anlagerisiken

Dies ist eine Marketingmitteilung. Dieses Dokument ist professionellen Anlegern vorbehalten und darf nicht an Privatanleger weitergegeben werden, die sich auch nicht auf dieses Dokument verlassen dürfen. Der Wert der Investitionen und die daraus resultierenden Erträge können steigen oder fallen, und Investoren können mit ihren Anlagen Verluste erleiden. Weitere Informationen zu Risiken finden Sie im Abschnitt „Risikofaktoren“ im Verkaufsprospekt auf unserer Webseite <https://global.vanguard.com>. Herausgegeben von Vanguard Investments Switzerland GmbH. © 2023 Vanguard Investments Switzerland GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

Vanguard[®]
VALUE TO INVESTORS

Monaten des laufenden Jahres auch 2024 weiteres Potenzial bietet.

Langensand: Darauf setzt fast der gesamte Markt. VAT ist der qualitativ beste Schweizer Halbleiterwert – und der mit Abstand teuerste. Den Aufschwung dieser Aktie will niemand verpassen. Doch die Halbleiterzulieferer haben die Hoffnung auf den Aufschwung mehrfach nach hinten verschieben müssen.

Was bedeutet das?

Langensand: Ob der grosse Bewertungsunterschied von VAT zu beispielsweise Comet bestehen bleibt, ist damit offen. Insbesondere dann, wenn das neue Produkt von Comet, der RF-Generator, bei den Kunden Anklang findet und losgelöst vom Zyklus zusätzlichen Umsatz ermöglicht. Ich setze derzeit lieber auf die Aktien von Comet. VAT habe ich aus Bewertungsgründen untergewichtet.

Ein Branchennachbar ist der Chip-Designer U-Blox. Auch in dieser Aktie finde ich in Ihren Portfolios eine Übergewichtung. Was spricht für U-Blox, deren Aktien dieses Jahr 20% verloren haben?

Olsen: Das vergangene Jahr war sehr stark. Entsprechend hoch liegt in diesem Jahr die Vergleichsbasis. Zudem hat U-Blox mit Stephan Zizala einen neuen CEO. Der Markt scheint derzeit davon auszugehen, dass sich das vergangene Erfolgsjahr nicht wiederholen wird. Das macht die Bewertung nun höchst attraktiv. U-Blox setzt mit der Ausrichtung auf das Internet der Dinge auf einen klar langfristigen Trend. Die Penetration von Chips und Modulen steigt – beispielsweise im Automobilmarkt – auch dann, wenn der Absatz von Autos stagniert.

Langensand: Wir sehen U-Blox als Turn-around-Geschichte. Da passt noch nicht alles: Das Kerngeschäft der Entwicklung von Positionierungs-Chips ist attraktiv. In der Vergangenheit wurde aber auch sehr viel Geld für die Entwicklung von Kommunikations-Chips verschleudert, ohne dass sich das ausgezahlt hätte. Wir setzen darauf, dass der neue CEO die Hebel für die Zukunft richtig stellen wird.

Stark gelitten haben auch die Aktien von Tecan. Sehen Sie auch hier Potenzial?

Langensand: Der Laborausrüster war ein Profiteur der Pandemie. Seit den Höchstkursen hat sich die Aktie halbiert. Wir erwarten, dass sie nun Boden findet. Die Endmärkte sollten sich ab dem zweiten Halbjahr 2024 erholen. Langfristig erwarten wir bei Tecan wieder ein Gewinnwachstum von 7 bis 9% pro Jahr.

Greifen Sie bereits jetzt zu?

Langensand: Die aktuelle Kursschwäche ist eine Einstiegsgelegenheit. Wir haben bereits

ein kleines Übergewicht aufgebaut, wollen die Position aber weiter vergrössern. Dies auch, weil der Umsatz von Tecan kaum von der Konjunktorentwicklung beeinflusst wird. **Hänni:** Wir haben in den letzten Wochen bei Tecan ebenfalls zugekauft. Nach dem Überschüssen in der Pandemie ist nun so viel Risiko aus der Bewertung entwichen, dass die Aktie mit Blick auf 2024 interessant wird.

Abnehmpräparate sind ein weiterer Trend, der zurzeit die Börsen bewegt. Auch Schweizer Unternehmen?

Hänni: Von der neuen Wirkstoffklasse GLP-1 zur Steuerung des Glukosestoffwechsels profitieren einige Schweizer Unternehmen, darunter der Auftragsfertiger Bachem. Wir sehen besonders in Ypsomed Potenzial, da das Unternehmen eine Injektionstechnologie hat, die sich eignet, die GLP-1-Präparate zu verabreichen. Aufgrund seiner Patente kann man das Unternehmen bei der Anwendarmachung der neuen Wirkstoffe nicht einfach übergehen – dies schon nur wegen der Royalties zur Abgeltung des geistigen Eigentums. Entsprechend optimistisch blicken wir für Ypsomed auf 2024 sowie die Folgejahre.

Bei Lindt & Sprüngli hat die Furcht, Abnehmpräparate könnten den Leuten den Appetit auf Schokolade nehmen, zu Kursdruck geführt. Sie setzen mit Überzeugung auf die Titel, Herr Hänni. Wie gehen Sie damit um?

Hänni: Neben dem Gesundheitsthema hat sicher auch das Thema Nachhaltigkeit die Titel kürzlich belastet. Dies im branchenweiten Zusammenhang, da es in der Schokoladenindustrie auch immer um eine faire Behandlung der Kakaobauern geht.

«Mit Aktieninvestitionen zuwarten, bis die Konjunktur- und die Zinslage klarer werden»

Hilmar Langensand

Warum sind Sie positiv für die Titel?

Hänni: Wir sind der Meinung, dass Lindt & Sprüngli auch unter diesen Vorzeichen zu den Gewinnern der Branche zählen wird. Das Unternehmen ist hervorragend positioniert und hat das US-Geschäft wieder in Schwung



Die grössten Positionen von Marc Hänni

Vontobel Fund – Sustainable Swiss Mid & Small Cap

Tabelle: themarket.ch – Quelle: Vontobel

Grösste Positionen	Gewicht im Fonds
Lindt & Sprüngli	9,4%
Straumann	5,1%
Schindler	5,1%
Julius Bär	4,3%
VAT	4,1%

Pp = Prozentpunkte

Grösste Übergewichte	Abweichung vom SPI Extra in Pp
Lindt & Sprüngli	1,8
VZ Holding	1,6
Swatch Group	1,3
Flughafen Zürich	1,2
Belimo	1,2

gebracht. Profitieren wird Lindt zudem, wenn der asiatische Tourismus neu Fahrt aufnimmt.

Lindt ist Luxus im Nahrungsmittelbereich. Auf der anderen Seite des Spektrums steht der Industriebäcker Aryzta. In diesen Titel sind Sie alle drei investiert. Welche Chancen sehen Sie dort?

Hänni: Die Transformation ist weiterhin im Gang. Das neue Management konzentriert sich auf organisches Wachstum in lukrativen Bereichen. Die Profitabilität hat sich über die letzten zwei Jahre kontinuierlich verbessert, und dank Effizienzprogrammen und einem besseren Geschäftsmix sehen wir Potenzial für weitere Gewinnsteigerungen.

Woher kommt diese Zuversicht?

Olsen: Wir investieren fast nie in Restrukturierungsfälle. Doch in diesem inflationären Umfeld ist es erstaunlich, wie Aryzta nun die Preise für Backwaren um 30% erhöhen konnte und das Volumen gleichzeitig weiter wächst. Parallel dazu läuft der Abbau der zuvor sehr hohen Schuldenlast. Interessant finden wir auch die Karriere von Urs Jordi: Er hat eine Bäckerlehre gemacht und führt den Konzern nun deutlich erfolgreicher als das frühere Management. Auch wir sehen weiteres Potenzial in dieser Aktie.

Wie sieht es mit Investitionen in den Klimawandel aus?

Hänni: Hier zählt Belimo zu den zentralen Schweizer Werten. Ein Qualitätstitel, der immer teuer erscheint, aber gut geführt ist und hohe Gewinnmargen erreicht. **Olsen:** Belimo hilft, dass das US-Geschäft weiterhin gut läuft. Aufgrund des Inflation Reduction Act wird in den USA stark in neue Chip- und Batteriefabriken investiert. Mit ihren Komponenten für Lüftung und Raumklima profitiert Belimo davon.

In der Krise steckt die Windkraft. Was bedeutet das für den Schweizer Rotorblattzulieferer Gurit?

Olsen: Die steigenden Zinsen verteuern den kapitalintensiven Bau von Windparks. Das hat zum Abbruch geplanter Projekte für Neuinstallationen geführt. Europa bemüht sich nun, mit einer neuen Regulierung die hiesigen Anbieter zu schützen, damit das Windgeschäft nicht wie Solar vollständig in chinesische Hände fällt. Wenn das gelingt, wird das irgendwann auch für die hiesigen Zulieferer positiv sein. Strukturell braucht es Windkraft, die Frage aber ist offen, wann die stark gefallen Aktien von Branchenvertretern wie Siemens Energy, Vestas und Ørsted sowie die ihrer Zulieferer wieder aufstehen werden.

Langensand: Wir haben kürzlich den Mut aufgebracht, Gurit-Aktien zu kaufen. Schlimmer als derzeit kann es am Windmarkt kaum werden. Es ist aber riskant und offen, ob sich diese Investition bereits 2024 auszahlen wird.

Während viele andere unter steigenden Kapitalkosten leiden, verleihen die höheren Zinsen den Banken Rückenwind. Sie setzen in diesem Bereich alle drei auf VZ Holding. Warum?

Olsen: Das grösste Gut eines Finanzhauses ist Vertrauen – und dieses hat VZ aufgebaut, während andere Banken es verloren haben. Mit transparenter Beratung hat Gründer Matthias Reinhart 3,7 Mrd. Fr. Börsenwert geschaffen. Das ist doch sehr beachtlich. **Langensand:** Ein Finanzdienstleister, der nur vom kurzfristigen Schub der steigenden Zinsen profitiert, reicht als Investitionskriterium nicht aus. Wir haben VZ übergewichtet, weil das Unternehmen eine klare Wachstumsstrategie hat, die konsequent umgesetzt wird.

Was sind Ihre Favoriten für 2024?

Langensand: U-Blox und Tecan zählen zu meinen Favoriten. Falls 2024 eine Rezession kommt, was ich erwarte, dürfte es sich lohnen, Aktien von Galenica zu kaufen. Die Apothekengruppe ist gut geführt und hat jüngst die Wachstumsprognose erhöht. Angesichts der alternden Bevölkerung kann ihr Umsatz eigentlich nur steigen. Die Dividendenrendite ist attraktiv und die Bewertung vernünftig. **Hänni:** Galenica ist ein gut positionierter Qualitätswert, auf den wir fast immer setzen. Bei Ypsomed hingegen standen wir lange an der Seitenlinie, da wir sehr hohe Qualitätsansprüche stellen – gerade an die Corporate Governance. Nun hat das Unternehmen mit der Ernennung des ehemaligen Straumann-CEO Gilbert Achermann zum Präsidenten einen grossen Schritt bezüglich Professionalität gemacht. Ypsomed ist für uns investitionswürdig geworden, und wir glauben, dass das Unternehmen mit seiner Injektionstechnologie gut positioniert ist, um vom Trend der GLP-1-Abnehmpräparate zu profitieren. **Olsen:** Ich sehe in U-Blox, Gurit, Inficon und VZ erfolgversprechende Wildcards für 2024. Doch wir sind nicht Portfoliomanager, weil wir auf eine Lieblingsaktie setzen. Wir versuchen, ein Portfolio zusammenzustellen, das sowohl Kurschancen als auch gleichzeitig Widerstandskraft bietet.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

go.themarket.ch/y419



Quelle: Bloomberg

ANALYSE

Burggraben-Aktien überzeugen langfristig

Es ist eine der wichtigsten Fragen bei langfristigen Investments: Wie gut ist das Unternehmen gegen aufkommende Konkurrenz geschützt? The Market zeigt, welche Gesellschaften ihre Marktführerschaft durch dauerhafte Wettbewerbsvorteile sichern können. **Von Henning Hölder**

Über die letzten zehn Jahre den S&P 500 geschlagen zu haben, können wohl nicht allzu viele von sich behaupten. Der Aktienindex, der eigentlich den breiten US-Aktienmarkt abbilden soll, wurde in der letzten Dekade vor allem von den Tech-Champions Apple, Microsoft, Alphabet (Google), Amazon, Nvidia, Tesla und Meta Plattformen nach oben getrieben. Klar, wer in Technologie «all in» gegangen ist und etwa auf den Nasdaq 100 gesetzt hat, hat ein goldenes Jahrzehnt hinter sich. Doch welche Branche in den nächsten zehn Jahren zu den Outperformern zählen wird, gehört wohl zu den schwierigsten Fragen, die sich Investoren regelmässig stellen.

