

the market

NZZ

Unabhängige Analyse und Meinung
für bessere Entscheidungen an den Finanzmärkten



themarket.ch

Anlegen

mit System

Die Weltwirtschaft zeigt Anzeichen der Erholung, die Inflation bleibt hartnäckiger als erhofft, und die Erwartung an schnell sinkende Zinsen schwindet. The Market zeigt, wie Anlegerinnen und Anleger erfolgreich für die lange Frist investieren können.

Seite 4: Investieren über den Konjunkturzyklus

Seite 6: Wie man Satelliten fliegen lässt

Seite 8: Jens Ehrhardt:

«Hausen enden erst in wirklicher Euphorie
– und die haben wir noch nicht gesehen»

Seite 10: Mit Faktorstrategien auf Substanz, Wachstum oder Dividenden setzen

Seite 12: Bitcoin hat einen Platz im Portfolio verdient

Seite 14: «Red Flags»: zehn Warnsignale, auf die man bei Investments achten sollte

+++ Seite 2: Wer ein Vermögen aufbauen will, sollte die Emotionen kontrollieren Seite 17: Ronald-Peter Stöferle: «Das Beste für Gold kommt noch» Seite 20: Die attraktivsten Schweizer Dividendenaktien Seite 22: Der Weg zur ersten Million an der Börse Seite 29: Das Best Ideas Portfolio von The Market +++

MEINUNG

Wer ein Vermögen aufbauen will, sollte die Emotionen kontrollieren

Langfristig erfolgreich anlegen ist nicht schwer, solange man einige Regeln befolgt. Die wichtigste Erkenntnis: Mit einer klaren Strategie und ohne grosses Zutun geht es oft am besten – auch wenn das Nerven kostet. **Von Gabriella Hunter**

Kribbelt es bei Ihnen schon angesichts der neuen Börsenrekorde? Ärgern Sie sich, dass Sie die Nvidia-Aktie noch Anfang 2022 verkauft haben – und für den Wiedereinstieg scheinbar nie der richtige Zeitpunkt gekommen ist? Liegen irgendwo in Ihrem Depot auch noch ein paar Titel von Meyer Burger? Dann geht es Ihnen wohl wie vielen.

Der härteste Gegner jedes Investors, jeder Anlegerin ist er oder sie selbst.

Doch die gute Nachricht: Es gibt Rezepte dagegen.

Das Pendel der Psychologie

In der Theorie könnte Anlegen so einfach sein. Volkswirtschaften, Sektoren und Unternehmen unterliegen Zyklen, sie sind geprägt von der Boomphase, der Rezession, der Depression und der Erholung. Nun schauen die Finanzmärkte in der Regel nach vorn und antizipieren bereits, was in den nächsten Monaten passieren wird. Wer also eine Überrendite erzielen will, muss nur die Zukunft besser voraussagen können als der Rest des Marktes. Doch das ist praktisch ein Ding der Unmöglichkeit. Und was die Sache mit dem Investieren noch schwieriger macht: An der Börse werden die Ausschläge oft beschleunigt. «Boom or Bust» – Aufstieg bis zur Euphorie oder Abstieg bis zur Depression. An den Finanzmärkten scheint es, überspitzt formuliert, nur diese zwei Zustände zu geben.

«An den Polen dominiert Gier einerseits und Angst andererseits»

Der legendäre US-Investor Howard Marks nennt die Ursache dieses Phänomens «The Pendulum of Psychology» – anders als Konjunktur- und Gewinnzyklen folge die Psyche des Menschen nicht einem wellenförmigen Zyklus, sondern viel eher einem Pendel, das ausschlägt. Die Finanzmärkte, so Marks, aggregieren und imitieren diese Bewegung. Sie feiern positive Entwicklungen und beschäftigen sich beinahe zwanghaft mit den negativen, sie schwingen von über- zu unterbewertet. An den beiden Polen dominieren Gier und übermässiger Optimismus einerseits, Angst und übertriebener Pessimismus andererseits. Und diese Zustände bedingen sich jeweils gegenseitig.

Das Wissen um diesen psychologischen Effekt und das resultierende Verhalten können sich versierte Anlegerinnen und Investoren direkt zunutze machen. So etwa mit einer Momentumstrategie: Dabei wird auf die bisherigen Gewinneraktien gesetzt. Tatsächlich haben Studien gezeigt, dass das Vorgehen eine Überrendite bringen kann. Auch bei anderen sogenannten Faktorstrategien wird ein Portfolio systematisch nach einem oder mehreren Anlagekriterien ausgerichtet (vgl. Seiten 10 und 11). Diesen quantitativen Ansätzen ist gemein, dass sie sich an den Entwicklungen von Konjunktur und Börse orientieren. Das ist zum einen schwierig, weil es bedingt, die Situation richtig zu lesen, mögliche künftige Bewegungen daraus abzuleiten und auch



noch richtig zu handeln. Zum anderen bedarf es eines teilweise aktiven Investitionsstils.

Aus dem Verhalten der Finanzmärkte und den Entwicklungen der vergangenen Jahrzehnte lassen sich aber auch noch zwei weitere Schlüsse ziehen: Jeder Trend kehrt irgendwann, und über die Zyklen hinweg dürften insbesondere Aktien einer langfristigen Entwicklung nach oben folgen.

Der Plan gegen die Emotionen

Nun hat das Auf und Ab an der Börse für viele seinen Reiz. Gerne werden Erfolgsgeschichten vom Treffen des richtigen Zeitpunkts bei Kauf und Verkauf erzählt. Vielleicht haben Sie ein Vermögen mit Nvidia gemacht, und in Ihrem Depotkeller liegen keine Meyer-Burger-Leichen. Kurz: Schlechte Trades und miserables Timing sind Ihnen fremd. Für alle anderen könnten die folgenden Rezepte im Kampf mit sich selbst helfen. Das Wichtigste dabei: Es reicht nicht, die Psychologie des Marktes zu verstehen, die Emotionen sollten möglichst ganz draussen bleiben. Lassen Sie sich nicht leiten von den beschriebenen Bewegungen an den Finanzmärkten, sondern konzentrieren Sie sich auf das, was sich beeinflussen lässt. Und das ist gar nicht mal so viel.

Wer langfristig an den Finanzmärkten Vermögen aufbauen will, sollte sich als Erstes von dem Gedanken verabschieden, den Markt timen zu können (vgl. Seite 22). Wer das verinnerlicht und entsprechend handelt, entwickelt die notwendige Geduld und das Vertrauen, schwierige Börsenphasen überstehen zu können. Am Anfang steht die Anlagestrategie. Laut dem Finanzberater VZ Vermögenszentrum ist ein klar definierter Plan entscheidend für den langfristigen Anlageerfolg: 70 bis 80% der durchschnittlichen Performance eines Portfolios gehen gemäss VZ darauf zurück, eine Strategie zu haben – und ihr auch konsequent zu folgen.

Ob eine Strategie passt oder nicht, hängt von der individuellen Risikotoleranz und der Renditevorstellung ab: Faktoren wie der Anlagehorizont, das Anlageziel, die Liquiditätsbedürfnisse und die Nervenstärke bei Rückschlägen bilden die Grundlage für die darauf aufbauende persönliche Allokation. Ist der Rahmen gesetzt, muss die Strategie durchgezogen werden. Kurzfristiges Handeln an der Börse führt in der Regel zu Mehrkosten, die nicht kompensiert werden können.

Zur Anlagedisziplin gehört, dabeizubleiben, selbst wenn es an den Finanzmärkten rum-

pelt. Genauso wichtig ist auch, mit einer vorab definierten Regelmässigkeit so viel zu investieren, wie eine nachhaltige Budgetplanung zulässt – und dies möglichst unabhängig von der persönlichen Stimmung und der Situation an den Finanzmärkten. Dafür eignet sich zum Beispiel ein automatisierter Dauerauftrag, damit die entsprechenden Wertschriften periodisch gekauft werden.

«Zur Disziplin gehört auch, dabeizubleiben, wenn es an den Märkten mal rumpelt»

Ein diversifiziertes Portfolio besteht in der Regel aus verschiedenen Anlageklassen, klassischen wie Aktien und Anleihen, aber auch alternativen wie Immobilien, Edelmetallen und zunehmend Kryptowährungen (vgl. Seite 12). Je nach Anlegerprofil in unterschiedlicher Gewichtung. Die vergangenen hundert Jahre zeigen aber: Es führt kein Weg an Aktien vorbei, um sein Geld langfristig – angesichts der Teuerung – nicht nur zu erhalten, sondern auch signifikant zu vermehren.

Am einfachsten und günstigsten lässt sich das Portfolio mit ETF auf Aktienindizes, Anleihen und Edelmetalle zusammenstellen, das machen wir uns in der The Market Asset Allocation zunutze (vgl. Seite 26). Wer nicht nur passiv über ETF anlegen will, kann etwa im Aktienteil des Portfolios auf eine sogenannte Core-Satellite-Strategie zurückgreifen (vgl. Seite 6). Dabei werden aktive und passive Elemente kombiniert: Den Kern der Konstruktion bildet ein möglichst weit gefasster kotierter Indexfonds, etwa auf den Weltaktienmarkt. Mit Satelliten lassen sich individuelle Gewichtungen mit Blick auf Länder oder Regionen, Branchen und Themen setzen.

Mit ETF-Sparplänen zum Erfolg

Anders als etwa in Deutschland sind in der Schweiz günstige ETF-Sparpläne leider (noch) kaum ein Thema. Dabei könnten solche passiven Instrumente eine automatisierte und einfache Alternative zum Sparen auf dem Bankkonto bieten. Bis zum Einzahlungsmaximum von rund 7000 Fr. im Jahr ist hierzulande die Säule 3a für viele die beste Anlage. Dies umso mehr, als günstige Online-Anbieter mit lukrativen Aktienlösungen die traditionellen Akteure wie Banken und Versicherer unter Druck setzen. Neben dem Effekt, dass die Ein-

In Kürze:

- Anleger können den Markt nicht timen
- Eine Strategie mit Aktien legt Basis für Erfolg
- Daueraufträge sorgen für Selbstdisziplin

zahlungen bei der Versteuerung vom Einkommen abgezogen werden können, haben 3a-Produkte noch einen gewichtigen Vorteil: Einmal eingezahlt, kann das Geld nur unter strengen Bedingungen vor dem Pensionsalter bezogen werden. Die nötige Ausdauer beim Anlegen wird einem damit aufgezwungen.

Ob beim freien Anlegen, passiv oder aktiv, oder bei einem 3a-Wertschriftenprodukt, die Kosten sollten immer im Fokus sein. Hohe Gebühren, die sich in der Regel als Prozentsatz des investierten Gesamtvermögens berechnen, fressen über die Jahre Rendite weg, indem sie den Zinseszinsseffekt schmälern.

Spassbefreit muss Anlegen aber nicht sein. Wenn das Budget es zulässt, kann ein kleiner Teil für Spielereien reserviert werden. Neben Nvidia und Meyer Burger haben so ein Basket mit Wasserstoffaktien oder Bitcoin im Portfolio Platz. Auch hier empfiehlt es sich, den Anteil für solche taktischen Manöver als Teil der Anlagestrategie bewusst zu definieren. Und gänzlich vor Frust an den Finanzmärkten schützt das beste Rezept zugegebenermassen nicht. Steigen die Kurse einzelner Anlagen, bleibt immer das Gefühl, etwas zu verpassen. Doch gerade dann, wenn das Kribbeln angesichts der neuen Rekorde am grössten ist, ist es am wichtigsten, sich an den Anlage- und Einzahlungsplan zu halten. Der nächste Absturz kommt bestimmt.



Gabriella Hunter

Chefredaktorin von The Market. In ihrer Rolle leitet sie die neunköpfige Redaktion und verantwortet die Themensetzung sowie die inhaltliche Ausrichtung.

Kontakt: gabriella.hunter@themarket.ch

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/z13



Anleihenlösungen von einem Weltmarktführer.



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

Mit über 498 Milliarden US-Dollar verwaltetem Anleihenvermögen ist Capital Group einer der grössten aktiven Anleihenmanager der Welt.¹ Der Grund für diesen Erfolg? Unser unverwechselbarer Investmentansatz.

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

So können sie mehr aus Anleihen machen.

NUR FÜR PROFESSIONELLE/QUALIFIZIERTE INVESTOREN

Werbematerial

Stand aller Daten 31. Dezember 2023. Quelle: Capital Group (falls nicht anders angegeben). Verwaltetes Vermögen von Capital Fixed Income Investors.

¹ Quelle: Morningstar

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

Dieses von Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, herausgegebene Dokument dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist ein Tochterunternehmen von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). © 2024 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten.

ANALYSE

Investieren über den Konjunkturzyklus

Die Kombination aus Wachstum und Inflation definiert den Konjunkturzyklus und damit den Anlageerfolg. Wie können sich Anleger orientieren, und wo stehen die Börsen heute? **Von Gregor Mast**

Die Anzeichen einer weltweiten Konjunkturerholung mehren sich. Weil gleichzeitig die Inflation gesunken ist, erwartet Chen Zhao von der kanadischen Research-Boutique Alpine Macro für den Rest des Jahres eine «disinflationäre Wachstumsbeschleunigung», ähnlich wie in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre. Wie damals, als sich die Technologieblase auflöste, schliesst Zhao einen weiteren Aufwärtsschub bei IT-Aktien nicht aus.

Allerdings ist der Höhenflug des Technologiesektors Anfang März ins Stocken geraten. Dafür sind seither Titel aus den Sektoren Energie und Grundstoffe gefragt, um die Anleger 2023 einen grossen Bogen machten. Sich zaghaft erholende Konjunkturindikatoren, etwa die Einkaufsmanagerindizes, rund um den Globus sowie die Spannungen im Nahen Osten beflügelten den Ölpreis. Weil sich auch andere Rohstoffe wie Kupfer erholen, scheint es, als ob Anleger beginnen, sich auf ein Szenario mit stärkerem Wachstum und höherer Inflation einzustellen.

«Es scheint so, als ob Anleger beginnen, sich auf ein neues Szenario einzustellen»

Keht also tatsächlich das an den Finanzmärkten auch als Goldilocks bezeichnete Szenario mit moderatem Wachstum, sinkender Inflation und lockerer Geldpolitik zurück, das die Jahre seit der Finanzkrise geprägt und für eine markante Höherbewertung der Aktienmärkte gesorgt hat? Oder droht eine Wiederholung von 2022, als die Konjunktur überhitzte, sich die Inflation beschleunigte und die Notenbanken die Zügel straffen mussten?

Oder anders gefragt: Wo stehen wir im Konjunkturzyklus, wohin bewegt sich das Wachstum, und wie entwickelt sich die Inflation?

Was die Börsen treibt

Die Antwort auf die letzten beiden Fragen ist zentral für den Anlageerfolg, weil je nach Kombination der beiden Faktoren andere Anlageklassen, Sektoren und Segmente gefragt sind. Zur Veranschaulichung soll die «Investment Clock» dienen, die die Strategen der damaligen US-Investmentbank Merrill Lynch zu Beginn der Nullerjahre entwickelt haben. Sie teilt den Konjunkturzyklus in die vier Phasen Erholung, Überhitzung, Stagflation und Reflation ein (vgl. Grafik 1). Das Modell wurde adaptiert, und die Phasen wurden teilweise umbenannt. Oft ist auch die Rede von Erholung, Aufschwung, Überhitzung oder Verlangsamung und Abschwung oder Rezession. Vier Phasen sind es, weil die Inflation (gestrichelte Linie in der Grafik) dem Wachstum (violett) mit Verzögerung folgt.

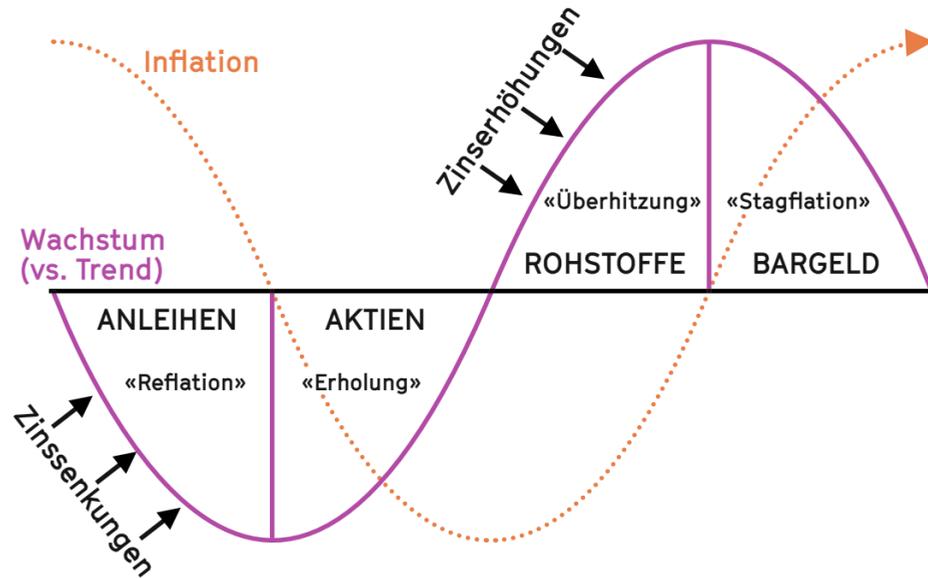
In der Erholung, die an den Abschwung anschliesst, sind die Kapazitäten der Wirtschaft noch nicht voll ausgelastet, und die Arbeitslosigkeit ist hoch, das Wachstum drückt die Inflation also noch nicht nach oben. Die Margen der Unternehmen schiessen hoch, die Unternehmensgewinne beginnen zu steigen. Wegen der verhaltenen Teuerung sehen sich die Notenbanken nicht veranlasst, die Geldpolitik zu straffen. Aktien legen kräftig zu.

Da die Kurse schneller steigen als die Unternehmensgewinne, zieht vor allem die Bewertung an, was anfänglich unproblematisch ist,

1) Theoretischer Wirtschaftskreislauf – Produktionslücke und Inflation

Die horizontale Linie stellt den «nachhaltigen Wachstumspfad» dar. Die Inflation hinkt dem Wachstum hinterher und steigt erst, wenn die Kapazitätsreserven ausgeschöpft sind.

Grafik: themarket.ch, Merrill Lynch – Quelle: Merrill Lynch Global Asset Allocation Team



In Kürze:

- Wachstum und Inflation sind Treiber der Börse
- Je nach Phase im Zyklus sind andere Anlagen gefragt
- Das Modell gibt wichtige Anhaltspunkte

Potenzial, was die Inflation hoch hält. Die Notenbanken müssen mit Zinssenkungen zuwarten. Die Kombination aus nachlassendem Wachstum, hoher Inflation und restriktiver Geldpolitik gefällt Aktienanlegern nicht, weil sie auf Margen und Bewertung drückt. Die bevorzugte Anlageklasse in dieser Phase ist Cash, das nicht nur gegen einen Börsen einbruch schützt, sondern auch wegen der höheren Geldmarktzinsen gefragt ist.

Es ist das Umfeld, das die Märkte 2022 in Atem hielt. Weil Aktien und Bonds im Zuge der unerwartet heftigen Zinserhöhungen durch die US-Notenbank Fed einbrachen, verlor das gemischte Portfolio aus 60% Aktien und 40% Anleihen in Dollar fast 20%. Es war der grösste Verlust seit der Finanzkrise und der zweitgrösste Einbruch seit Mitte der Achtzigerjahre. Ist die Inflation hoch, dürfte die Korrelation zwischen Aktien und Bonds positiv bleiben und den Diversifikationseffekt der beiden Hauptanlageklassen zunichtemachen. Innerhalb des Aktienuniversums schlagen sich wenig konjunkturabhängige Branchen wie Gesundheit, Nahrungsmittel und Versorger am besten. Ihr defensives Geschäft mildert das Abwärtsrisiko und sorgt dafür, dass sie besser abschneiden als die marktbreiten Indizes. Bonds sind wegen der hohen Inflation noch nicht gefragt.

Das ändert sich in der Rezession, in der Wachstum und Inflation sinken. Regierungen und Notenbanken versuchen, die Wirtschaft mit Stimulierungsmassnahmen und Zinssenkungen anzukurbeln. Davon profitieren Staats- und qualitativ hochwertige Unternehmensanleihen mit langer Laufzeit anfänglich am meisten. Innerhalb der Aktienquote sind es weiter defensive Sektoren, die auch dank staatlicher Dividenden am besten abschneiden. Dazu gesellen sich frühzyklische Werte und Titel aus dem Technologiesektor, die bereits die kommende Erholung einpreisen.

Wo stehen die Märkte heute?

Wo stehen die Märkte gegenwärtig? Keht die Wirtschaft wie bis vor kurzem erhofft in die Goldilocks-Zeit der Zehnerjahre zurück, oder droht doch eine Überhitzung, weil die Konjunktur anzieht, obwohl der Arbeitsmarkt noch angespannt ist? Oder wird die von Experten einst erwartete Rezession doch noch zum Thema? Zur Beantwortung der Frage können die Surprise Indices von Citigroup herangezogen werden, die die publizierten Zahlen mit den Erwartungen vergleichen. Der Indikator für das Wachstum bewegt sich sowohl für die Industrie- als auch die Schwellenländer schon seit Monaten im positiven Bereich, die Wirtschaft wächst also stärker als von den Ökonomen erwartet (vgl. Grafik 3).

Seit Januar 2024 liegt aber in den USA auch der Inflation Surprise Index über der Nulllinie, die Teuerung fällt höher aus als erwartet (vgl. Grafik 4). Setzt sich dieser Trend fort, dürfte sich das Überhitzungsszenario durch-

2) Sektorperformance über den Konjunkturzyklus

Kursentwicklung im Vergleich zum gleichgewichteten S&P 500 Grafik: themarket.ch – Quelle: Bank of America

	Phase 1 Erholung	Phase 2 Überhitzung	Phase 3 Stagflation	Phase 4 Reflation
Kommunikationsdienste	-13,4%	-10,9%	-0,9%	4,2%
Basiskonsum	-4,8%	-10,4%	13,5%	3,3%
Zyklischer Konsum	3,1%	2,2%	0,1%	6,9%
Energie	5,3%	3,7%	-6,6%	-10,6%
Finanzen	15,0%	0,2%	0,4%	-7,3%
Gesundheit	-6,2%	-3,7%	17,0%	4,6%
Industrie	5,4%	3,3%	3,8%	-4,6%
IT	0,4%	10,8%	-0,4%	7,9%
Grundstoffe	10,8%	-3,1%	-6,1%	-3,1%
Immobilien	1,7%	-4,4%	4,5%	-8,7%
Versorger	-13,0%	-15,0%	12,9%	-8,2%

weil die Börsen nach dem rezessionsbedingten Ausverkauf im Normalfall günstig bewertet sind. Gesucht sind auch Junk Bonds, also Unternehmensanleihen von qualitativ minderwertigen Schuldner, deren Aussichten sich dank des Aufschwungs verbessern. Die hohen Kreditrisikoprämien schrumpfen und sorgen dafür, dass Hochverzinsliche besser abschneiden als Staatsanleihen und qualitativ hochwertige Corporate Bonds. Das ist das Umfeld, das in den Jahren nach der Finanzkrise bis zum Ausbruch der Covid-Pandemie geherrscht hatte. Besonders beliebt sind in dieser Phase zinsensensitive Werte wie Technologie und Finanz sowie frühzyklische Branchen wie zyklischer Konsum (vgl. Grafik 2). Fassen die Leute Zuversicht, leisten sie sich, unterstützt durch niedrige Zinsen, wieder grössere Anschaffungen, auf die sie während des Abschwungs verzichtet haben.