Eine Alternative ist, sich bei der Aktienselektion nicht auf einzelne Branchen zu fokussieren, sondern auf bestimmte Qualitätsmerkmale zu achten. Ein Kriterium, das sich branchenübergreifend bewährt hat, ist der Burggraben eines Unternehmens, englisch «Moat». Es handelt sich dabei um einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil eines Unternehmens.

«Ein Kriterium, das sich bewährt hat, ist der Burggraben eines Unternehmens»

In den letzten zehn Jahren hat der VanEck Morningstar Wide Moat ETF (ISIN: AU-000000MOAT4), der 51 Burggrabenunternehmen aus den USA umfasst, besser abgeschnitten als der S&P 500 (vgl. Grafik 1). Dabei hat der ETF kein Technologieübergewicht, sondern weist eine Branchendiversifikation auf. In den Top-fünf-Positionen des Index befindet sich mit Gilead Sciences (Pharma), Alphabet (Technologie), Comcast (Telekommunikation), Intercontinental Exchange (Börsenbetreiber) und Wells Fargo (Finanz) ein buntes Potpourri an Aktien. Alle diese Gesellschaften haben eines gemeinsam: einen unüberwindbaren Burggraben.

Der Burggraben schützt

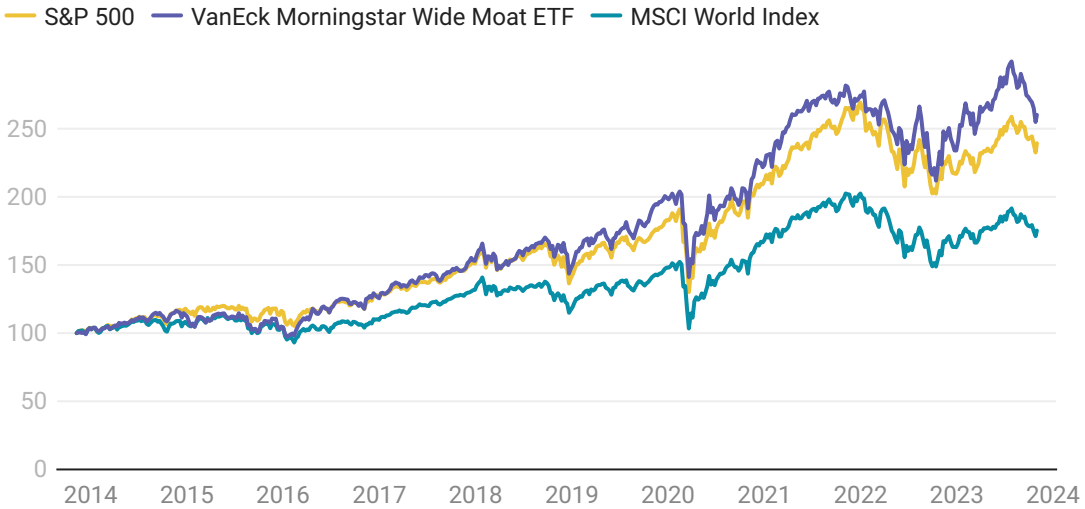
Der Begriff Burggraben – geprägt von der Investmentlegende Warren Buffett – steht für einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil eines Unternehmens, der es vor Konkurrenz schützt und damit seine Marktposition sichert. Der umstrittene US-Investor Peter Thiel hat einmal gesagt, Wettbewerb sei etwas für Verlierer. Natürlich ist diese Aussage polemisch, sie trifft aber einen wahren Kern: Um erfolgreich zu sein, müssen sich Unternehmen so gut es geht dem allgemeinen Wettbewerb entziehen. Mehr Wettbewerb bedeutet weniger Umsatz, tiefere Gewinnmargen und einen geringeren Cashflow – kurz, weniger Profitabilität.

Kunden davon abzuhalten, zur Konkurrenz zu wechseln, kann durch etwas scheinbar Triviales gelingen: nämlich durch die Strahlkraft einer Marke. Sie beeinflusst die Kaufentscheidung von Konsumenten wie kaum ein anderes Kriterium. Seit jeher profitiert Apple von der Faszination des Firmen-Logos und einer regelrechten Fanbasis. Seit einigen Jahren gilt die Marke als der wertvollste Brand weltweit. Das auf Markenforschung spezialisierte Research-Haus Kantar BrandZ beziffert den Wert der Marke Apple 2023 auf 880 Mrd. \$ (vgl. Grafik 2). Kurzfristig ist es für Konkurrenten kaum möglich, die Strahlkraft des Apple-Logos nachzuahmen. Der Konzern aus

1) Burggraben-ETF überflügelt S&P 500

Kursentwicklung indexiert (in \$)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



3) Aktie von McDonald's zuletzt mit Kursrücksetzer

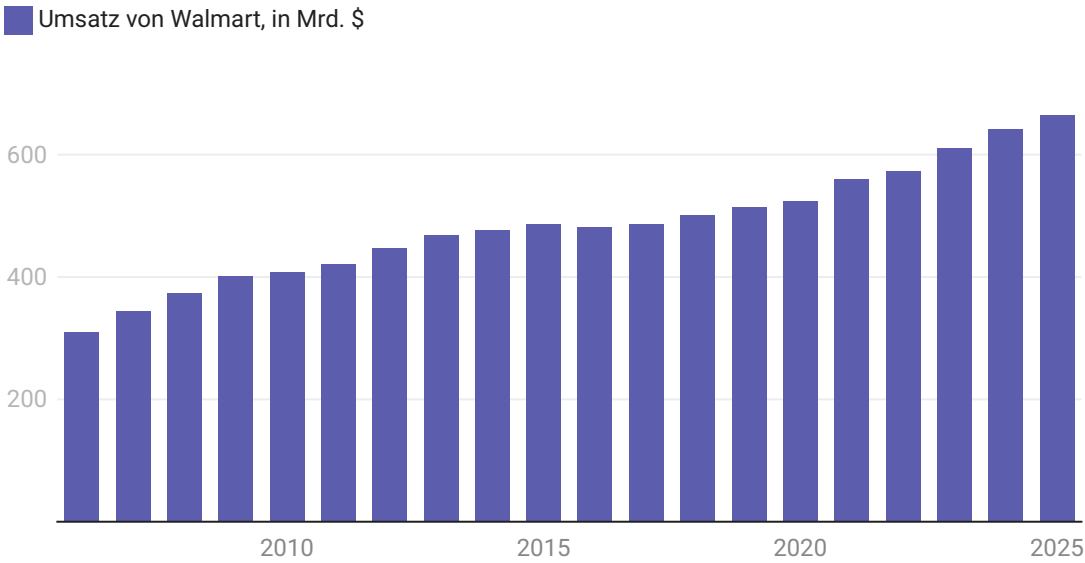
Kursentwicklung indexiert (in \$)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



4) Walmart: kontinuierlich steigender Umsatz

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



Ab 2024: Bloomberg-Konsensschätzung

dem kalifornischen Cupertino kann hohe Preise für seine Produkte verlangen, ohne Kunden zu verlieren. Das spiegelt sich in einer hohen Kapitalrendite (Return on Invested Capital, kurz ROIC) von 55%.

Eine starke Marke ist Gold wert

Einen ähnlichen Markenburggraben hat Alphabet mit ihrer Suchmaschine Google. Wie stark er ist, hat die diesjährige Diskussion über das KI-Tool ChatGPT gezeigt. Obwohl der erfolgreiche und omnipräsente Chat-Roboter in der Suchmaschine von Microsoft, Bing, integriert wurde, hat sich an der klaren Vormachtstellung von Google im Suchmaschinen-geschäft wenig geändert. Die Attraktivität von Plattformen wächst mit

ihrer Netzwerkgrösse, hier scheint Googles Vorsprung uneinholbar. Im Luxusbereich schafft es LVMH, durch die Popularität ihrer Marken wie Louis Vuitton, Bulgari oder Dior ihre Marktposition immer weiter zu festigen. Auch Konsum- und Nahrungsmittelkonzerne profitieren von ihren starken Marken. Coca-Cola hält mit ihrer gleichnamigen Brause noch immer einen der wertvollsten Brands im Food-Sektor, und McDonald's setzt die Wachstumsgeschichte trotz des Aufkommens neuer Burger-Restaurantketten kontinuierlich fort. Beide Aktien zeichnen sich durch einen stabilen Aufwärtstrend aus, der zuletzt durch den Hype um die Abnehmspritzen – er schürt seit einigen Monaten Sorgen um einen gedämpften Konsum von Genussmitteln – zwar einen kleinen Rücksetzer erfahren hat,

In Kürze:

- Der Burggraben schafft Wettbewerbsvorteile
- Die starke Marktstellung sichert hohe Renditen
- Burggraben-Aktien sind selten günstig zu haben

2) Top 15 der weltweit wertvollsten Marken 2023

Quellen: Kantar BrandZ – 2023 Most Valuable Global Brands

Marke	Wert (in Mrd. \$)
Apple	880
Google	578
Microsoft	502
Amazon	469
McDonald's	191
Visa	169
Tencent	141
Louis Vuitton	124
Mastercard	110
Coca-Cola	106
Aramco	106
Facebook	93
Oracle	92
Alibaba	92
AT&T	89

der sich im Nachhinein jedoch als Kaufgelegenheit herausstellen dürfte. Andere Beispiele für starke Marken sind die Konsumgüterkonzerne Procter & Gamble und Nestlé. Nicht von ungefähr baut Nestlé-CEO Mark Schneider das Markenportfolio auf das höherpreisige Premium-Segment um.

«Für Konkurrenten ist es nicht möglich, die Strahlkraft des Apple-Logos nachzuahmen»

Ein weiterer Burggraben kann die schiere Grösse eines Unternehmens sein. Sie stärkt die Verhandlungsmacht gegenüber Lieferanten und schafft positive Skaleneffekte, indem gleichbleibende Fixkosten auf eine grössere Zahl von verkauften Waren oder Dienstleistungen verteilt werden. Das ermöglicht es Unternehmen, ihre Waren günstiger anzubieten als die Konkurrenz. Neben Konsumgüterkonzernen spielen vor allem Detailhandelsriesen wie Amazon, Walmart oder Costco diesen Wettbewerbsvorteil regelmässig aus. Walmart hat ihr Lieferkettennetzwerk mit der Zeit immer weiter optimiert, sodass Waren immer schneller und kostengünstiger von den Lieferanten zu den Geschäften gebracht werden können. Das ermöglicht sowohl günstige Preise als auch eine attraktive Gewinnmarge, was sich in einem stetig steigenden Umsatz spiegelt (vgl. Grafik 4). Wegen seiner marktbeherrschenden Position im ETF-Geschäft gehört der weltgrösste Vermögens-

5) Auswahl an Aktien mit Burggraben

Unternehmen	Branche	KGV 2024	EV/Ebit 2024	ROIC	Wichtigste Burggräben
Alphabet (Google)	Software	18	15	23	Netzwerkeffekte, starke Marke
Apple	Hardware und Software	27	23	55	Starke Marke, Lock-in-Effekt
Microsoft	Software	27	22	28	Netzwerkeffekte, starke Marke
Amazon	E-Commerce und Cloud	32	32	7	Marktposition, Skaleneffekte
ASML	Halbleiter	31	27	60	Technologie, monopolähnliche Position
Nvidia	Halbleiter	26	23	12	Technologischer Vorsprung
Novo Nordisk	Pharma	31	25	67	Know-how, technologischer Vorsprung
BlackRock	Finanz	17	-	-	Marktposition, Skaleneffekte
McDonald's	Systemgastronomie	21	19	21	Immobilienvermögen, starke Marke
Coca-Cola	Nahrungsmittel	20	20	13	Starke Marken, Skaleneffekte
Nestlé	Nahrungsmittel	19	19	11	Starke Marken, Skaleneffekte
Procter & Gamble	Konsum	24	19	20	Starke Marken, Skaleneffekte
Costco	Detailhandel	36	24	19	Marktposition, Skaleneffekte
Walmart	Detailhandel	23	18	10	Marktposition, Skaleneffekte
LVMH	Luxus	21	15	16	Starke Marken
Union Pacific	Verkehr	19	16	11	Infrastruktur, natürliches Monopol

ROIC = Kapitalrendite, per Ende des vergangenen Quartals; KGV = Kurs-Gewinn-Verhältnis; EV/Ebit = Unternehmenswert zu Betriebsgewinn

verwalter BlackRock zu den wenigen Finanzunternehmen mit echten Burggrabenqualitäten. Seine ETF-Produktgruppe iShares nimmt in den USA ein Drittel des ETF-Marktes ein, in Europa sogar 44%. Dank der Skaleneffekte kann BlackRock die Gebühren für börsen-gehandelte Fonds besonders tief ansetzen.