Mit Ausbruch der Covid-Pandemie und den damit zusammenhängenden präzedenzlosen geld- und fiskalpolitischen Massnahmen begann die Phase der Überhitzung. Die Kapazitäten waren wegen der Lockdowns überlastet, der Arbeitsmarkt war plötzlich leergefegt, die Inflation zog kräftig an. Die Notenbanken begannen, mit massiven Zinserhöhungen gegenzusteuern. Die beste Anlageklasse in dieser Phase sind Rohstoffe, deren anziehende Preise zum Inflationsanstieg beitragen. Innerhalb des Aktienuniversums werden

Rohstoffwerte zur ersten Wahl. Auch Industrietitel halten sich gut, weil die Kapazitäten ausgelastet sind und Unternehmen in die Ausweitung ihrer Produktion investieren.

«Anziehende Kapitalinvestitionen dürften die Industrie weiter beflügeln»

Im derzeitigen Zyklus werden diese Investitionen durch weitere Faktoren wie die Neugestaltung der Lieferketten, die Energiewende oder die Aufrüstung gestärkt, oft versehen mit Subventionen und staatlichen Garantien. Der Wirtschaftshistoriker Russell Napier sagte deshalb schon 2022 einen beispiellosen Investitionsboom voraus. Erst kürzlich hat der Marktbeobachter Alfons Cortés bestätigt, dass das von Napier formulierte Narrativ der anziehenden Kapitalinvestitionen auch heute noch gültig ist. Es dürfte den Industriesektor damit noch eine Weile beflügeln.

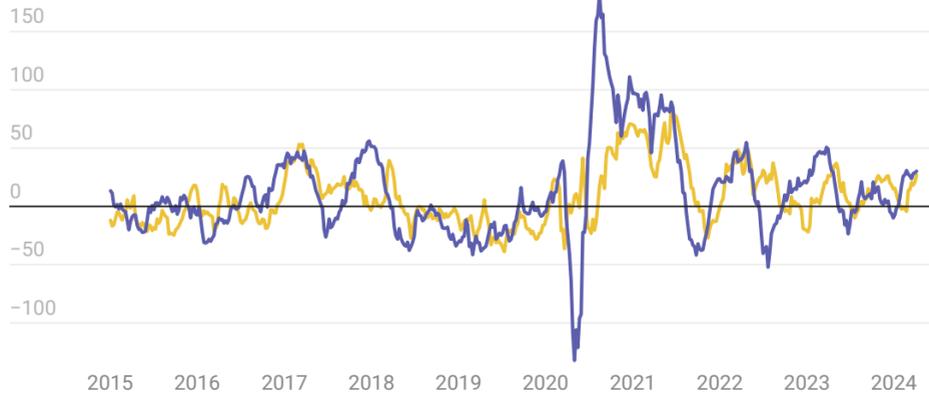
In der Stagflationsphase beginnen die Zinserhöhungen zu wirken. Das Wachstum verlangsamt sich, bewegt sich aber auch wegen des angespannten Arbeitsmarktes über

3) Wachstum fällt besser aus als erwartet

Citigroup Economic Surprise Index

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg

— Industrieländer — Schwellenländer



setzen. Einen Anhaltspunkt liefert auch die relative Performance von Technologie- und Energieaktien. Seit 1990 kam es zu drei rund zehnjährigen Perioden, in denen der eine oder der andere Sektor die Oberhand hatte.

«Derzeit stehen die Chancen gut, dass der Rohstoffzyklus länger dauert»

Wachstum und moderate Inflation prägten die Neunzigerjahre, und Technologieaktien hatten die Nase vorn. In den Nullerjahren war es umgekehrt – Rohstoffpreise boomten, Inflationsängste kamen auf, Energieaktien liessen IT-Werte hinter sich. Die Zehnerjahre waren geprägt vom Goldilocks-Szenario mit Vorteil für die IT-Industrie. Im Nachgang der

Pandemie mit dem sprunghaft steigenden Ölpreis und der anziehenden Inflation machte es den Anschein, als ob sich das Blatt zugunsten der Energieaktien wenden würde. 2023 stockte die Erholung, das Thema künstliche Intelligenz verlieh Tech-Titeln neuen Schub. Seit Anfang März 2024 spricht die relative Performance wieder für den Energiesektor.

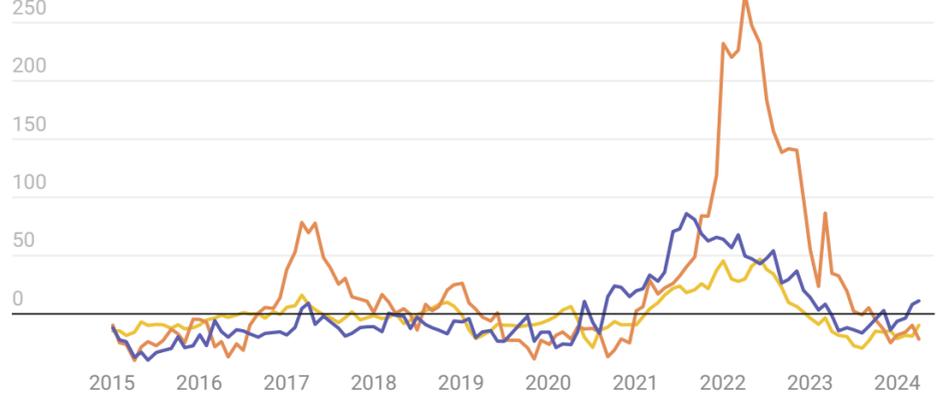
Die «Investment Clock» ist nicht perfekt. Dauerte der Konjunkturzyklus bis zur Finanzkrise rund vier Jahre, sind die Zyklen seither viel länger, was der jahrelangen Niedrigzinspolitik der Notenbanken geschuldet sein dürfte. Auch die beispiellosen geld- und fiskalpolitischen Massnahmen während der Covid-Krise haben den Zyklus beeinflusst, indem sie eine Rezession verhindert haben. Das erklärt, warum die Börsen vergangenes Jahr direkt vom Überhitzungs- in das Reflationsszenario gesprungen sind. Dazu kommt, dass sich an den Märkten Narrative bilden, die den Zyklus verlängern und zur Bildung von Blasen führen können.

4) In den USA übertrifft die Inflation die Erwartungen seit kurzem

Citigroup Inflation Surprise Index

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg

— USA — Europa — Schwellenländer



Derzeit stehen die Chancen gut, dass der Rohstoffzyklus länger dauert, weil Ölförderer und Bergbauunternehmen während Jahren kaum in die Erkundung und die Erschliessung neuer Rohstoffvorkommen investiert haben, die Nachfrage jedoch zunehmen dürfte. Auch Bonds respektive die Renditen von Staatsanleihen folgen langen Zyklen. Der gesamte Zyklus von einem Höchst respektive Tiefst zum nächsten dauert rund sechzig Jahre. Es ist gut möglich, dass die Renditen zehnjähriger US-Treasuries im nächsten Abschwing nicht auf die Werte von 2020 zurückfallen und im nächsten Aufschwung über das letzte Höchst bei 5% steigen.

Sektoren ändern sich

Nicht zuletzt ändert sich von Zeit zu Zeit die Sektorzusammensetzung an den Börsen. So bestand der Telecomsektor lange Zeit nur aus Telefongesellschaften und war damit der Inbegriff einer wenig konjunkturabhängigen, kaum wachsenden Branche. 2018 wurden

diese Namen vom Indexanbieter MSCI in den neu geschaffenen Sektor Kommunikationsdienste überführt, in den auch Internetunternehmen wie Alphabet (Google) und Meta Platforms (Facebook) aufgenommen wurden, die ganz andere Treiber haben.

Trotz der Mängel lohnt es sich, die «Investment Clock» im Hinterkopf zu behalten. Sie hilft, das Zusammenspiel zwischen Wachstum und Inflation zu verstehen und sich entsprechend zu positionieren. Die grundsätzlichen Erkenntnisse gelten weiterhin, auch wenn die Zyklen länger geworden sind und sich teilweise überlappen. Denn das wellenförmige Auf und Ab wird uns erhalten bleiben – auf welchem Niveau auch immer.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/z15



PUBLIREPORTAGE

Haben Qualitätsaktien ihre Sonderstellung wirklich verdient?

Die Aktien erstklassiger Unternehmen haben weltweit deutlich besser performt als andere Titel. Doch führen das derzeit makroökonomische Umfeld und der Boom der künstlichen Intelligenz nun zu einem Paradigmenwechsel?

Qualitätsaktien stammen von Unternehmen mit resilienten Geschäftsmodellen und nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen, welche langfristig hohe Eintrittsbarrieren aufweisen. Sie verzeichnen solides Wachstum, hohe Preissetzungsmacht, erstklassigen Markenwert, hohe Gewinnmargen, eine starke Bilanz und eine führende Marktposition.

Die Ausrichtung auf Qualität hat sich langfristig als erfolgreich erwiesen

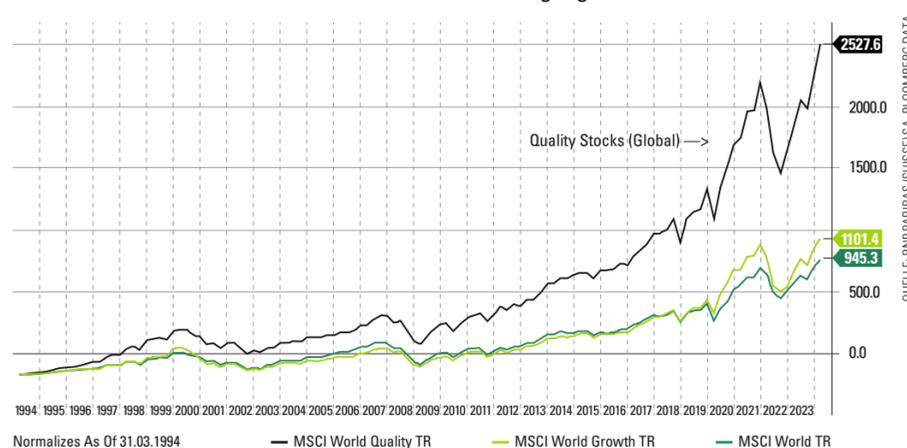
Die historische Performance verdeutlicht die Überlegenheit von Qualitätsaktien: Der MSCI World Quality Index übertraf den MSCI World Index im letzten Jahr um 14% und in den vergangenen 30 Jahren um erstaunliche 1500%.