Neben einer Marke mit Strahlkraft sorgen hohe Wechselkosten für eine starke Kundenbindung. Für Unternehmen, die ihre Systeme mit Software von Microsoft ausgestattet haben, ist ein Wechsel mit hohem Aufwand verbunden. Auch bei Privatkunden sorgt die Bequemlichkeit dafür, dass Microsoft mit ihren Softwarelizenzen einen hohen und

planbaren Ertrag generiert und damit ihre Produktlösungen immer weiter verbessern kann. Auch hier versteht es kaum ein anderes Unternehmen besser als Apple, die Kundenschaft in «Gefangenschaft» zu halten. Der iPhone-Konzern implementiert in seiner Produktpalette derart hohe Wechselbarrieren, dass die Kunden praktisch im Apple-Universum eingeschlossen sind (Lock-in-Effekt).

Der Halbleiterkonzern ASML zeigt, dass eine überlegene Technologie zu einer monopolartigen Marktposition führen kann. Bis heute sind die Niederländer das weltweit einzige Unternehmen, das in grossem Stil EUV-Lithografieanlagen für die Produktion winzi-

ger Chips herstellen kann. Kaum eine andere Branche ist derart abhängig von einem einzigen Player. Nvidia wiederum ist mit ihren Grafikchips für Grossrechner, die der Schlüssel zur Kalibrierung von generativen AI-Modellen wie zum Beispiel dem Textroboter ChatGPT sind, praktisch konkurrenzlos. Der dänische Pharmakonzern Novo Nordisk hat es dank seiner Patente und Technologien geschafft, sich im Bereich der Diabetestherapien als Branchenführer zu etablieren. Zwar laufen Patente auch aus, doch dank des grossen Know-how gelingt es dem Konzern, diese Ausfälle durch neue Therapien nicht nur auszugleichen, sondern auch die Vormachtstellung im Diabetesmarkt weiter auszubauen. Er

erwirtschaftet eine phänomenale Kapitalrendite von 67%.

Einige Burggräben lassen sich weniger in Kategorien einordnen, sondern sind unternehmensspezifisch. So sorgt das Immobilienvermögen von McDonald's für eine niedrigere Gewinnschwelle. Der Fast-Food-Konzern besitzt 80% der Gebäude, in denen seine Restaurants betrieben werden. Zudem sind die regelmässigen Franchise-Einnahmen ein gutes Burggrabenkriterium. Die grösste US-Eisenbahngesellschaft Union Pacific profitiert von monopolistischen Marktstrukturen. Als Infrastrukturunternehmen besitzt sie grosse Teile des US-Schiennetzes, weshalb sie kaum Konkurrenz fürchten muss – der Bau eines neuen Schiennetzes wäre eine Herkulesaufgabe. Das sichert Union Pacific langfristig hohe Gewinnmargen und Cashflows.

Bewertungen anspruchsvoll

Qualität hat ihren Preis. Entsprechend sind klassische Burggrabenunternehmen selten günstig zu haben. Dennoch bieten Kursrücksetzer immer wieder Einstiegschancen wie zuletzt bei McDonald's oder Coca-Cola (vgl. Grafik 3). Auch bei ASML, LVMH und BlackRock öffnen sich derzeit Einstiegsfenster. Selbst Apple – die Aktie erwies sich unter den Big Techs immer wieder als Fels in der Brandung, wenn es an den Börsen krachte – gönnt sich seit zwei Jahren eine Verschnaufpause. Zwar ist gemessen an den traditionellen Kennzahlen wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis keine der Burggrabenaktien wirklich günstig. Sie werden es aber auch nie sein.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y421



PUBLIREPORTAGE

Mit Reverse Convertibles der ZKB indirekt in Aktien investieren

Reverse Convertibles eignen sich, um ein Aktienengagement aufzubauen. Attraktiv können insbesondere Produkte mit einem Strike von unter 100% sein. Wie funktioniert diese Variante und wo liegen die Vorteile?

Was genau ist ein Reverse Convertible?

Bei einem Reverse Convertible handelt es sich um ein Anlageprodukt aus der Familie der Renditeoptimierungsprodukte. Die Rendite setzt sich dabei aus zwei Komponenten zusammen, nämlich aus der risikolosen Verzinsung und aus der Optionsprämie. Nach Abzug der Kosten ergibt sich der Coupon. Strukturiert wird das Produkt mit einer Put-Option, die keine besonderen Merkmale aufweist. Man spricht von einer Plain-Vanilla-Option, im Gegensatz zu einer exotischen Option.

Wie sieht das Auszahlungsprofil aus?

Per Verfall wird beobachtet, ob der Kurs des Basiswerts über oder unter dem Ausübungspreis, dem sogenannten Strike, liegt. Da es bei diesem Produkt keine Barriere gibt, ist die Entwicklung des Basiswerts während der Laufzeit nicht relevant. Notiert der Basiswert am Ende der Laufzeit unter dem Ausübungspreis, liegt die Option im Geld und Anlegerinnen und Anleger erhalten bei einer physischen Abwicklung den Titel. Notiert der Basiswert auf oder über dem Strike, erhalten sie ihr Geld vollständig zurück. Der Coupon wird in jedem Szenario ausbezahlt.

Das heisst, der Strike spielt eine zentrale Rolle bei der Ausgestaltung des Produktes. Welche?

Der Strike kann bei 100% liegen, das entspricht dem Kurs des Basiswerts zum Zeitpunkt der Fixierung. Es gibt aber auch eine Low-Strike-Variante. Dann liegt der Ausübungspreis unter dem Kurs des Basiswerts, beispielsweise bei 80% oder 90% des Wertes zum Fixierungszeitpunkt. Um das Produkt zu strukturieren, kommt eine Put-Option zum Einsatz, die aus dem Geld notiert, also Out-of-the-money ist. Im Falle einer Titellieferung ist der Einstandspreis im Vergleich zum Emissionspreis niedriger, dafür fällt auch die Rendite etwas geringer aus. Insgesamt ist das Risikoprofil der Low-Strike-Variante konservativer im Vergleich zu einem Reverse Convertible, der einen Strike von 100% aufweist.

Reverse Convertibels mit einer Barriere zählen gemäss der Schweizer Börse SIX zu den beliebtesten Strukturierten Produkten. Was ist der Unterschied zur Low-Strike-Variante?

Eine 80%-Barriere und ein 80%-Strike sind zwei komplett unterschiedliche Komponenten. Verliert die Aktie in diesem Beispiel 19%, funktionieren beide Varianten: Anlegerinnen und Anleger erhalten das Nominal zurück sowie den Coupon. Die Low-Strike-Variante zahlt aber in der Regel einen tieferen Coupon. Auch bei einer all-



fälligen Titellieferung gibt es Unterschiede. So kaufen die Kundinnen und Kunden bei der Variante mit Barriere den Basiswert zu 100%, während sie die Aktie bei der Low-Strike-Variante zu 80% kaufen. Die zwei Elemente sollen nicht vermischt werden. Welches Produkt profitabler ist, lässt sich erst am Ende der Laufzeit feststellen.

Lassen sich unter Investorinnen und Investoren Präferenzen feststellen?

Aufgrund unserer Beobachtungen, aber auch basierend auf den Handelsvolumen an der Schweizer Börse SIX, sind Reverse Convertibles weniger gefragt als Barrier Reverse Convertibles. Wieso das so ist, ist schwierig zu sagen, denn ein Reverse Convertible kann im Einzelfall die bessere Wahl sein. Möglicherweise sind die Produkte mit Barriere aber vertrauter. Zugleich ist die Komplexität von Reverse Convertibles mit niedrigem Ausübungspreis möglicherweise etwas höher.

Worauf müssen Anlegerinnen und Anleger bei der Wahl des Strikes achten?

Es gibt keine allgemein gültige Regel. Das Produkt

muss in den Portfoliokontext passen und der persönlichen Risikoeinschätzung sowie dem persönlichen Risikoprofil entsprechen. Generell ist das Risiko grösser, wenn der Strike höher ist. Entsprechend ist auch der Coupon höher. Sind die Märkte volatil, kann ein Reverse Convertible mit niedrigem Strike attraktiv sein. Denn wenn die Schwankungsbreite hoch ist, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass auch der niedrigere Strike ins Geld kommt. Die höhere implizite Volatilität spiegelt sich somit in einem höheren Coupon. Schlussendlich muss aber jeder Fall einzeln betrachtet werden. Anlegerinnen und Anleger müssen sich überlegen, welche Erwartungen sie an den jeweiligen Titel haben und wie er ins Portfolio passt, falls er bei Verfall geliefert wird.

In welchem Marktumfeld sind Reverse Convertibles besonders attraktiv?

Das Produkt ist dann attraktiv, wenn der Kurs des Basiswerts seitwärts tendiert, respektive leicht steigt oder leicht sinkt. Wenn der Kurs dagegen stark anzieht, ist die Rendite im Rahmen des Coupons limitiert und eine Direktinvestition in die Aktie wäre in diesem Fall profitabler. Diese Überlegungen gelten für die Laufzeit des Produkts. Natürlich gibt es noch weitere Aspekte, die eine Rolle spielen können. Dazu zählen etwa Erwartungen zum Kursverlauf des Basiswerts nach Verfall des Produkts, sollte die Aktie geliefert werden.

Was ist der Vorteil gegenüber einer Direktinvestition in die Aktie?

Anlegerinnen und Anleger profitieren durch den niedrigen Strike von einem potenziell tieferen Einstandspreis. Reverse Convertibles eröffnen somit die Möglichkeit, indirekt ein Aktienengagement aufzubauen.

Ist die Kombination mehrerer Aktien sinnvoll?

Die Kombination mehrere Titel ist sinnvoll, wenn Anlegerinnen und Anleger indifferent sind, welche der beispielsweise drei Aktien sie erhalten. So kann sich eine Kombination aus Bau-, Finanz- und Pharmatiteln eignen, eine Aktienposition in einem dieser Segmente aufzubauen. Geliefert wird grundsätzlich immer der Titel, der am schlechtesten abgeschnitten hat. Es handelt sich dabei um eine Worst-of-Option. Bei der Kombination von mehreren Titeln ist die Korrelation relevant.

Was gilt es bei der Korrelation zu beachten?

Je tiefer die Korrelation ist, umso grösser ist das Risiko, dass der Strike unterschritten wird. Das spiegelt sich in einem höheren Coupon. Wenn die Korrelation tief ist,

bedeutet das, dass die Aktien in unterschiedliche Richtungen laufen. Die Wahrscheinlichkeit ist so höher, dass einer der Titel unter dem Ausübungspreis zu liegen kommt. Entwickeln sich die Aktien in die gleiche Richtung, ist die Wahrscheinlichkeit entsprechend geringer. Wichtig ist, dass die Selektion der Aktien auf die Bedürfnisse der Kundinnen und Kunden abgestimmt ist.

Wie profitiere ich vom niedrigen Strike im Falle einer Aktienlieferung?

Die Aktie wird zu einem tieferen Preis geliefert. Notiert ein Titel beispielsweise bei CHF 400.00 und liegt der Strike bei 80%, wird die Aktie bei Verfall zu CHF 320.00 geliefert. Der Einstandspreis ist somit deutlich niedriger.

Wie verhält es sich mit den Dividenden, die während der Laufzeit anfallen?

Die Dividenden werden nicht ausbezahlt, sie sind aber im Coupon reflektiert. Eine höhere Dividendenerwartung spiegelt sich daher in einem höheren Coupon.

Können diese Produkte auch während der Laufzeit gehandelt werden?

Ja. Nach der Emission an der Börse sind die Produkte zum öffentlichen Handel zugelassen. Die Zürcher Kantonalbank stellt dabei einen liquiden und fairen Sekundärmarkt sicher. Kundinnen und Kunden können ihre Position also anpassen und das Produkt aufstocken, kaufen oder verkaufen.



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



ANALYSE

Dividenden-Aristokraten bringen Überrendite

Wenn die Kursperformance nachlässt, steigt die Bedeutung der Dividendenrendite. Die unsichere Konjunkturperspektive rückt insbesondere Aktien von Unternehmen in den Fokus, die eine verlässliche Ausschüttung leisten. **Von Ruedi Keller**

Das Börsenumfeld ist rau. Als die Zinswende Anfang 2022 die Aktienmärkte in den Griff genommen hat, ging es mit den Kursen bergab. Zwischen Oktober 2022 und Juli 2023 hat zwar eine leichte Erholung eingesetzt, doch seither bröckeln die Kurse wieder. Der amerikanische Aktienmarkt steht gemessen am S&P 500 seit Anfang 2023 nach der jüngsten Erholung zwar deutlich im Plus, der Stoxx Europe 600 wieder knapp. Letzteres gilt aktuell ebenso für den Schweizer Markt.