Qualitätsaktien geniessen bei Anlegern grosse Beliebtheit. So zum Beispiel auch Teile der «Magnificent 7» (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Nvidia, Meta und Tesla) oder «GRANOLAS» (GSK, Roche, ASML, Nestle, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP und Sanofi). Einige dieser Unternehmen weisen heute eine Marktkapitalisierung von über 1 Billion Schweizer Franken auf und gehören damit zu den Schwerewichten in den globalen Aktienindizes.

Künstliche Intelligenz: Treibende Kraft der Innovation

Qualitätsunternehmen investieren stark in die Forschung und Entwicklung sowie in Marketing, um ihre Wettbewerbsvorteile durch technologischen Fortschritt und Markenimage zu festigen. Nachhaltige Investitionen in Künstliche Intelligenz (KI) beschleunigen das Wachstum zahlreicher Qualitätsunternehmen,

Historische Performance von Qualitätsaktien in den vergangenen 30 Jahren



MSCI World Quality versus US ISM Manufacturing PMI



darunter Hightech-Halbleiterhersteller, die beim Verkauf des erforderlichen Equipments für die KI-Wende führend sind. Etablierte Qualitätsunternehmen, wie beispielsweise Unternehmen aus dem Luxussegment, setzen KI gezielt für Marketingkampagnen, massgeschneiderte Dienstleistungen und E-Commerce ein.

Unsicherheiten begünstigen Qualitätsaktien

Höhere Inflationszahlen und die damit einhergehenden Zinserhöhungen, die Marktverwerfungen im Jahr 2022 sowie der Krieg in der Ukraine haben die Finanzmärkte erschüttert. Dies führte dazu, dass Anleger Investitionen in Qualitätsaktien bevorzugten. Deren Qualitätsattribute wie solide Bilanzen und hohe Gewinnmargen bieten Anlegern den gesuchten Schutz in stürmischen Zeiten.

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass Krisen oder Spannungen an den Märkten mit einer gewissen Regelmässigkeit auftreten – so korrigieren die Aktienmärkte im Durchschnitt 1.1 Mal pro Jahr um mehr als 10% oder mehr, wie die historischen Daten des S&P 500 Index seit 1928 belegen. Abschliessend lässt sich sagen, dass Qualitätsunternehmen insgesamt über eine einzigartige Ausgangslage verfügen, um im derzeitigen Marktumfeld zu bestehen, künftige Herausforderungen zu bewältigen und um langfristig erfolgreich zu sein.

Maxime Bonnet
Head of Advisory Solutions, Wealth Management,
BNP Paribas (Suisse) SA
Paul de La Baume
Investment Advisor, Wealth Management,
BNP Paribas (Suisse) SA

ANALYSE

Wie man Satelliten fliegen lässt

Aktiv oder passiv? Mit der Core-Satellite-Strategie lassen sich die beiden Ansätze in der Aktienausswahl kombinieren. The Market präsentiert vier konkrete Beispiele. **Von Mark Dittli**

Aktiv oder passiv? Soll man aktive Anlageentscheidungen fällen, oder soll man lieber passiv und kostengünstig via ein Indexprodukt investieren? Diese Frage stellt sich vielen Investoren in der Konstruktion eines Anlageportfolios. Doch die Antwort muss kein Entweder-oder sein. Die beiden Ansätze lassen sich mit der sogenannten Core-Satellite-Strategie verbinden, bei der ein fester, passiver Kern (Core) mit einer Reihe von kleineren Satelliten kombiniert wird, mit denen sich aktiv gefällte Gewichtungsentscheidungen umsetzen lassen.

Dazu einige Gedanken vorweg. Ein diversifiziertes Portfolio enthält in der Regel verschiedene Anlageklassen: Aktien, Obligationen, Immobilien, Edelmetalle und je nach Neigung auch Kryptowährungen (vgl. Seite 12). Die Definition jeder langfristig ausgerichteten Anlagestrategie beginnt mit einer Reihe von individuellen Fragestellungen: Wie lang ist mein Anlagehorizont? Welche laufenden Liquiditätsbedürfnisse habe ich? Wie steht es um meine Risikotoleranz? Wie grosse Preisschwankungen kann ich verkraften?

«Aktien liefern langfristig den grössten Beitrag zur Performance»

Je länger der Anlagehorizont, je grösser die Risikotoleranz und je geringer die Liquiditätsbedürfnisse, desto höher sollte die Aktienquote im Portfolio sein, da Aktien über lange Zeiträume betrachtet den grössten Beitrag zur Anlageperformance liefern.

Die Konstruktion beginnt mit dem passiven Kern, der aus einem kostengünstigen Indexfonds (Exchange Traded Fund, ETF) auf den möglichst breit definierten Weltaktienmarkt besteht. Doch damit beginnt bereits die erste Schwierigkeit: Was bedeutet Welt? ETF auf den MSCI World Index beispielsweise enthal-

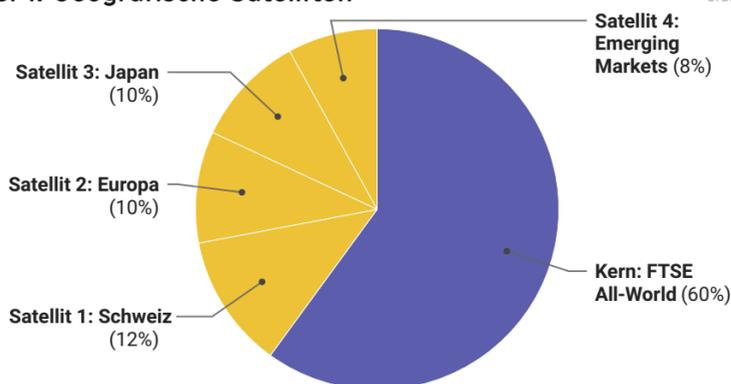
ten nur Industrieländer, jedoch keine Schwellenländer wie China, Indien, Taiwan oder Korea. Wer auf diese nicht verzichten will, sollte für den Kern einen ETF auf den FTSE All World oder den MSCI All Country World Index (ACWI) kaufen. Zum Beispiel:

- Vanguard FTSE All-World UCITS ETF (Acc)
ISIN: IE00BK5BQT80, TER: 0,22%
- Invesco FTSE All-World UCITS ETF (Acc)
ISIN: IE000716YHJ7, TER: 0,15%
- iShares MSCI ACWI UCITS ETF (Acc)
ISIN: IE00B6R52259, TER: 0,2%

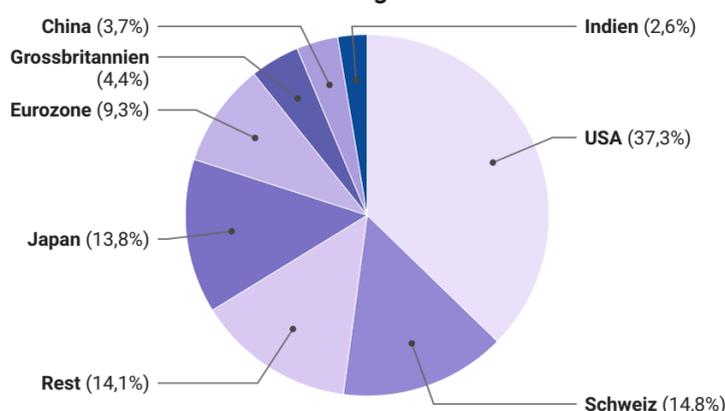
Die Grösse des Kerns kann je nach individueller Präferenz variieren. Typischerweise werden zwischen 60 und 90% des Portfolios als Kern konstruiert, während die restlichen 10 bis 40% auf aktiv verwaltete Satelliten entfallen. Wer überzeugt ist, dass die Finanzmärkte vollkommen effizient sind und es unmöglich ist, den Gesamtmarkt konsistent über einen längeren Zeitraum zu schlagen, kann wählen, gänzlich auf Satelliten zu verzichten und sein Aktienportfolio zu 100% auf den Weltindex auszurichten. Allerdings muss berücksichtigt werden, dass auch Weltindizes Klumpenrisiken enthalten. Sowohl der FTSE All-World als auch der ACWI bestehen zu gut 60% aus amerikanischen Aktien, und beide werden von Tech-Werten wie Microsoft, Apple oder Nvidia dominiert. Apple allein beispielsweise bringt in den Indizes mit 4% mehr Gewicht auf die Waage als alle Aktien aus Grossbritannien zusammen. Das war in den vergangenen fünfzehn Jahren nie ein Problem, weil die Hausse an den Börsen von den USA angeführt wurde. Aber das muss nicht immer so bleiben. Sollte das Thema Technologie für mehrere Jahre aus der Gunst fallen – wie letztmals zwischen 2001 und 2009 –, dann werden die Weltindizes gebremst.

Mithilfe von Satelliten können aktive Gewichtungsentscheidungen gefällt und eine andere Portfoliostruktur erreicht werden. In der Auswahl der Satelliten sind kaum Grenzen gesetzt; mit ihnen lassen sich geografische, branchenspezifische und thematische Akzente setzen – bis hin zur Auswahl einzelner Aktien. The Market präsentiert vier Beispiele.

Beispiel 1: Geografische Satelliten



Gewicht nach Ländern/Regionen



In Kürze:

- Passiver Portfoliokern wird mit aktiv ausgewählten Satelliten verbunden
- Unbegrenzte Möglichkeiten
- Geografische oder sektorielle Akzente bieten sich an

Beispiel 1: Geografisch

Im FTSE All-World ist Japan gegenwärtig nur mit gut 6% gewichtet. Europa – Eurozone plus Grossbritannien, Schweiz, Dänemark, Norwegen, Schweden – kommt auf gut 12%. Alle Emerging Markets zusammen bringen weniger als 9% auf die Waage. Als Investor in der Schweiz möchte man zudem vielleicht einen grösseren Akzent auf den heimischen Aktienmarkt setzen.

Um die Gewichte besser auszutarieren, bietet sich damit beispielsweise folgende Core-Satellite-Variante an:

Kern (60%)

- Vanguard FTSE All-World UCITS ETF (Acc)
ISIN: IE00BK5BQT80, TER: 0,22%

Satellit 1: Schweiz (12%)

- UBS ETF SLI (Dis)
ISIN: CH0032912732, TER: 0,2%

Satellit 2: Europa (10%)

- Amundi Stoxx Europe 600 UCITS ETF (Acc)
ISIN: LU0908500753, TER: 0,07%

Satellit 3: Japan (10%)

- UBS ETF (LU) MSCI Japan UCITS ETF (Dis)
ISIN: LU0136240974, TER: 0,12%

Satellit 4: Emerging Markets (8%)

- iShares Core MSCI Emerging Markets IMI UCITS ETF (Acc)
ISIN: IE00BKM4GZ66, TER: 0,18%

Durch die Kombination dieser fünf ETF kann die Dominanz des US-Marktes etwas gebrochen – 37 statt 63% Gewicht – und können stattdessen andere Regionen höher gewichtet werden (vgl. Grafik unten links).

Wer im Bereich Emerging Markets aus politischen Überlegungen bewusst auf Anlagen in der Volksrepublik China verzichten und stattdessen Indien, Taiwan, Korea und Brasilien ein höheres Gewicht zumessen möchte, kann den iShares MSCI EM ex-China UCITS ETF (Acc) wählen (ISIN: IE00BMG6Z448).