Doch solch harzige und schwankungsreiche Börsenphasen rücken die Dividenden in den Fokus. Da Unternehmen oft bemüht sind, ihre Auszahlungen an die Aktionäre auch in konjunkturell schwierigen Phasen nicht sinken zu lassen, liefern Ausschüttungen oft einen recht konstanten Beitrag zur Gesamtperformance. Er war in der Zeit der sinkenden Zinsen zwar kleiner, aber stabiler als der Anteil, den die Kursentwicklung beisteuert. Für den S&P 500 beträgt die Dividendenrendite im langjährigen Schnitt rund 2%, beim Stoxx Europe 600 rund 3,5% und beim Swiss Performance Index (SPI) leicht über 3%.

«Harzige und schwankungsreiche Börsenphasen rücken die Dividenden in den Fokus»

Wenn die Kursentwicklung wie derzeit weniger rasant ausfällt als früher – Schweizer Aktien hatten ihren Kursauftrieb in den Jahren vor der Zinswende auf im Schnitt 11% per annum erhöht –, wird der Renditebeitrag umso wichtiger, den die Dividenden liefern.

Dividendenrekord in Sicht

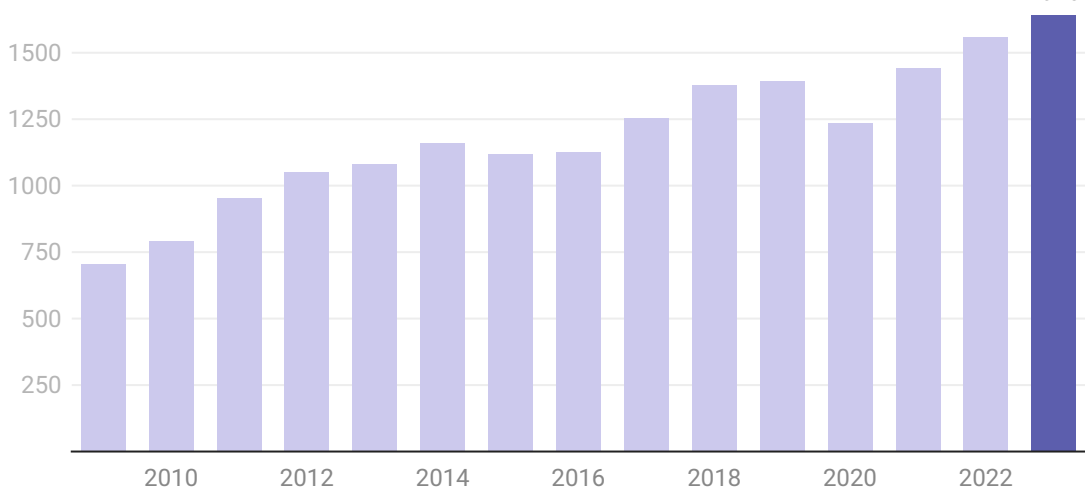
Auch dieses Jahr erwartet der Asset-Manager Janus Henderson für den Aktienmarkt eine Rekordausschüttung. Insgesamt sollen die Unternehmen global 1640 Mrd.\$ an die Aktionäre auszahlen. Das sind 17,5% mehr als vor dem Rückgang, den die Pandemie gebracht hatte (vgl. Grafik 1). Studien zeigen, dass Dividendenausschüttungen über die lange Frist aufgrund ihrer vergleichsweise stabilen und tendenziell wachsenden Entwicklung deutlich mehr als die Hälfte zur Gesamtperformance beitragen.

Gerade in anspruchsvoller werdenden Zeiten zählt aber nicht einzig die Höhe der zu erwartenden Dividende, sondern ebenso die Verlässlichkeit, dass die Ausschüttung auch tatsächlich fliessen wird. Für Unternehmen, die dafür einstehen, kennt die US-Finanzwelt einen Namen: Dividenden-Aristokraten. In diesen Rang steigt auf, wer im S&P 500 vertreten ist und die Dividende seit mindestens 25 Jahren jährlich erhöht hat. Derzeit halten in den USA 67 Gesellschaften diesen Adelstitel. Sie versammeln sich gleich gewichtet im S&P 500 Dividend Aristocrats Index (vgl. Tabelle 2). Darunter befinden sich auch sogenannte Dividenden-Könige. Das sind Unternehmen, die ihre Dividende seit mindestens fünfzig Jahren stetig erhöht haben. Dazu zählen bekannte Namen wie Procter & Gamble (67 Jahre ungetrübte Dividendenhistorie), 3M (65 Jahre), Coca-Cola (61 Jahre) oder Johnson & Johnson und Colgate-Palmolive (jeweils sechzig Jahre).

1) Globale Dividenden: neuer Rekord in Sicht

Globale Dividendenzahlungen, in Mrd. \$

Grafik: themarket.ch – Quelle: Janus Henderson



Die Dividendensumme für 2023 ist geschätzt.

2) 67 Unternehmen im S&P 500 Dividend Aristocrats Index

Die Top Ten nach Dividendenrendite

Tabelle: themarket.ch – Quelle: S&P Global, Bloomberg

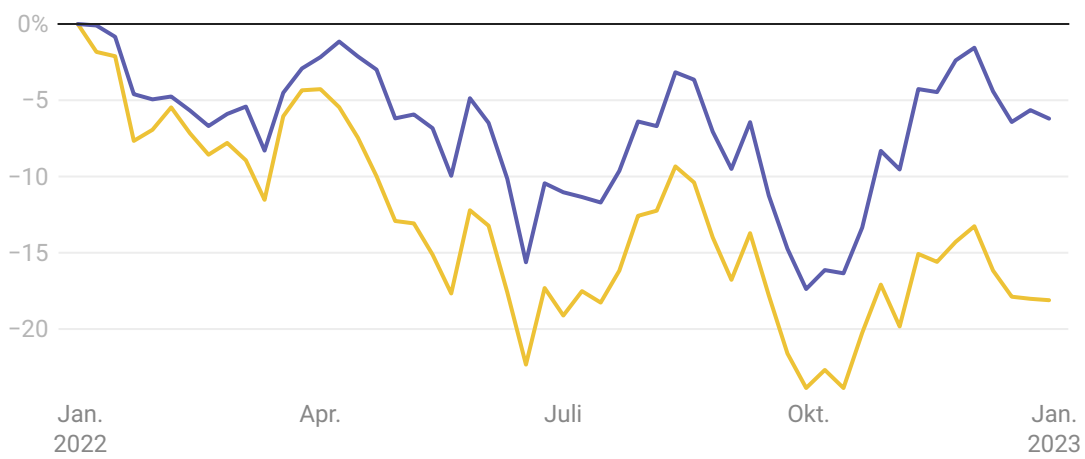
Unternehmen	Markt-kapitalisierung in Mrd. \$	Dividenden-rendite*	Payout Ratio	KGv*
1 Walgreens Boots Alliance	18,2	9,4%	59%	7
2 3M	49,4	6,7%	154%	9
3 Realty Income	33,5	6,7%	207%	34
4 Franklin Resources	11,2	5,5%	93%	10
5 Amcor	12,8	5,5%	119%	13
6 T Rowe Price	20,1	5,5%	103%	14
7 Federal Realty Investment Trust	7,2	5,0%	77%	32
8 IBM	130,2	4,7%	52%	15
9 Essex Property Trust	13,5	4,5%	77%	35
10 AbbVie	250,4	4,3%	107%	13

*Schätzung für das laufende Jahr (Bloomberg-Konsens), KGv = Kurs-Gewinn-Verhältnis 2023

3) Aristokraten meistern Korrekturjahr 2022 deutlich besser

S&P 500 Dividend Aristocrats S&P 500 inklusive Dividenden

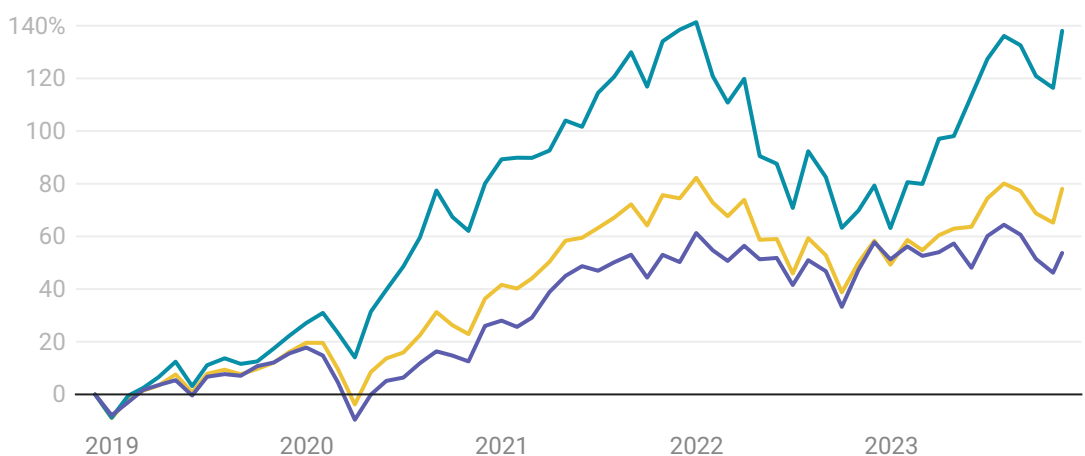
Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



4) Technologiewerte prägen das Bild

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg

S&P 500 Dividend Aristocrats S&P 500 inklusive Dividenden Nasdaq 100



In Kürze:

- Lahmt die Kursentwicklung, wird die Dividende relevanter
- Verlässlichkeit ist wichtiger als die Höhe der Dividende
- Langfristig schlagen Aristokraten den Markt

Die Aristokraten bieten im Schnitt kaum eine höhere Dividendenrendite als der Gesamtmarkt. Gegenwärtig reicht die Spanne von 9,4% für Walgreens Boots Alliance bis zu 0,3% für West Pharmaceutical. Was sie jedoch auszeichnet, sind die Ausschüttungsverlässlichkeit und die Intention, die Dividende jährlich zu steigern. Das ergibt sich mitunter dadurch, dass ihr Geschäftsmodell oft lange erprobt und resilient gegen Konjunkturschwankungen ist. Dennoch fällt auf: Gerade unter den Werten mit der höchsten Dividendenrendite finden sich auch Unternehmen, die zuletzt mehr ausgeschüttet haben, als sie verdient haben. Das äussert sich in der Tabelle in einer Payout Ratio von mehr als 100%. Es bedeutet, dass diese Gesellschaften zumindest vorübergehend aus der Substanz ausschütten, um die ungetrübte Dividendenhistorie aufrechterhalten zu können. Das trifft beispielsweise auf 3M und Realty Income zu. Das tendenziell eher langsame Wachstum der im S&P 500 Dividend Aristocrats Index versammelten Unternehmen ermöglicht ihnen jedoch immer wieder, mit dem Geld, das sie einnehmen, erneut die Dividende zu alimentieren, statt damit den Geschäftsausbau voranbringen zu müssen.

Widerstandskraft zahlt sich aus

Diese Widerstandskraft zeigt sich darin, dass bei Ausbruch der Pandemie lediglich 7% der US-Aristokraten eine Dividendenkürzung vornehmen mussten, während es bei Anlagestrategien, die in erster Linie auf eine möglichst hohe Dividende setzen, bis zu ein Drittel der Unternehmen traf. Die Mehrheit der Dividenden-Aristokraten zählt zudem zu den Value-Aktien. Sie hinken dem breiten Markt oft hinterher, wenn er boomt, zeigen sich jedoch widerstandsfähiger, wenn Wolken aufziehen. Zuletzt ist das im vergangenen Jahr deutlich geworden, als die Zinsen stiegen. Der US-Markt büsste 2022 gemessen am S&P 500 inklusive Dividenden gut 18% ein. Die Dividenden-Aristokraten verloren im Schnitt hingegen nur rund 6%, zeigten also eine Überrendite von 12 Prozentpunkten (vgl. Grafik 3).