Beispiel 2: Aktive Manager

In grossen, liquiden Märkten ist es für aktive Manager schwierig, den Gesamtmarkt konsistent zu schlagen. Aber es gibt durchaus Bereiche an den Börsen, in denen die Preisfindung weniger effizient ist. Dort kann es sinnvoll sein, nicht passiv zu investieren, sondern auf professionelle Fondsmanager und ihre Fähigkeit in der Aktienselektion zu setzen. Zu diesen Bereichen zählen beispielsweise Faktoren wie Value – die Identifikation günstig bewerteter Aktien – oder Size im Feld der kleinen und mittelgrossen Unternehmen (Small/Mid Caps). Aktive Strategien bieten sich auch im Bereich einzelner Schwellenländer wie Indien oder sogenannter Frontier-Volkswirtschaften wie Vietnam an.

Die riesige Zahl an verfügbaren, aktiv verwalteten Fonds macht die Auswahl zur Herausforderung. Über spezialisierte Anbieter wie Morningstar lassen sich Fonds nach verschiedenen Kriterien filtern. Eine Core-Satellite-Variante mit der Beimischung aktiver Strategien könnte so aussehen:

Kern (60%):

- Invesco FTSE All-World UCITS ETF (Acc)
ISIN: IE000716YHJ7, TER: 0,15%

Satellit 1: Global Value (10%), z. B.:

- Quantex Global Value Fund
ISIN: LI0042267281

Satellit 2: Emerging Markets (10%), z. B.:

- GQG Partners Emerging Markets Equity Fund CHF (Acc)
ISIN: IE00BDGVOM99

Satellit 3: Small/Mid Caps Schweiz (10%), z. B.

- zCapital Swiss Small & Mid Cap Fund
ISIN: CH0224756806
- IFS Swiss Small & Mid Cap Equity Fund
ISIN: CH0515155189
- Pictet Swiss Mid Small Cap Fund
ISIN: CH0037975858
- GAM Multistock Swiss Small & Mid Cap Equity Fund
ISIN: LU0099407073

Satellit 4: Global Quality (5%), z. B.

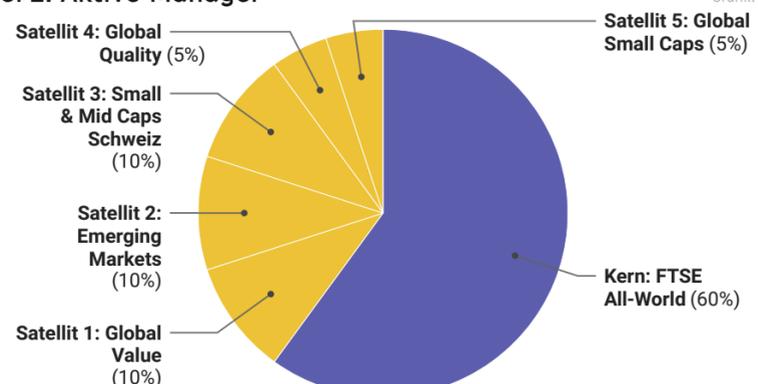
- arvy Equity Fund (CHF)
ISIN: LI1306144786
- Gané Global Equity Fund
ISIN: DE000A3DQ3A3

Satellit 5: Global Small Caps (5%), z. B.

- Goldman Sachs Global Small Cap CORE Fund
ISIN: LU0830626064

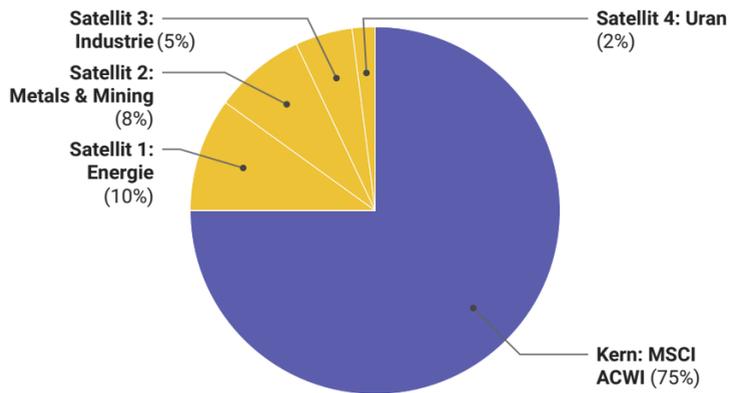
Die Namen der einzelnen Fonds dienen illustrativen Zwecken und stellen keine Empfehlung dar.

Beispiel 2: Aktive Manager



Beispiel 3: Hard-Assets-Sektoren

Grafik: themarket.ch



Beispiel 3: Hard Assets

Angenommen, Sie finden Gefallen an der These, dass die kommenden Jahre von einem weltweiten Boom in den Kapitalinvestitionen, von wiederholt aufkommendem Inflationsdruck sowie von latenter Knappheit an Rohstoffen in Bereichen wie Energie und Industriemetallen geprägt sein werden: In diesem Fall möchten Sie mit einem aktiven Entscheid eine höhere Gewichtung in Sektoren wie Energie und Industrie sowie in Branchen wie Rohstoffförderung (Metals & Mining, inkl. Goldminen) erreichen.

Im Weltindex – in diesem Beispiel gemessen am MSCI AC World – kommt der gesamte Energiesektor auf ein Gewicht von nur gut 4% (gleich viel wie Microsoft allein), der Sektor Materials (Grundstoffe), der die Branche Metals & Mining enthält, bringt ebenfalls 4% auf die Waage. Der Industriesektor kommt immerhin bereits auf gut 10% im Weltindex. Um die Hard Assets zu stärken und das Portfolio auf ein Umfeld mit latent höherer Inflation auszurichten, bietet sich als Beispiel folgende Core-Satellite-Variante an:

Kern (75%):

- iShares MSCI ACWI UCITS ETF (Acc)
ISIN: IE00B6R52259, TER: 0,2%

Satellit 1: Energie (10%)

- Xtrackers MSCI World Energy UCITS ETF (Acc)
ISIN: IE00BM67HM91, TER: 0,25%

Satellit 2: Metals & Mining (8%)

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

Satellit 3: Industrie (5%)

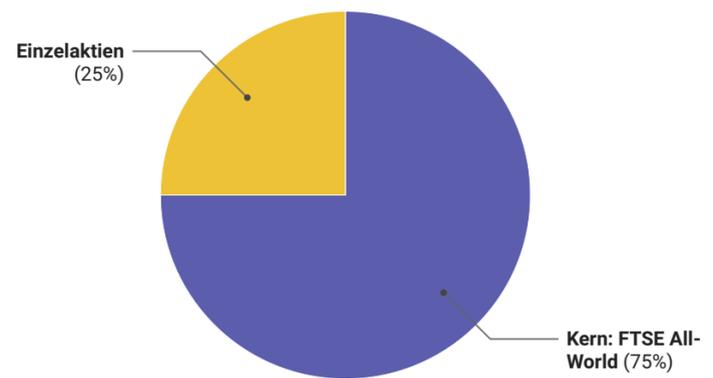
- Xtrackers MSCI World Industrials UCITS ETF (Acc)
ISIN: IE00BM67HV82, TER: 0,25%

Satellit 4: Uran (2%)

- Global X Uranium UCITS ETF (Acc)
ISIN: IE000NDWFGA5, TER: 0,65%

Beispiel 4: Einzelaktien

Grafik: themarket.ch



Beispiel 4: Einzelaktien

Die extremste Variante eines Core-Satellite-Ansatzes ist es, den passiven Kern mit einer Reihe einzelner Aktieninvestments zu kombinieren. Auch hier gilt: Es ist sehr schwierig, mit der Auswahl einzelner Aktien den Gesamtmarkt über einen längeren Zeitraum konsistent zu schlagen. Einzelaktien unterliegen zudem stets einem unternehmensspezifischen Risiko.

Doch wer mit diesen Risiken umgehen kann und eine Affinität zum Gedanken hat, Mit-eigentümer eines Unternehmens zu werden, kann im Kontext eines diversifizierten Portfolios durchaus auch auf einzelne Titel setzen.

Ein Ansatz kann dabei sein, auf qualitativ hochwertige Unternehmen mit «Compounder»-Qualitäten zu setzen, die sich mit hohen, stabilen Kapitalrenditen sowie soliden Bilanzen auszeichnen und den erwirtschafteten Cashflow gekonnt in das Wachstum ihres Geschäfts investieren. Eine derartige Core-Satellite-Variante könnte so aussehen:

Kern (75%):

- Vanguard FTSE All-World UCITS ETF (Acc)
ISIN: IE00BK5BQT80, TER: 0,22%

Satelliten (25%):

- Gleichgewichtete Mischung aus «Compounder»-Aktien wie z. B. Givaudan, Schindler, Geberit, Sika, Bossard, Belimo, Accelleron (Schweiz), Mastercard, Accenture, Costco Wholesale, Tractor Supply, Fastenal, Old Dominion Freight Lines, Copart, Pool Corp (USA), Alimentation Couche-Tard, Constellation Software (Kanada), ASML (Niederlande), Atlas Copco, Evolution (Schweden), Safran (Frankreich), Rational, Nemetschek (Deutschland), Howden Joinery (UK), Novo Nordisk (Dänemark).

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/z17




SwissLife
Wealth Managers

VERMÖGENS- BERATUNG

MASSGESCHNEIDERT AUF IHRE BEDÜRFNISSE.

PRIVATE VERMÖGENSVERWALTUNG

Für ein selbstbestimmtes Leben:
swisslife-wealth.ch

Werbung für Finanzdienstleistungen

Scannen und mehr erfahren:



INTERVIEW

«Haussen enden erst in wirklicher Euphorie – und die haben wir noch nicht gesehen»

Der Vermögensverwalter Jens Ehrhardt sieht eine gefährliche Sorglosigkeit am Markt. Die Analysten seien mit ihren Erwartungen an die Unternehmensgewinne 2024 zu optimistisch. Für die kommenden zehn Jahre erwartet er nur eine unterdurchschnittliche Aktienrendite. **Von Mark Böschen**



Jens Ehrhardt

Jens Ehrhardt ist Gründer, Hauptaktionär und Vorstandsvorsitzender von DJE Kapital. Nach fünfjähriger Partnerschaft in der seinerzeit grössten deutschen Vermögensverwaltungsgesellschaft promovierte er 1974 über «Kursbestimmungsfaktoren am Aktienmarkt». Im selben Jahr legte er den Grundstein für den Aufbau seiner Unternehmensgruppe, die er von Beginn an leitet. Ehrhardt verantwortet neben seiner Rolle als Vorstandsvorsitzender noch die Bereiche Risikomanagement und Unternehmens-/Anlagestrategie.

Seinen Kunden Gunter Sachs traf Jens Ehrhardt in den Siebzigerjahren oft in Saint-Tropez oder St. Moritz auf den Partys des Unternehmenserben (Fichtel & Sachs, Opel). Die Schauspielerinnen Brigitte Bardot und der Künstler Andy Warhol waren dort ebenso zu Gast wie der Nachrichtenmagazinverleger Rudolf Augstein. Der Gründer des Vermögensverwalters DJE Kapital aus Pullach bei München hat aber nicht nur den Jetset beim Feiern erlebt. Der 82-jährige Herausgeber des seit 1974 wöchentlich erscheinenden Börsenbriefs «Finanzwoche» gehört auch zu den wenigen noch aktiven Fondsmanagern, die das Kapital der Kunden schon einmal erfolgreich durch eine Dekade hoher Inflation und steigender Zinsen gesteuert haben.

Herr Dr. Ehrhardt, überall herrscht Partystimmung: an den Märkten für Gold, für Bitcoin, für die grossen Tech-Aktien oder Hochzinsanleihen. Feiern Sie mit?

Nicht so sehr. Ich brauche zum Investieren einfach ein Fundament, das entweder durch tatsächliche Werte oder auch durch eine grossartige Geschäftsidee die Kurssteigerungen begründet.

Sie analysieren seit Jahrzehnten drei Bereiche: die fundamentale Wirtschaftsentwicklung, die Markttechnik und die monetäre Entwicklung. Welcher Bereich hat in den kommenden Monaten den grössten Einfluss auf die Märkte?

Das Monetäre ist immer das, was alle anderen Einflussfaktoren überlagern kann. Wenn die monetäre Entwicklung extrem ist, wie zum Beispiel in der Covid-Pandemie, dann er-

schlägt ein solcher Indikator alles andere. Damals wurde viel Geld geschaffen von den Notenbanken. Da kann an schlechten Unternehmensmeldungen kommen, was will: Der Markt steigt trotzdem. Aktien werden eben mit Geld gekauft.

«Die Aktienkurse bewegen sich nicht eins zu eins mit den Gewinnen der Unternehmen»

Ist die Liquiditätsentwicklung auch derzeit entscheidend?

In der nächsten Zeit bleibt die Liquidität wohl der wichtigste Faktor. Die Unternehmensgewinne sind natürlich auch wichtig. Aber Sie können schon an den schwankenden Kurs-Gewinn-Verhältnissen sehen, dass das ein sehr langfristiger Indikator ist, der manchmal jahrelang vernachlässigt werden kann. Die Kurse können steigen, obwohl die Gewinne fallen, und umgekehrt.

Fällt Ihnen dafür ein Beispiel ein?

Nehmen Sie die Kurs-Gewinn-Verhältnisse in Japan. Als ich anfing in meinem Beruf, lagen sie zwischen 5 und 10. Zu den Höchstkursen 1990, da waren die japanischen KGV fast bei 100. Heute sind sie wieder bei etwas mehr als 10. Diese enormen Schwankungen zeigen,

dass die Kurse nicht eins zu eins korrelieren mit den Gewinnen.

Für die kommenden Monate, sagen Sie, bleibt das Monetäre der wichtigste Faktor. Wie wird sich denn die Liquidität für die Märkte entwickeln?

Die Notenbank in den USA dürfte 2024 drei Mal die Zinsen senken. Zu Jahresanfang waren die Marktakteure noch von sechs bis sieben Zinssenkungen ausgegangen. Die Erwartungen könnten sich meiner Meinung nach sogar weiter abkühlen, wenn die US-Wirtschaft so stark bleibt wie derzeit und die Inflationsrate wieder steigt. Die Notenbanker haben sich ohnehin nicht genau festgelegt. Fed-Präsident Jerome Powell hat nur gesagt, dass er nicht übersteuern wird mit der Bremsung und auch den Abbau der Notenbankbilanz rechtzeitig zurückfahren wird. Er hat die Märkte stark beruhigt. Insofern glaube ich, dass wir im Jahresverlauf wieder monetären Rückenwind haben werden.

Wie ist die Liquiditätslage derzeit?

Wir haben zumindest im ersten Halbjahr noch leichten Gegenwind. Bisher ist seit Jahresanfang das Zinsniveau gestiegen, und durch die Anleihenverkäufe zum Abbau der Fed-Bilanz ist die Liquidität auch nicht besser geworden. Selbst wenn die Zinsen wie erwartet um 0,75 Prozentpunkte gesenkt würden, lägen sie mit 4,5% immer noch wesentlich höher als vor der Zinswende. Und das hat in der Vergangenheit Konjunktur und Börse eigentlich immer gebremst. Heute haben die Zinsen wieder ähnlich starke Auswirkungen auf die verfügbaren Einkommen wie zum Beispiel 2000 und 2007. Und das waren Punkte, wo

dann die Börsenkurse fielen. Die Zinsen sind jetzt auf einem Niveau, an dem die Bremswirkung für die Konjunktur nicht unterschätzt werden sollte.

Zinsprognosen sind schwierig, das wissen wir. Was ist Ihr Bauchgefühl?

Ich glaube schon, dass die Zinsen gesenkt werden, weil die Konjunktur am Schluss doch nach unten überraschen wird. Und dann wird sich die Notenbank doch beeilen beim Gegensteuern. Aber bis dahin kann es noch ein bisschen dauern.

Sie erwarten also eher eine enttäuschende Konjunkturentwicklung im weiteren Jahresverlauf? An welchen Indikatoren machen Sie das fest?

Alle konzentrieren sich jetzt auf die drei Zinssenkungen, die aus heutiger Sicht im zweiten Halbjahr kommen werden und dann Entlastung bringen. Aber nur wenige sehen die Belastungen, die wir im ersten Halbjahr noch vor uns haben, verbunden mit entsprechenden Folgen auch für die Unternehmensgewinne. Die Analysten gehen davon aus, dass die Gewinne um 10% steigen. Aber wenn man zum Beispiel sagt, dass die Wirtschaft real nur um 2% wächst und die Inflation wirklich auf 2% zurückgeht, hätten wir bloss 4% nominales Wachstum. Und das ist dann voraussichtlich zu wenig, um im Durchschnitt eine Gewinnsteigerung um 10% zu haben. Es herrscht zu viel Optimismus. Rezessionsindikatoren, zum Beispiel die inverse Zinsstrukturkurve, bestehen immer noch. Deshalb würde ich das Risiko nicht unterschätzen, dass wir einen Knick in der Konjunktur bekommen. Es muss keine Riesen-

rezession werden, aber eine leichte, was die grosse Mehrheit der Marktteilnehmer derzeit jedoch ausschliesst.

Wir sind nun schon beim dritten Bereich Ihrer Analyse, bei Anlegerstimmung und Markttechnik. Sie beklagen zu wenig Bewusstsein für die Risiken. Welche Konsequenzen ziehen Sie daraus?

Die Stimmungsindikatoren helfen dabei, anti-zyklisch richtige Entscheidungen zu treffen. Eben immer dann, wenn die Stimmung nach oben oder unten überschäumt oder unterkühlt. Das Dumme ist nur, dass der Optimismus manchmal noch überbordender werden kann. Viele Haussen endeten erst in wirklicher Euphorie, mit sehr hohem Umsatz. Und das haben wir noch nicht gehabt. Der Zeiger hängt so ein bisschen in der Mitte – mit einer leicht ungünstigen Neigung, weil der Optimismus überwiegt. Am Optionsmarkt kaufen die Leute relativ wenig Puts, also ist kaum Absicherung da. Die Barreserven der Fondsmanager sind eher niedrig. Es gibt eine ganze Reihe von Stimmungsindikatoren, die zur Vorsicht mahnen. Das sind mehr oder minder klare Verkaufssignale. Aber bis die sich auswirken, kann sich das manchmal etwas hinziehen in einem Bullenmarkt. Erst wenn auch das Monetäre schlecht wird, kippt das Ganze.

«Die kleineren Werte werden vernachlässigt, die könnten positiv überraschen»

Sind Aktien insgesamt denn so hoch bewertet, dass ein Kursrutsch gerechtfertigt wäre?

Die Bewertungen sind heute stellenweise erhöht, und die Marktkonzentration auf wenige Aktien und Sektoren ist so ausgeprägt wie letztmals im Jahr 2000. Die Fondsmanager sind fast alle in einer Ecke versammelt, bei einigen grossen US-Tech-Konzernen. Das ist höchst ungewöhnlich. Diesmal sitzen alle in der Tech-Ecke. Aus markttechnischer Sicht könnten wegen der Überinvestition dort die Kurse auch einmal fallen, wenn negative Meldungen kommen sollten.

Welche Marktsegmente sind denn zu stark ignoriert und bieten Potenzial?

Vernachlässigt werden unter anderem die kleineren Werte, hier könnte am ehesten eine überraschende Aufwärtsbewegung kommen. Da könnte trotz der Konjunkturlaute – denn 1 bis 2% Wachstum in den USA sind ja keine tolle Konjunktur – durchaus Schwung reinkommen, einfach aus markttechnischem Grund und weil die fundamentale Bewertung überwiegend deutlich günstiger ist als bei den Large Caps.

Die Hausse ist in den vergangenen Monaten allerdings breiter geworden. Der Vermögensverwalter Alfons Cortés sieht 60% der Aktien in einem Aufwärtstrend, eine Bandbreite von zwischen 60 und 80% hält er für gesund. Sie teilen diese Sicht offenbar nicht, wenn Sie vor einer so hohen Marktkonzentration wie im Jahr 2000 warnen?

Auch wenn der Kursaufschwung zuletzt etwas an Breite gewonnen hat, halte ich die Marktkonzentration nach wie vor für gefährlich hoch. Tatsache ist, dass die Masse der Titel den Indexschwergewichten hinterherhinkt. Im Jahr 2000 endete das übel für die Leitindizes. Aber die kleinen Valoren stiegen, weil ihre Kurse schon 1998 um rund die Hälfte eingebrochen waren. So eine Rally der Nebenwerte könnte diesmal auch passieren, weil es dort keine Überinvestition gegeben hat. Die Markttechnik spricht diesmal für eine Erholung der Nebenwerte.

Wie ist denn die Bewertung bei den übrigen 493 Standardwerten im S&P 500 jenseits der lange Zeit dominanten Magnificent Seven?

«Bereinigt um die grossen, teuren Aktien ist der Markt gegenwärtig durchschnittlich bewertet»



Die übrigen Aktien jenseits der grossen Wachstumswerte sind gar nicht so teuer, sondern eher normal bewertet. Deswegen glaube ich auch nicht an einen riesigen Kurssturz.

Wie hoch ist der europäische Aktienmarkt bewertet?

Das Interessante ist, dass auch in Europa wenige Aktien für einen grossen Teil des Kursanstiegs verantwortlich waren. Wir hatten auch in Europa eine erstaunlich hohe Konzentration, die vielen aber gar nicht aufgefallen ist. Goldman Sachs hat vor vier Jahren begonnen, von den Granolas zu sprechen, einer Gruppe bestehend aus den elf Aktien GSK, Roche, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP und Sanofi. Sie waren 2023 für 60% der Kursgewinne des europäischen Stoxx-600-Index verantwortlich. Der eine oder andere dieser europäischen Favoriten ist wirklich nicht billig, zum Beispiel Novo Nordisk.

Alles in allem: Wie teuer sind europäische Aktien denn nun?

Das ist ähnlich wie in den USA: Die favorisierten Aktien sind inzwischen recht hoch bewertet, der breite Markt dagegen eher niedrig. Der Bewertungsabschlag von Europa im Vergleich zu den USA liegt bei 30%. Das ist ein historisches Hoch. Die meisten europäischen Titel sind weder im Vergleich zu den USA noch im Vergleich zu ihrer eigenen Historie teuer. Von der Seite her kann ich in Bezug auf den Alten Kontinent eigentlich nur bessere Börsen erwarten. Aber Europas Börsen fahren normalerweise im Schlepptau der USA. Ich habe noch nie erlebt, dass sich Europa abkoppeln konnte.

Wagen wir den Blick auf die kommenden zehn Jahre. Welche jährliche Rendite ist angesichts der derzeitigen Bewertungen realistisch?