«2022 zeigten die Dividenden-Aristokraten zwölf Prozentpunkte Überrendite»

Im nun laufenden Jahr und seit dem Ausbruch der Pandemie insgesamt konnte der Dividendenadel den breiten Markt jedoch nicht schlagen. Er hat gar klar schlechter abgeschnitten. Der Blick auf die letzten fünf Jahre illustriert das – und zeigt auch, warum: In dieser Marktphase waren es die wachstumsstarken Technologiewerte, die vom Digitali-

sierungsschub sowie von der lockeren Geldpolitik während der Pandemie profitiert haben und deren Kursentwicklung sich vom Gesamtmarkt abhob (vgl. Grafik 4). Das Stichwort dazu lautete FAANG, also Facebook (heute Meta), Apple, Amazon, Netflix sowie die Google-Mutter Alphabet. Der derzeitige Schub im Nasdaq 100 wird von den «Magnificent Seven» getragen, die vom Hype um künstliche Intelligenz angetrieben werden, wie Nvidia und Microsoft. Ihre Aktien sind zwar auch im S&P 500 enthalten, haben im Nasdaq 100 aber fast das doppelte Gewicht.

«Der derzeitige Schub der US-Börse wird von den «Magnificent Seven» getragen»

Sichtbar ist diese Entwicklung auch am Gesamtmarkt: Seit Anfang 2020 haben Dividenden – trotz der Kurskorrektur im vergangenen Jahr – nur noch lediglich 1,6 Prozentpunkte zur Gesamtperformance des S&P 500 beigetragen. Die übrigen 30 Prozentpunkte haben primär die Kursgewinne von Technologietiteln beigesteuert. In den zehn Jahren davor hatte der Beitrag der Dividenden im Schnitt jährlich 2,3 Prozentpunkte betragen. Der Vorsprung, den sich die Aristokraten von 2009 bis 2019 erarbeitet hatten, wurde so in den letzten drei Jahren vom Markt aufgeholt.

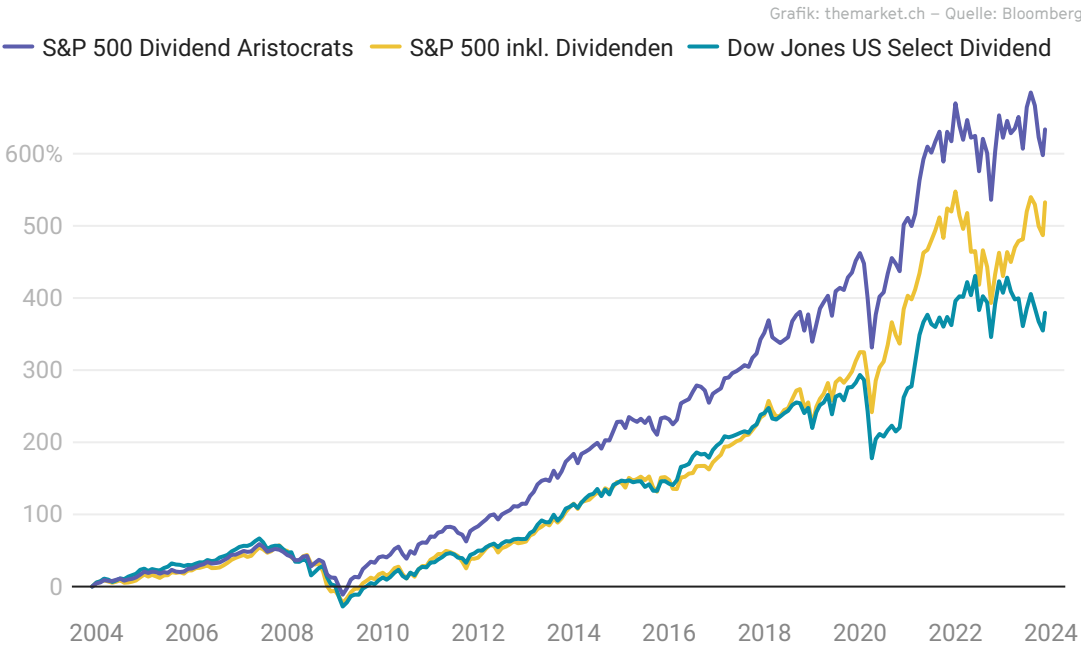
Langfristig im Vorteil

Über die letzten zwanzig Jahre weisen die Aristokraten indes weiterhin eine Überrendite zum Gesamtmarkt auf. Der S&P 500 Dividend Aristocrats Index hat sich in dieser Zeit versechsfacht, der breite Markt inklusive reinvestierter Dividenden verfünffacht (vgl. Grafik 5). Was zudem auffällt: In den wirtschaftlich schwierigen Zeiten seit dem Ausbruch der Pandemie hat eine alternative Dividendenstrategie besonders gelitten, und zwar der Dow Jones US Select Dividend Index. Er versammelt die hundert Unternehmen mit der aktuell jeweils höchsten Dividendenrendite – unabhängig davon, wie vertrauenerweckend ihre Dividendenhistorie ist. Fazit: Über die lange Frist ist die Gesamtrendite von Aristokraten höher als die des breiten Marktes – und deutlich besser als die von Aktien, die zwar jeweils die höchste Dividendenrendite bieten, aber die Auszahlung teilweise kürzen müssen, sobald konjunktureller Gegenwind aufkommt. Tieferer, aber verlässlicher steigende Dividenden bieten als Strategie offensichtlich bessere Erfolgschancen.

Wie sieht es in Europa aus?

Was in den USA ein lang erprobtes Investitionsmuster ist, lässt sich partiell auch auf den Alten Kontinent übertragen. S&P Global bietet ihr Aristokratenkonzept auch hier als Index an – mit gewissen Anpassungen. Aufgrund der oft kürzeren Historie von europäischen Unternehmen werden bereits Titel geadelt, die eine über zehn Jahre ununterbrochene Folge von Dividendenerhöhungen aufweisen. Derzeit umfasst der S&P Europe 350 Dividend Aristocrats Index 38 Unternehmen mit einer ungetrübten Dividendenhistorie, darunter neun Schweizer Werte. Sie sind alle gleich gewichtet (vgl. Tabelle 6). Im Schnitt bieten die europäischen Aristokraten mit 3,4% ebenfalls keine höhere Dividendenrendite als der Gesamtmarkt. Doch auch sie zeichnen sich durch die Verlässlichkeit der Auszahlungen aus. Zusätzlich bietet S&P einen Index mit dem Namen Euro High Yield Dividend Aristocrats an. Hier müssen Unternehmen eine mindestens zehn Jahre lange Historie ohne Dividendenkürzungen aufweisen. Die derzeit 39 Aktien für den Index werden jedoch nicht anhand der längsten Dividendenhistorie ausgewählt, sondern anhand der höchsten Dividendenrendite. Ausserdem fokussiert dieser Index auf die Eurozone, schliesst also britische, dänische, norwegi-

5) US-Aristokraten zeigen klare Überrendite



6) 38 Unternehmen im S&P Europe 350 Dividend Aristocrats Index

Die Top Ten nach Dividendenrendite

Tabelle: themarket.ch – Quelle: S&P Global, Bloomberg

Unternehmen	Land	Markt-kapitalisierung in Mrd. €	Dividendenrendite*	Payout Ratio	KGv*
1 Enagas	ES	4,2	11,0%	120%	17
2 British American Tobacco	GB	62,7	9,7%	78%	6
3 Legal & General	GB	14,3	9,6%	132%	8
4 Telenor	NO	13,6	8,3%	120%	15
5 Swiss Life	CH	17,7	5,5%	51%	12
6 Smurfit Kappa	IE	7,9	4,7%	38%	9
7 United Utilities	GB	8,2	4,6%	151%	24
8 Sanofi	FR	106,4	4,3%	53%	10
9 DCC	IE	5,1	4,2%	55%	10
10 Roche	CH	205,1	4,2%	62%	12

*Schätzung für das laufende Jahr (Bloomberg-Konsens), KGv = Kurs-Gewinn-Verhältnis 2023

7) 39 Unternehmen im S&P Euro High Yield Dividend Aristocrats Index

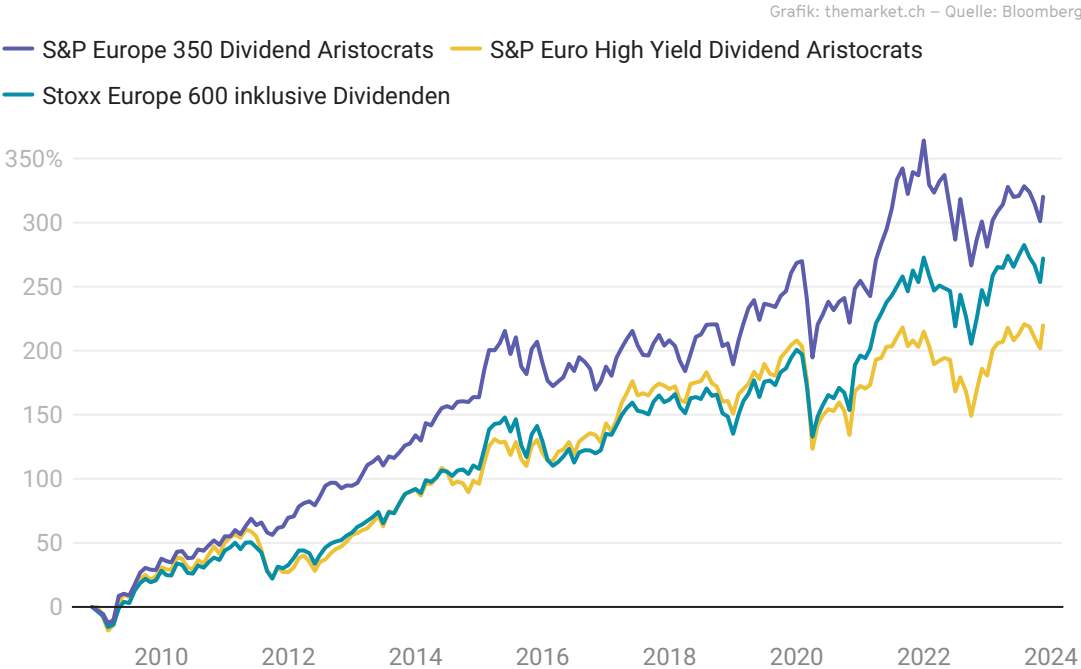
Die Top Ten nach Dividendenrendite

Tabelle: themarket.ch – Quelle: S&P Global, Bloomberg

Unternehmen	Land	Markt-kapitalisierung in Mrd. €	Dividendenrendite*	Payout Ratio	KGv*
1 Enagas	ES	4,2	11,0%	120%	17
2 Rubis	FR	2,1	9,8%	73%	6
3 Ageas	BE	6,8	8,8%	54%	6
4 Assicurazioni Generali	IT	28,9	6,6%	61%	8
5 Bouygues	FR	12,1	5,6%	69%	9
6 Elisa	FI	6,6	5,6%	92%	16
7 Allianz	DE	89,3	5,4%	72%	9
8 A2A	IT	5,5	5,1%	78%	11
9 EDP – Energias de Portugal	PT	16,2	5,0%	103%	13
10 Hera	IT	3,8	5,0%	73%	11

*Schätzung für das laufende Jahr (Bloomberg-Konsens), KGv = Kurs-Gewinn-Verhältnis 2023

8) Europäische Aristokraten führen in der langen Frist das Feld an



sche, schwedische und Schweizer Unternehmen aus (vgl. Tabelle 7).

Für Europa zeigt sich bezüglich Performance ein leicht anderes Bild als für US-Aktien: Seit Jahresbeginn notieren der Stoxx Europe 600 inklusive Dividenden und die Aristokraten gleichauf. Anders als diejenigen in den USA haben die europäischen Aristokraten während der Korrektur von 2022 allerdings nicht besser abgeschnitten, sondern hinkten dem breiten Markt gar hinterher. Das hat mitunter damit zu tun, dass die in diesem Jahr merklich gestiegene Rendite von Staatsanleihen den Vorteil der Dividendenrenditen gegenüber risikolosen Anlagen hat schrumpfen lassen. Anders als zuvor in diesem Jahrzehnt macht der Bondmarkt den Dividentiteln nun Konkurrenz.

«Die höheren Zinsen haben den Vorteil der Dividendenrenditen schrumpfen lassen»

Das Argument der steigenden Zinsen gilt natürlich auch für die USA – gar noch ausgeprägter. Doch dort haben die Bewertungen der teuren Technologiewerte, die die Indizes stark prägen, im Zuge des Zinsanstiegs so arg gelitten, dass es diesen Aspekt überdeckt. Da die europäischen Börsen bezüglich Technologiewerten klar hinter den USA stehen, prägen sie die Kursentwicklung des Stoxx Europe 600 insgesamt weniger – in den letzten beiden Boomphasen des Bereichs vor allem weniger positiv. Das führt dazu, dass die Überrendite, die die europäischen Aristokraten sich in der letzten Dekade erarbeitet haben, weiter Bestand hat. Der S&P Europe 350 Dividend Aristocrats Index hat sich seit 2009 mehr als verdreifacht und damit 50 Prozentpunkte besser abgeschnitten als der Stoxx Europe 600 inklusive Dividenden (vgl. Grafik 8). Auf die lange Sicht gilt für europäische Aktien ebenfalls: Die Aristokraten schlagen dank ihrer Ausschüttungsverlässlichkeit den Markt. Dividentitel, die primär aufgrund ihrer hohen Ausgangsrendite ausgewählt werden, werden mit der Zeit abgehängt.