Bereinigt um die grossen, teuren Titel ist der Markt durchschnittlich bewertet. Und im Durchschnitt sind die Aktienmärkte langfristig um 6 bis 7% pro Jahr gestiegen. Das wäre so gesehen auch für die nächsten zehn Jahre zu erwarten. Ich glaube allerdings, dass die Konzentration in den teuren Aktien zu hoher Börsenkapitalisierung das Potenzial des breiten Marktes beschränken wird. Zur Vorsicht mahnt auch die US-Börsenkapitalisierung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt. Dieser Indikator, den Warren Buffett gern zitiert, steht auf Rekordhoch. Wenn dann noch die Notenbanken nicht gerade nochmals so aggressiv sind wie in früheren Jahren, sondern ihre Bilanzen reduzieren, dann sehe ich nicht so viel Potenzial für die nächsten zehn Jahre. Also eher etwas weniger als die bisher durchschnittlich erzielten 6 bis 7% Gesamtrendite pro Jahr.

Wie attraktiv sind Bonds? Anleihen haben ja nach einer ersten Zinssenkung meist Kursgewinne erzielt. Wird das auch diesmal so sein?

Ja. Aber auch hier kommt es ein bisschen auf die Marktteilnehmer an. Zuletzt waren die Fondsmanager im Verhältnis zu Aktien so stark in Anleihen investiert wie noch nie, seit diese Daten erfasst werden. Diese bereits starke Positionierung spricht dagegen, dass Anleihen der Hauptrenner dieses Jahres werden. Wir werden dort wahrscheinlich eher einen unterdurchschnittlichen Anstieg sehen. Das Schöne daran ist aber, dass

dieser Anstieg mit einer recht hohen Sicherheit eintreten sollte.

Der Goldpreis stieg Mitte März auf ein Rekordhoch. Wie sind die Chancen für die kommenden Monate?

In Euro gerechnet ist der Goldpreis binnen zwei Jahren um rund 20% gestiegen. Gold als Investment war sogar besser als die meisten grossen US-Wachstumswerte, weil die ja 2022 gewaltig gefallen waren und erst 2023 wieder hochgekommen sind. Ich könnte mir vorstellen, dass Gold auch weiterhin eine sehr gute Anlage ist. Ein Zinsrückgang war fast immer gut für den Goldpreis. Ausserdem kaufen die Chinesen viel Gold. Für Potenzial sorgt auch, dass sich viele US-Anleger von Gold verabschiedet haben und rein in Bitcoin sind. Ihre Investitionsquote in Gold verharrt auf einem Dreijahrestief. Gold könnte dort wiederentdeckt werden, so wie früher auch in schöner Regelmässigkeit. Der Aufwärtstrend müsste sich fortsetzen.

Was ist mit Rohstoffen?

Der Kupferpreis ist zuletzt gestiegen. Das spricht grundsätzlich für eine bessere Konjunktur, auch in China, denn die Chinesen sind im grossen Stil Abnehmer von Kupfer. Sie brauchen viel Kupfer für die Herstellung von erneuerbarer Energie und für Elektroautos. Diese Sektoren laufen in China gut. Die Kupfervorräte sind auch nicht sehr umfangreich. Ich kann mir vorstellen, dass der Preis sich weiter positiv entwickelt.

Nicht nur «Dr. Copper», auch die Chemienachfrage in China zieht wieder an, urteilen die Analysten von Berenberg in einer Kaufempfehlung für BASF. Erleben wir gerade eine Erholung der Industrieproduktion in China?

Ja, durchaus möglich. Leider ist China in den letzten Jahren viel intransparenter geworden, weil der Staat immer weniger Daten veröffentlicht, und daher schwieriger einzuschätzen. Was für China spricht, sind die niedrigen Leitzinsen von 2,5%.

«Nie zuvor hatte ein Präsident ausserhalb von Rezessionszeiten die Schulden so stark erhöht wie Trump»

Sind Industrie- oder Chemiekonzerne mit hohem China-Umsatzanteil wie BASF angesichts ihrer niedrigen Bewertung interessant?

Die Chemie dürfte schon eine gute Wachstumsbranche auf Dauer sein, in China noch mehr als im Westen, weil viele Grundbedürfnisse damit zusammenhängen. BASF würde als Weltmarktführer eine bessere Chemiekonjunktur in China natürlich positiv spüren.

Erlauben Sie zum Schluss eine Frage zur US-Präsidentschaftswahl im November. Falls Donald Trump gewinnen sollte, was würde das für die Börsen bedeuten in den Jahren seiner zweiten Amtszeit?

Trump war als Präsident sehr positiv für US-Börse und Konjunktur. Das lag stark an der krassen Neuverschuldung des Staates während seiner Regierungszeit. Nie zuvor hatte ein Präsident ausserhalb von Rezessionszeiten die Schulden so deutlich erhöht. Trump interessiert sich noch dazu mehr für Deals als für die Ausweitung aussenpolitischer Macht. Er würde wohl auch nochmals die Steuern senken. Trump wäre daher vermutlich besser für die Börse als Biden.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

go.themarket.ch/z19



ANALYSE

Mit Faktorstrategien auf Substanz, Wachstum oder reichhaltige Dividenden setzen

Die Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten bestimmen, welche Aktien am besten laufen. Diese Investmentansätze versprechen je nach Szenario am meisten Erfolg. **Von Christoph Gisiger**

Das Geschehen an den Börsen ist von Zyklen, wechselnden Präferenzen und langfristigen Trends geprägt. Eine Möglichkeit, sich dafür zu positionieren, bieten Faktorstrategien. Auch Smart Beta oder Style Investing genannt, wird bei diesem quantitativen Ansatz ein Portfolio nach einem oder mehreren spezifischen Anlagekriterien ausgerichtet.

Faktorstrategien haben ihre Wurzeln in den Sechzigerjahren. Unter institutionellen Investoren hat der Ansatz seit den Neunzigerjahren an Popularität gewonnen. Ein Schlüsselmoment war die 1992 veröffentlichte Studie von Eugene Fama und Kenneth French mit dem Titel «The Cross-Section of Expected Stock Returns». Die beiden US-Finanzökonominnen stellten dabei die Börsenperformance eines Unternehmens mit den drei Faktoren Marktrisiko, Grösse und Bewertung in einen statistischen Zusammenhang.

«Faktorstrategien sind ein Mittelweg zwischen passivem und aktivem Investieren»

Faktorstrategien sind ein Mittelweg zwischen passivem und aktivem Investieren. Zahlreiche weitere Faktoren wie die Qualität, die Dividendenrendite oder die relative Stärke einer Aktie sind inzwischen hinzugekommen. Dank der wachsenden Beliebtheit kotierter Fonds (Exchange Traded Funds, ETF) sind Faktorstrategien heute auch für Privatanleger relativ einfach zugänglich. Zu den grössten Anbietern zählen die US-Vermögensverwaltungsriesen BlackRock, Vanguard, State Street und Invesco. An den europäischen Börsen bieten mitunter auch DWS, Amundi und UBS teils vergleichbare Anlageinstrumente an. Worauf gilt es also bei solchen Investments zu achten?

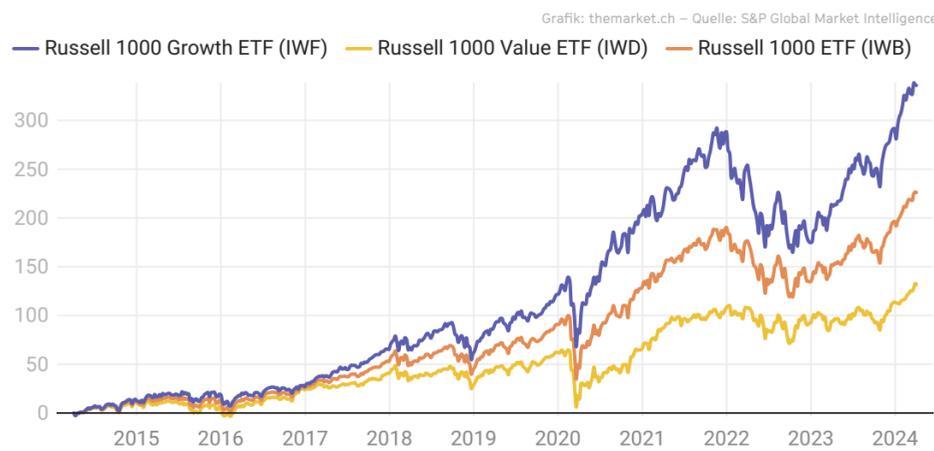
Substanz vs. Wachstum

Zu den ältesten und prominentesten Faktorstrategien gehören eine günstige Bewertung (Value) und robustes Wachstum (Growth). Die ersten kotierten Fonds auf Basis dieser Ansätze wurden denn auch mit dem iShares Russell 1000 Value ETF (Börsenkürzel: IWD) und dem iShares Russell 1000 Growth ETF (IWF) im Mai 2000 lanciert. Die Bewertung als Anlagekriterium wird in der Regel mit gängigen Instrumenten wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis, dem Kurs-Buchwert-Verhältnis oder der Cashflow-Rendite gemessen. Beim Wachstum sind zumeist die bisherige Umsatzentwicklung eines Unternehmens sowie die Perspektiven für das künftige Expansionsstempo massgebend.

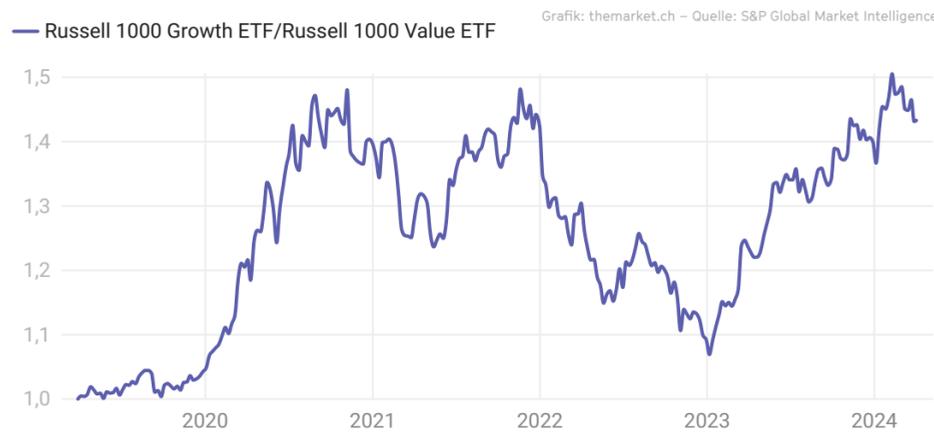
Die Präferenzen an den US-Börsen sind seit längerem klar verteilt: Wachstumsaktien mit tendenziell höheren Bewertungen wie Microsoft, Apple oder Nvidia haben günstiger bewertete Unternehmen mit weniger imposantem Wachstum wie Berkshire Hathaway, ExxonMobil, Johnson & Johnson, Procter & Gamble oder Merck in den vergangenen zehn Jahren um Längen distanziert (vgl. Grafik 1). Eine ähnliche Entwicklung lässt sich an den Aktienmärkten ausserhalb Nordamerikas beobachten, wenn auch nicht ganz so ausgeprägt. Der MSCI EAFE Growth ETF (EFG),

1) Wachstum übertrifft Value

Performance inklusive Dividenden (Total Return) in den letzten zehn Jahren, in %

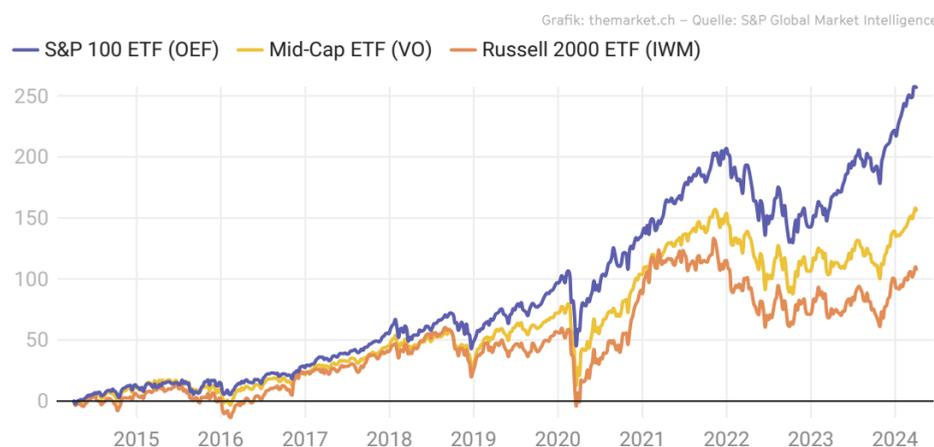


2) «Triple Top»: Zeit für eine Renaissance von Value-Aktien?