Wie investieren?

Wer erwartet, dass das Kurspotenzial von Aktien angesichts des höheren Zinsniveaus und einer sich eintrübenden Konjunktur künftig geringer sein wird als in der Vergangenheit, könnte gut beraten sein, stabilen und voraussichtlich weiter steigenden Dividenden mehr Platz im Portfolio einzuräumen. Die verlässlichen Renditen stützen die Gesamtperformance, und zwar zu einem immer höheren Anteil, je geringer die Kursgewinne ausfallen.

In den USA hat sich diese Strategie langfristig klar bewährt – und es ist auch einfach, sie umzusetzen: In den S&P 500 Dividend Aristocrats kann beispielsweise direkt über den in Dollar denominierten ETF ProShares S&P 500 Dividend Aristocrats mit dem Ticker NOBL investiert werden. Offensichtlich sind die Vorteile der Strategie auch in Europa. Doch die Investition ist umständlicher: Ein ETF auf den paneuropäischen Index S&P Europe 350 Dividend Aristocrats ist nicht erhältlich. Direkt für Investments zugänglich ist lediglich der Euro High Yield Dividend Aristocrats. Dies beispielsweise über den ETF von State Street, SPDR S&P Euro Dividend Aristocrats, der an der Schweizer Börse SIX unter dem Kürzel EUDV in Franken gehandelt wird. UBS hat mit dem S&P Dividend Aristocrats ESG einen ETF im Angebot, der die Strategie international umsetzt.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y423



Feste Autorinnen und Autoren von The Market

 Alfons Cortés Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/y424a 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/y424b Gründungspartner von arvy, einer Investment-gesellschaft in Zürich, die sich auf globale Quali-tätsaktien spezialisiert.	 Myret Zaki Ihr neuster Artikel: go.themarket.ch/y424c Leiterin der Fakultät für Kommunikation an der Hochschule für Journalismus und Medien in Lau-sanne und freie Kolumnistin.	 Peter E. Huber Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/y424d 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/y424e Gründer und Inhaber von Zulauf Asset Management in Baar. Langjähriger Beobachter der internationa-len Finanzmärkte.	 Lyn Alden Ihr neuster Artikel: go.themarket.ch/y424f Gründerin von Lyn Alden Investment Strategy. Spezialisiert auf Asset-Allocation-Themen. Autorin eines viel beachteten Investment-Newsletters.	 Jörg Wuttke Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/y424g 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/y424h 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/y424i 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/y424j Mitgründer von Calderwood Capital, einer auf Port-foliokonstruktion und alternative Anlagen speziali-sierten Investmentgesellschaft.	 Anne Stevenson-Yang Ihr neuster Artikel: go.themarket.ch/y424k 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/y424m Vorstand beim unabhängigen Multi-Asset-Invest-menthaus Feri sowie Gründer des Feri Cognitive Fi-nance Institute.
 George Magnus Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/y424n Unabhängiger Ökonom und Mitarbeiter am China Centre der Universität Oxford. Von 1995 bis 2012 Chefökonom bei UBS Investment Bank.	 Louis-Vincent Gave Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/y424o 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/y424p Gründer von TrimTabs Investment Research, die sich auf die Analyse der täglichen Liquiditäts-flüsse an den amerikanischen Börsen spezialisiert.	 Kevin Duffy Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/y424q Mitgründer von Bearing Asset Management, einer auf Makrotrends spezialisierten Investment-Boutique in den USA.
 Michael Pettis Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/y424r Professor für Finanztheorie an der Guanghai School of Management an der Peking University. Lebt seit 2002 in Chinas Hauptstadt.	 Daniel Woker Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/y424s 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/y424t Business Consultant, spezialisiert auf die Schnitt-stelle zwischen Politik und Technologie. Mitglied der Think Tanks Foraus und Reatch.	 Daniel Haase Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/y424u Fondsmanager beim Vermögensverwalter WBS Hünicke, wo er für quantitative Strategien und institutionelle Investoren zuständig ist.

The Market stellt sich vor

Ein Überblick über die Angebotspalette, die Leserinnen und Leser des digitalen Finanz- und Anlagemagazins The Market (themarket.ch) 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:

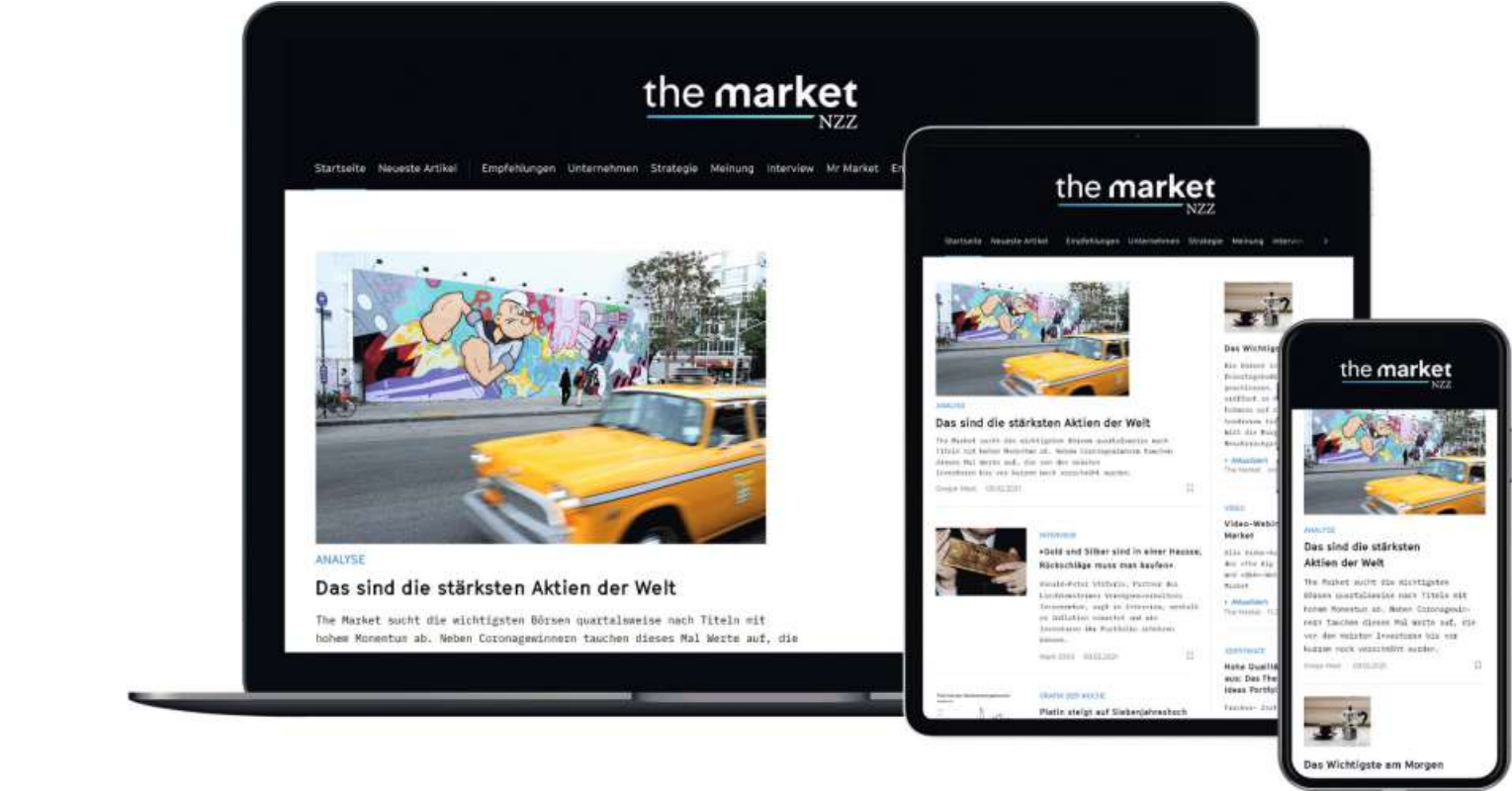
Analyse: Das ist das Herzstück im Angebot von The Market. Von Montag bis Freitag präsentiert die Redaktion eine spezifische Anlageidee, sezziert ein Unternehmen oder eine Branche, beleuchtet eine wichtige Marktentwicklung oder blickt auf die Weltwirtschaft – schonungslos und unabhängig. Es ist unser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

Meinung: Unabhängige Meinung ist ein rares Gut in der Finanzwelt. The Market liefert sie zwei- bis 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 zu 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 beleuchtet Ruedi Keller Anlagethemen mit Blick auf Umwelt, Gesellschaft und gute Unternehmensführung (ESG).

The ETF Navigator: Einmal im Monat wirft Sandro Rosa 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

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»

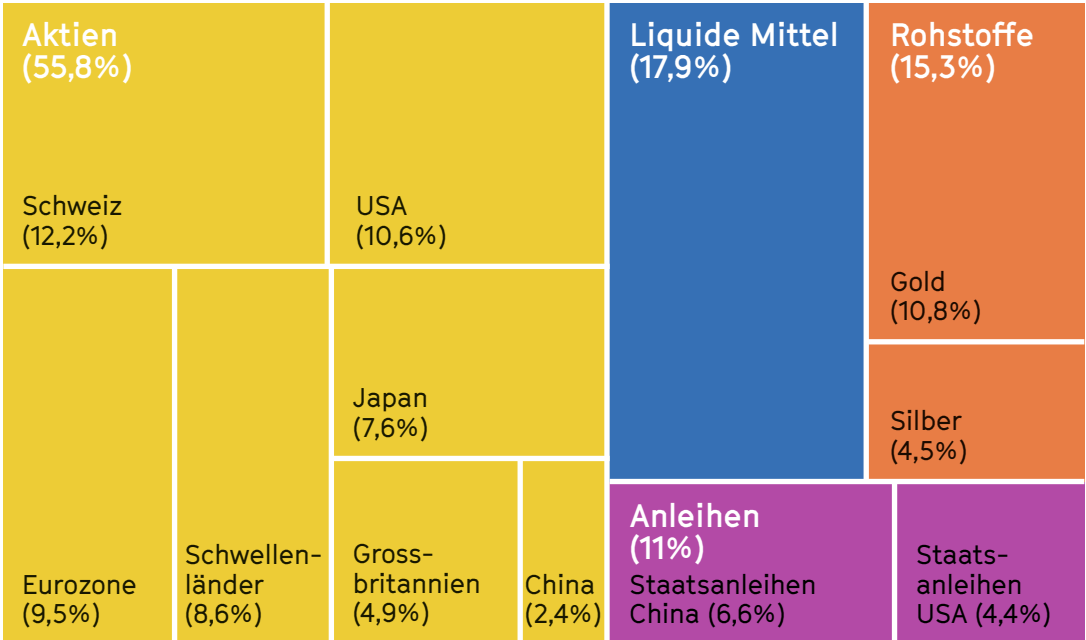
Bei der Auswahl der einzelnen Positionen wird auf eine breite Streuung über Regionen, Anlageklassen und Währungen hinweg geachtet. The Market versucht, die Anlagen so aufeinander abzustimmen, dass die Asset Allocation möglichst robust ist, d. h., sich in unterschiedlichen Marktszenarien bewährt, aber 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 einzelnen Instrumente werden auf Basis des makroökonomischen Umfelds, fundamentaler Faktoren (z. B. der Bewertung) sowie markttechnischer Signale ausgewählt.

Rohstoffpreise fallen deutlich

In Franken gerechnet notieren Aktien global im Vergleich zu Anfang Oktober höher (gemessen am MSCI AC World, +1,2%), Anleihen (Bloomberg Global Aggregate Index) haben sogar rund 2,5% zugelegt, während die Rohstoffpreise (Bloomberg-Rohstoffindex, -5,8%) spürbar korrigiert haben, wobei vor allem der Rohölpreis zuletzt deutlich gefallen ist. Seit Anfang Oktober ist die The Mar-

The Market Asset Allocation – November 2023



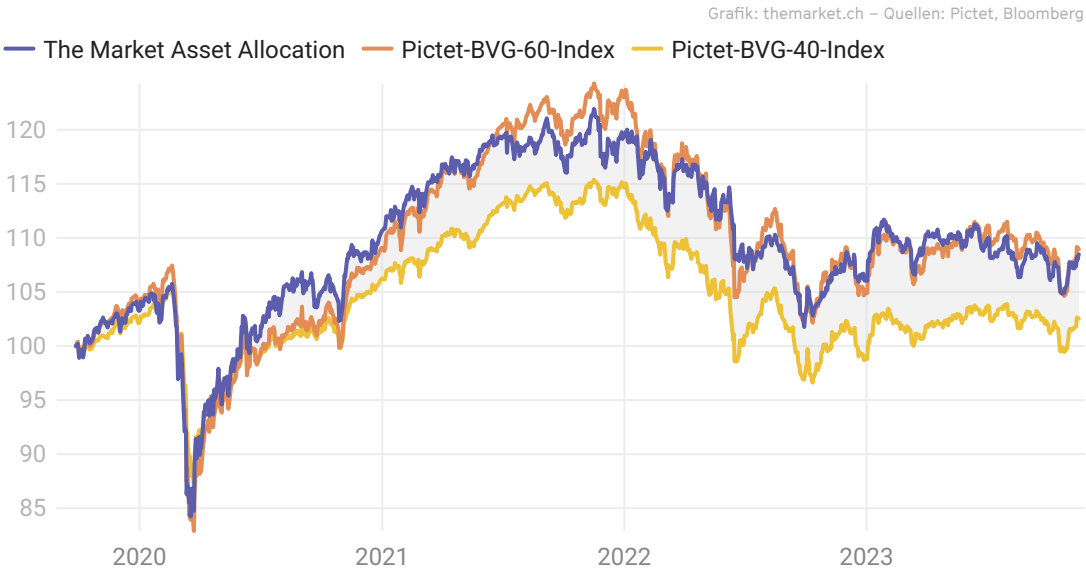
In Kürze:

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

vom 17. November erreicht die Aktienquote 55,8%, Anleihen haben im Portfolio ein Gewicht von 11%, und der Anteil liquider Mittel beträgt 17,9%. Die Edelmetalle Gold und Silber sind mit 15,3% vertreten und sorgen für Diversifikation im Portfolio.

The Market Asset Allocation

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



ket Asset Allocation in Franken gerechnet leicht nach oben (+0,2%) gerückt. Die beiden Vergleichsindizes haben sich ebenfalls kaum bewegt. Der Pictet-BVG-60-Index hat 0,2% verloren, der Pictet-BVG-40-Index hat 0,2% zugelegt.

In den vergangenen Wochen liessen sich mitunter deutliche Bewegungen an den Devisenmärkten beobachten. Seit Anfang Oktober schwächte sich der Yen zum Franken um 3,4% ab, der Dollar büsste 3,2% ein, während der Yuan zum Franken um 2,1% nachgab. Aber

auch das Pfund (-1,2%) und der Euro (-0,1%) verloren in den vergangenen Wochen gegenüber dem Franken an Terrain.

Wertzuwachs von 8,5%

Seit der Lancierung im September 2019 hat die The Market Asset Allocation bis zum 17. November in Franken eine Gesamtrendite von 8,5% erzielt. Damit hat das Portfolio besser abgeschnitten als der Pictet-BVG-40-Index (+2,5%), aber schlechter als der Pictet-BVG-60-Index (+8,9%). Per Schlusskurs

«Der Yen hat sich seit Anfang Oktober zum Franken markant abgewertet»

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 TMAAP 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: November 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	12,2
Aktien Eurozone	MSCI EMU	UBS ETF (LU) MSCI EMU UCITS ETF (EUR) A-acc	LU0950668870	0,18	EUR	Physisch	9,5
Aktien Grossbritannien	FTSE 100	iShares FTSE 100 UCITS ETF GBP (Acc)	IE00B53HP851	0,07	GBP	Physisch	4,9
Aktien USA	S&P 500	iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc)	IE00B5BMR087	0,07	USD	Physisch	10,6
Aktien Japan	MSCI Japan	UBS ETF MSCI Japan UCITS ETF (JPY) A-acc	LU0950671825	0,19	JPY	Physisch	7,6
Aktien Schwellenländer	MSCI Schwellenländer	Amundi MSCI Emerging Markets	LU1681045453	0,20	USD	Synthetisch	8,6
Aktien China	FTSE China	Franklin FTSE China UCITS ETF	IE00BHZRR147	0,19	USD	Physisch	2,4
Gold	LBMA Goldpreis	UBS ETF (CH) – Gold (USD) A-dis	CH0106027193	0,23	USD	Physisch	10,8
Silber	LBMA Silberpreis	ZKB Silver ETF AA CHF	CH0183135976	0,60	CHF	Physisch	4,5
Staatsanleihen USA	ICE U.S. Treasury 7-10 Year Bond Index	iShares \$ Treasury Bond 7-10yr UCITS ETF CHF Hedged (Acc)	IE00BK7Y2R57	0,10	CHF	Optimiert	4,4
Staatsanleihen China	FTSE GS China Government Bond Index	Goldman Sachs Access China Govt Bd UCITS ETF - USD Acc	IE00BJSBC011	0,20	USD	Optimiert	6,6
Cash							17,9
Total							100,0

30,9% Anteil Chinas am globalen CO2-Ausstoss, im Jahr 2021

Quelle: Visual Capitalist

+++ 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



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



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

PORTFOLIO

Das Dividendenportfolio fokussiert auf robuste Ausschüttungen

Das The Market Dividend Opportunities Portfolio vereint Dividendenwerte und Aktien, die Potenzial für steigende Ausschüttungen versprechen. **Von Ruedi Keller**



Die Redaktion von The Market führt ein aktiv gestaltetes Dividendenportfolio, in das Schweizer Aktien aufgenommen werden, die eine überdurchschnittliche Dividendenrendite bei gleichzeitig hoher Ausschüttungswahrscheinlichkeit bieten. 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 Migros hat der Kurs stark gelitten. Das Erholungspotenzial ist jedoch weiterhin intakt. Die Ausschüttungen sind dank der soliden Kapitalausstattung gesichert. Die Dividendenrendite erreicht höchst attraktive 6,2% (vgl. Tabelle 2). Weiter sind die Valoren

des Flughafens Zürich enthalten. Sie versprechen mit der über Erwarten schnellen Erholung des Flugverkehrs Kurspotenzial. Noch fliesst zwar erst eine eher kleine Dividende. Doch künftig dürfen steigende und attraktive Ausschüttungen erwartet werden.

Widerstandsfähige Auswahl

Die Performance des The Market Dividend Opportunities Portfolio hatte nach der Lancierung im Mai 2021 zunächst nicht mit der starken Avance des Gesamtmarktes nach der Pandemie mithalten können. Doch in der Korrektur von 2022 bewies der Fokus auf Dividendenwerte seine Stärke. Zudem wurde zu Beginn des vergangenen Jahres im Hinblick auf den neuen Zinszyklus das Gewicht der Finanztitel 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 seither 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 weiter ausgebaut: Mit Stichtag 17. November notiert das Portfolio 3,6% höher als zu Jahresbeginn, der SPI hat in derselben Zeit 2,8% zugelegt. Über

In Kürze:

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

die gesamte Laufzeit steht die Auswahl von The Market seit Mai 2021 unter Einbezug aller Kosten 0,8% im Plus. Der breite Markt hat gemessen am SPI derweil unter grösseren Schwankungen 1,1% eingebüsst. Die Überrendite des Portfolios gegenüber dem SPI beträgt damit 1,9 Prozentpunkte (vgl. Grafik 3). Derzeit vereint das Dividend Opportunities Portfolio neunzehn Dividendentitel und sechs Opportunitätspositionen. Für das laufende Jahr versprechen sie im Schnitt eine Rendite von 4,3%. Der SPI bietet momentan eine Dividendenrendite von 3,1%.

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



1) The Market Dividend Opportunities Portfolio: Risikoprofil

Stand: 17. November 2023

■ Dividendenwerte ■ Opportunitätspositionen ■ Cash



2) The Market Dividend Opportunities Portfolio: Positionen

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

Aktie	Sektor	Dividendenrendite	Gewicht per 17.11.2023
ABB	Industrie	2,4%	4,26%
Adecco	Industrie	5,9%	2,50%
Baloise	Finanz	5,9%	2,85%
Bystronic	Industrie	2,5%	1,64%
Cembra Money Bank	Finanz	6,2%	3,74%
DKSH	Industrie	3,9%	2,97%
EFG International	Finanz	4,8%	4,96%
Ems-Chemie	Grundstoffe	3,0%	2,75%
Flughafen Zürich	Industrie	2,6%	4,13%
Helvetia	Finanz	5,1%	4,21%
Holcim	Grundstoffe	4,3%	4,11%
Julius Bär	Finanz	4,9%	3,22%
Landis+Gyr	Industrie	3,0%	4,33%
Mobilezone	Zyklischer Konsum	6,7%	4,57%
Mobimo	Immobilien	4,0%	3,26%
Novartis	Gesundheit	3,8%	4,04%
Roche GS	Gesundheit	4,1%	2,98%
Sandoz	Gesundheit	1,6%	0,24%
SGS	Industrie	4,3%	2,56%
St. Galler KB	Finanz	3,8%	4,24%
Swatch Group I	Zyklischer Konsum	3,2%	3,17%
Swiss Life	Finanz	5,7%	4,87%
Swisscom	Kommunikationsdienste	4,3%	3,87%
Valiant	Finanz	5,5%	3,55%
Zurich Insurance	Finanz	5,7%	4,36%
Cash			12,61%

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

Seit Indexierung am 3. Mai 2021 bis 17. November 2023

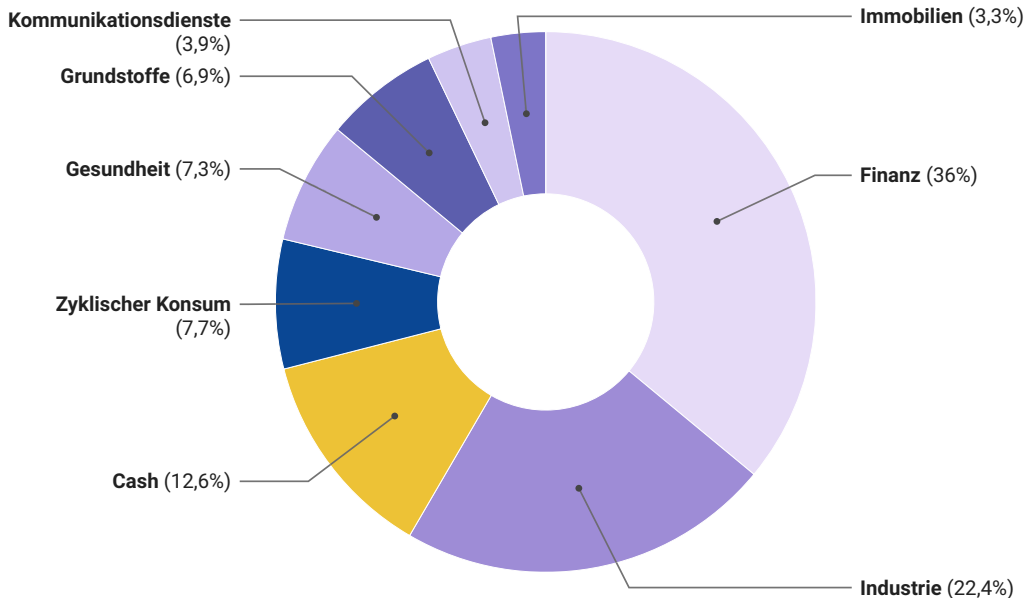
Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg

— The Market Dividend Opportunities Portfolio — SPI, angeglichen



4) The Market Dividend Opportunities Portfolio: Sektorgewichte

Sektoren in % des Portfolios (Stand: 17. November 2023)



PORTFOLIO

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

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



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

«Novo Nordisk hat sich seit der Lancierung mehr als verdreifacht»

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 Ende 2022 zählen viele dieser Aktien – ebenso wie die amerikanischen Tech-Schwergewichte Microsoft und Alphabet – wieder zu den grössten Gewinnern.

Seit der Lancierung des Zertifikats am 12. Januar 2021 beträgt die Gesamtrendite netto, d. h. inklusive Dividenden und nach Abzug aller Kosten, +6,6% (Stichtag: 17. November 2023). Damit hat das Portfolio besser abgeschnitten als der Swiss Performance Index (+4,7%), konnte dem in Dollar gerechneten MSCI World Total Return Index (+14,2%) aber nicht das Wasser reichen, was angesichts des hohen Anteils an Schweizer Aktien nicht erstaunt.

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

In Kürze:

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

nicht zur Unzeit zu einer Kapitalerhöhung gezwungen, um ihre Schulden zu bedienen. Erhaltene Dividenden fliessen in die taktische Cash-Position des Portfolios und werden situativ reinvestiert.

Neben den Qualitätstiteln enthält das Portfolio eine kleine Anzahl Risikopositionen, die nach Ansicht der Redaktion ein überdurchschnittliches Rendite-Risiko-Profil versprechen, zum Beispiel Turnaround-Situationen oder stark unterbewertete Aktien. Aktuelle Risikopositionen sind die Titel des Uhrenherstellers Swatch Group, des Versicherers Helvetia, des Spezialchemiekonzerns Clariant, der Online-Apotheke Doc Morris, des Inner-schweizer Unternehmens Komax, das Maschinen zur Verarbeitung von Kabeln herstellt, sowie des britischen Ölmultis Shell.

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 8,1%. Sie dient als «trockenes Pulver», um im Fall von Rückschlägen zukaufen zu können.

Shell liefert

Die grössten Kursgewinne seit der Lancierung des Portfolios stammen von den Aktien des dänischen Pharmakonzerns Novo Nordisk, des britischen Ölmultis Shell, des US-Softwarekonzerns Microsoft, des Schweizer Vakuumventilherstellers VAT sowie der US-Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway von Warren Buffett. Novo Nordisk, deren Abnehmmittel Wegovy an der Börse derzeit für erhebliche Fantasie sorgt, ist mit einem Anteil von 5,4% die grösste Position im Portfolio, dahinter folgen Microsoft und VAT mit einem Gewicht von jeweils 3,8%.

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 17. November 2023.

Lesen Sie alles zum The Market Best Ideas Portfolio online:

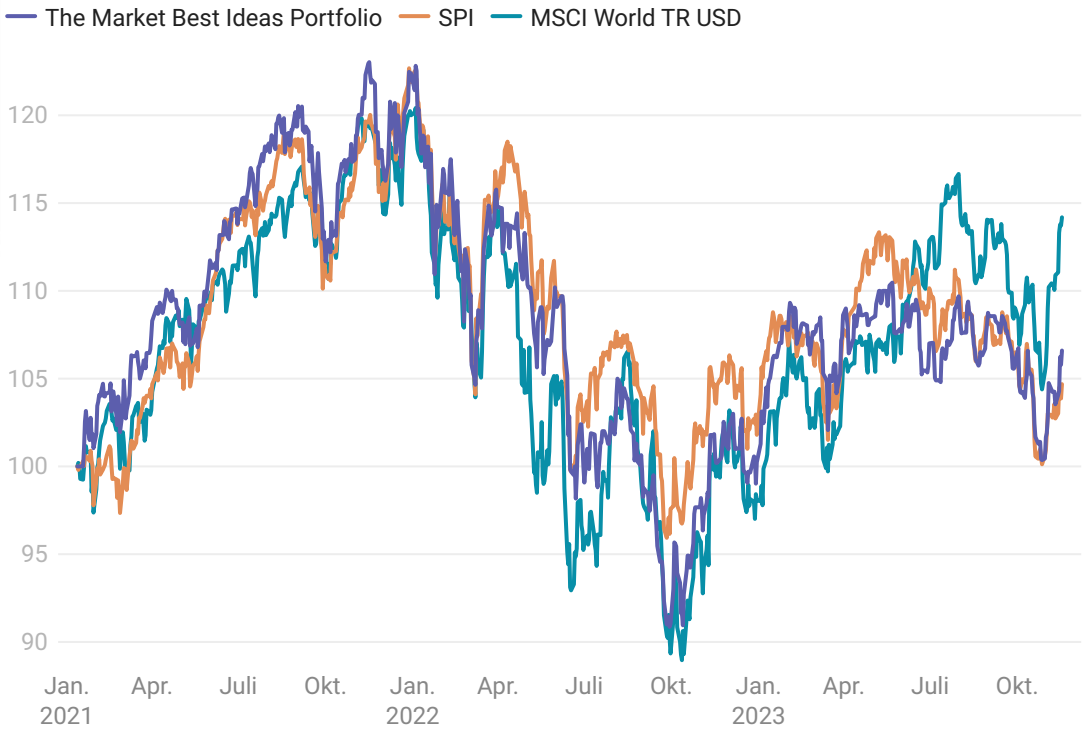
themarket.ch/best-ideas-portfolio



Tracker-Zertifikat The Market Best Ideas Portfolio seit Start

Performance (netto, inkl. Kosten), inkl. Dividenden, per 17. November 2023, indexiert (12. Januar 2021 = 100)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



The Market Best Ideas Portfolio – Qualitätstitel und Risikopositionen

Qualitätstitel und Risikopositionen (grau), Stand: 17. November 2023

Name	Land	Sektor	Gewicht per 17.11.2023
Accelleron	Schweiz	Industrie	2,11%
Agnico Eagle Mines	Kanada	Grundstoffe	1,23%
Alphabet	USA	Kommunikationsdienste	3,48%
Baloise	Schweiz	Finanz	1,84%
Barry Callebaut	Schweiz	Basiskonsum	1,62%
BASF	Deutschland	Grundstoffe	1,32%
Belimo	Schweiz	Industrie	2,39%
Berkshire Hathaway B	USA	Finanz	3,45%
BHP	Australien	Grundstoffe	2,31%
Bossard	Schweiz	Industrie	2,30%
Clariant	Schweiz	Grundstoffe	2,00%
DKSH	Schweiz	Industrie	1,84%
DocMorris	Schweiz	Basiskonsum	0,17%
Ems-Chemie	Schweiz	Grundstoffe	1,63%
Fresenius	Deutschland	Gesundheit	1,35%
Geberit	Schweiz	Industrie	2,55%
Helvetia	Schweiz	Finanz	2,90%
Holcim	Schweiz	Grundstoffe	3,46%
Julius Bär	Schweiz	Finanz	3,16%
Kardex	Schweiz	Industrie	2,07%
Komax	Schweiz	Industrie	2,22%
Logitech	Schweiz	IT	3,50%
Lonza	Schweiz	Gesundheit	1,90%
Mastercard	USA	Finanz	2,61%
Microsoft	USA	IT	3,85%
Nestlé	Schweiz	Basiskonsum	2,21%
Newmont	USA	Grundstoffe	1,75%
Novo Nordisk	Dänemark	Gesundheit	5,42%
Pan American Silver	Kanada	Grundstoffe	1,07%
Roche GS	Schweiz	Gesundheit	1,69%
Sanofi	Frankreich	Gesundheit	2,17%
Schindler PS	Schweiz	Industrie	2,23%
Shell	Niederlande	Energie	2,88%
Sika	Schweiz	Grundstoffe	2,38%
Straumann	Schweiz	Gesundheit	2,03%
Swatch Group I	Schweiz	Zyklischer Konsum	2,14%
Temenos	Schweiz	IT	2,11%
VAT	Schweiz	Industrie	3,81%
Zurich Insurance	Schweiz	Finanz	2,73%
Cash			8,12%

Quelle: Bank of America

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 X (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) Bryan Whalen (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. 9: zur Verfügung gestellt S. 8: Chris Goodney, Bloomberg S. 17-19: Karin Hofer, NZZ	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

Künstliche lebenserhaltende Massnahmen für die Börse

Nahezu die gesamte Kursavance des S&P 500 in diesem Jahr basiert auf einer kleinen Gruppe von Tech-Aktien, die vom Hype um künstliche Intelligenz profitieren. Das ist gefährlich. **Von Bill Smead**

In einer Szene des Films «Der Pate» versammeln sich die Oberhäupter der Mafiafamilien, um Frieden zu schliessen und die Lage zu beruhigen. Sie kommen überein, dass der Drogenhandel vorsichtig gehandhabt werden muss und dass die Familie Corleone ihre politische Macht nutzen wird, um das hochprofitable Geschäft mit den Rauschgiftsüchtigen im Grossraum New York zu sichern. Mit diesem Waffenstillstand erhalten die Geschäftsvereinbarungen der Mafiafamilien vorübergehend lebenserhaltende Massnahmen.

Man könnte daher beinahe darüber spekulieren, ob die Anführer der glorreichen Sieben – Alphabet, Apple, Meta, Microsoft, Amazon, Nvidia und Tesla – sich Ende 2022 nach dem schweren Rückschlag im Technologiesektor und im S&P 500 ebenfalls zusammengesetzt haben. Ihnen dürfte kaum gefallen haben, was an der Börse vor sich ging, und sie wollten die Dinge in Ordnung bringen. Daher kamen sie überein, eine neue Basis für ihre Popularität zu schaffen. Sie sollte darauf beruhen, Unternehmen und Investoren für künstliche Intelligenz (KI) zu begeistern. Also vereinbarten sie unter sich, was jeder von ihnen tun sollte, um vom Aufkommen der Technologie zu profitieren. Daher der Anstieg der Google-Suchanfragen nach ChatGPT!

IBM war bei diesem Treffen offenbar nicht dabei. Das Unternehmen wirbt mit seinem Computerprogramm Watson für sein Know-how im Bereich KI bereits, seit es damit 2011 bei der Quizshow Jeopardy antrat. Doch warum hat die jüngste Welle des Interesses an KI die Aktien der glorreichen Sieben beflügelt, während frühere Vorreiter in der Nutzung der Technologie wie IBM abgehängt wurden?

«KI ist nicht neu. Viele Firmen haben in den letzten zehn Jahren daran gearbeitet»

Aus unserer Perspektive bei Smead Capital Management scheint diese ganze Sache sehr undurchsichtig zu sein. Erstens ist KI nicht neu. Viele Unternehmen haben in den vergangenen zehn Jahren daran gearbeitet und KI eingesetzt. Zweitens sind die Zinsen jüngst erheblich gestiegen, was den zukünftigen Ertrag aus «aufregenden» Technologien weniger wertvoll macht, wenn man ihn auf die Gegenwart abdiskontiert.

Drittens ist diese Gruppe von Unternehmen für ihre mangelnde Transparenz bekannt (fragen Sie einfach das US-Justizministerium). Und schliesslich waren die glorreichen Sieben der einzige Treiber, der die Rally des S&P 500 in diesem Jahr am Leben hielt (vgl. Tabelle). Der Erfolg dieser kleinen Gruppe von Aktien hat das enorme Kapital, das passiv im Index investiert ist, bislang geschützt und verhindert, dass es die Flucht ergreift.

Im Film «Der Pate» hielt der Frieden nicht lange. Michael Corleone trat die Nachfolge seines Vaters an und ermordete die Anführer der anderen Mafiafamilien im Raum New York. Der Waffenstillstand war nur eine vorübergehende lebenserhaltende Massnahme. Der Hype um KI sieht für uns wie eine lebenserhaltende Massnahme für Technologieaktien und für den S&P 500 aus. Wenn sich die IT-Giganten gegeneinander wenden, was sie laut ihren letzten Quartalsberichten bereits tun, wird es dann nicht zu einem Blutbad kommen? Was geschieht, wenn den sieben Aktien, die passive Anlagestrategien auf den S&P 500 bislang gestützt haben, das Gleiche widerfährt, was allen populären Aktien in der Vergangenheit passiert ist? Wie immer gilt daher: Vermeiden Sie Fehlverhalten an den Börsen.



Bill Smead

Bill Smead ist Gründer und CIO der auf amerikanische Value-Aktien fokussierten Anlagegesellschaft Smead Capital Management. Der Branchenveteran startete das Unternehmen mit heutigem Sitz in Phoenix 2007. Zum Führungsduo gehört auch sein Sohn Cole. Smead begann seine berufliche Karriere nach einem Wirtschaftsstudium 1980 beim Broker Drexel Burnham Lambert. Weitere Stationen waren Oppenheimer & Co., Smith Barney und Wachovia Securities.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/y431



Der S&P 500 notiert nur dank der glorreichen Sieben klar im Plus

Tabelle: themarket.ch – Quelle: @jessefelder, Smead Capital Management

Jahr	Anteil der 10 grössten Firmen an der S&P-500-Performance in positiven Aktienjahren		Kursveränderung des S&P 500
2023	96,5%		11,7%
2007	78,7%		3,5%
2020	58,9%		16,3%
1999	54,5%		19,5%
2021	45,0%		26,9%
1998	36,8%		26,7%
1996	33,9%		20,3%
2017	33,3%		19,4%
2019	32,8%		28,9%
1991	28,6%		26,3%
2006	27,6%		13,6%
2016	26,6%		9,5%
2003	23,6%		26,4%
1995	22,3%		34,1%
2014	22,2%		11,4%
2004	21,1%		9,0%
2005	20,5%		3,0%
2010	19,6%		12,8%
2012	19,2%		13,4%
1997	19,1%		31,0%
2013	17,6%		29,6%
2009	15,5%		23,5%
1992	14,9%		4,5%
1993	12,2%		7,1%

Die Performance für 2023 ist per Ende Oktober berechnet.

Quelle: S&P / BlackRock



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



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.**