3) Big is beautiful

Performance inklusive Dividenden (Total Return) in den letzten zehn Jahren, in %



zu dessen Positionen Novo Nordisk, ASML, LVMH, AstraZeneca und SAP zählen, schlägt den MSCI EAFE Value ETF (EFV) mit Branchenleadern wie Shell, Novartis, Roche, TotalEnergies, Allianz und Siemens über die letzten zehn Jahre klar.

Wer sich im Duell zwischen Substanz- und Wachstumsaktien für eine Seite entscheidet, muss sich primär mit einer Frage befassen: Was passiert mit der Inflation und mit den Zinsen? Der Grund: Der Investment Case für Wachstumsaktien beruht auf der Erwartung reichhaltiger Cashflows in der fernen Zukunft. Im Gegensatz dazu ist der Mittelfluss bei Substanzwerten gleichmässiger über die Zeit verteilt. Bei niedriger Inflation und niedrigen Zinsen sind Anleger eher bereit, in die Zukunft zu investieren, wovon Wachstumsaktien profitieren. Umgekehrt laufen Aktien

günstig bewerteter Unternehmen bei erhöhter Inflation und somit höheren Kapitalkosten besser. Die Outperformance von Wachstumsaktien fällt daher kaum zufällig mit der ultralockeren Geldpolitik zusammen, die an den Märkten seit der Finanzkrise von 2008/09 über weite Strecken prägend war. Das Gegenbeispiel ist die Phase nach dem Platzen der Internetblase ab dem Jahr 2000, als Substanzwerte aus der Old Economy angesichts der Erwartung steigender Inflation florierten.

Auffällig ist in dieser Hinsicht, dass sich seit der Pandemie möglicherweise eine nachhaltige Veränderung der Faktorpräferenzen abzeichnet. Wachstumsaktien haben letztes Jahr zwar erneut besser abgeschnitten. Der langfristige Trend scheint aber zu brechen. Wie im Herbst 2020 und Ende 2021 könnte sich gegenwärtig zum dritten Mal ein Wechsel

In Kürze:

- Faktorstrategien helfen, das Portfolio zu kalibrieren
- Beliebte Kriterien sind Value, Wachstum und Grösse
- Besonders spannend ist die Mischung von Faktoren

abspielen. So hat Value relativ zu Growth im März die beste Performance seit Dezember 2022 verzeichnet (vgl. Grafik 2). «Es sieht danach aus, dass Wachstumswerte im Vergleich zu Value-Aktien eine Triple-Top-Formation gebildet haben», beschreibt Chen Zhao, Chefstrategie bei der Research-Boutique Alpine Macro, das Kursbild. «Das Verhältnis von Chancen zu Risiken spricht dafür, etwas Kapital von Big Tech in Value-Aktien oder Value-Fonds umzuschichten», empfiehlt er.

Small Caps vs. Large Caps

Ein klassisches Kriterium bei Faktorstrategien ist ebenso die Grösse eines Unternehmens. Auch in dieser Hinsicht zeigt die langfristige Performance ein eindeutiges Bild: Die Branchenriesen aus dem Large-Cap-Index S&P 100 haben in den letzten zehn Jahren wesentlich besser abgeschnitten als die Zwerge im Small-Cap-Index Russell 2000 (vgl. Grafik 3). In andern Weltregionen sieht es weniger drastisch aus. An den europäischen Börsen liegen kleine und mittelgrosse Unternehmen im Vergleich zu Grosskonzernen in den letzten zehn Jahren mehr oder weniger gleichauf. Allerdings standen auch hier Large Caps zuletzt in der Gunst von Investoren.

Aus strategischer Sicht sind auch für Investments hinsichtlich der Unternehmensgrösse hauptsächlich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen relevant. Generell laufen Large Caps in der Spätphase eines Konjunkturzyklus am besten, Small Caps sind in der frühen Phase eines Aufschwungs gefragt. «In Kontinentaleuropa handeln Kleinunternehmen gegenwärtig zum grössten Bewertungsabschlag gegenüber Grosskonzernen seit der globalen Finanzkrise von 2008/09», meint das Research-Team von Citigroup. «In Szenarien mit einer weichen Landung der Wirtschaft sollten Small Caps relativ betrachtet profitieren.»

«In Szenarien mit einer weichen Landung der Wirtschaft sollten Small Caps profitieren»

Simpel gesagt: Aktien kleiner Unternehmen reagieren besonders sensibel auf die Veränderung der Konjunkturaussichten. Wegen ihres zyklischen Charakters sind sie riskanter. Ein Hauptgrund dafür ist, dass kleinere Firmen finanziell oft weniger gut aufgestellt sind und einen weniger leichten Zugang zu den Kapitalmärkten haben. Grosskonzerne sind demgegenüber oft reifere Unternehmen. Ihr Geschäftsgang lässt sich zuverlässiger abschätzen, und die Bilanz ist solider. Large

4) Small Caps vs. Large Caps

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



Caps verhalten sich daher stabiler, wenn Investoren in turbulenten Marktphasen weniger Risiken in Kauf nehmen und sich vorzugsweise an qualitativ besseren Aktien orientieren. Ein typisches Beispiel war die Kapitalflucht in Tech-Superschwergewichte wie Microsoft und Alphabet im Frühjahr 2023, als die Krise bei den US-Regionalbanken für Verunsicherung sorgte.

Umgekehrt verlagern sich die Präferenzen zu Kleinunternehmen, wenn die Konjunktur anzieht und der Risikoappetit wächst. Dies zeigte sich von September 2020 bis März 2021 mit dem Wachstumsschub bei der Öffnung der Wirtschaft nach der Pandemie. Auch letztes Jahr legten Small Caps im November und Dezember eine imposante Rally hin, die vorab durch die Hoffnung auf Zinssenkungen und somit lockerere Finanzierungsbedingungen getrieben war (vgl. Grafik 4).

Momentum und andere Faktoren

Die Selektion von Aktien nach bestimmten Faktoren lässt sich heute praktisch nach

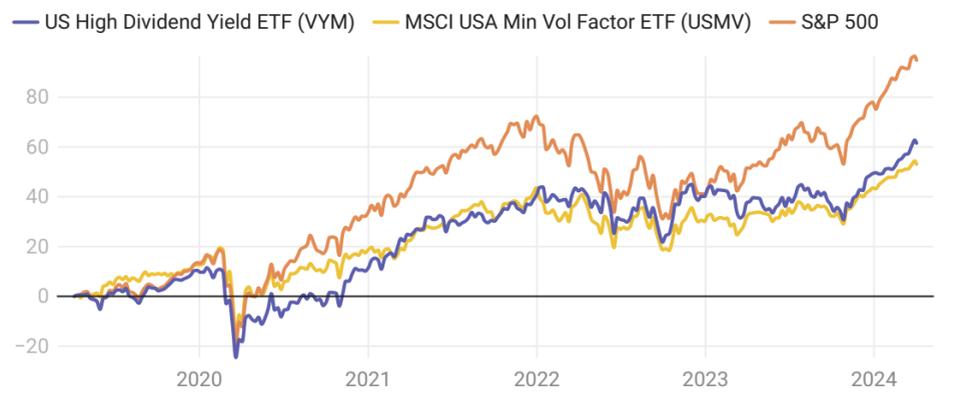
Belieben erweitern. Besonders gut haben im bisherigen Verlauf dieses Jahres Momentum-Strategien funktioniert. Mit diesem Ansatz wird auf dynamische «Gewinneraktien» gesetzt, die im Verhältnis zum Gesamtmarkt in den letzten drei, sechs oder zwölf Monaten besonders gut abgeschnitten haben. Die Strategie beruht damit auf der Annahme, dass sich der freundliche Trend auf absehbare Zeit fortsetzt. Ausser grossen Tech-Aktien wie Nvidia, Meta Platforms und Amazon fallen momentan Namen wie Eli Lilly, Novo Nordisk und Toyota in diese Kategorie.

Beliebt sind ebenfalls Strategien mit einem speziellen Fokus auf geringe Volatilität oder stattliche Dividendenrenditen. Dazu zählen im ersten Fall Konzerne wie GlaxoSmithKline, BAE Systems oder Beiersdorf in Europa sowie Walmart, IBM oder Waste Management in den USA. Im zweiten Fall sind Allianz, Zurich Insurance, JPMorgan Chase, Chevron, Verizon und Coca-Cola typische Positionen bei Dividendenstrategien. Beide Ansätze sind eher defensiv ausgerichtet und sollten sich in ruppigen Phasen besser als der Gesamtmarkt

5) Dividenden und geringe Volatilität im Rückstand

Performance inklusive Dividenden (Total Return) in den letzten fünf Jahren, in %

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



behaupten. Nachdem ihnen im vergangenen Jahr weniger Erfolg beschert war, dürften sie sich in einem Szenario mit einer Rezession und/oder grösseren Marktverwerfungen wacker schlagen (vgl. Grafik 5).

«Beliebt sind Strategien mit Fokus auf geringe Volatilität oder Dividendenrenditen»

Ein weiterer Faktor, auf den verhältnismässig häufig gesetzt wird, ist Qualität. Das eher breit gefasste Kriterium schliesst unter anderem attraktive Kapitalrenditen über einen langfristigen Zeitraum, eine zuverlässige Entwicklung des Gewinns und des freien Cashflows, ein starkes Management sowie eine kerngesunde Bilanz mit ein. Zu den grössten kotierten Fonds mit Ausrichtung auf amerikanische Qualitätsaktien gehört der

MSCI USA Quality Factor ETF (QUAL). Er hat den Gesamtmarkt über die vergangenen drei Jahre allerdings nur knapp geschlagen.

Attraktive Mischungen

Zusammenfassend eignen sich Faktorstrategien, um das Risiko im Portfolio zu kalibrieren und sich für verschiedene Szenarien zu positionieren. Ein Überblick zur kurz-, mittel- und langfristigen Performance der wichtigsten Faktoren sowie Bewertungskriterien finden sich in Tabelle 6. Aus Gründen der Liquidität und der Verfügbarkeit der Daten beziehen sich die Angaben auf die USA.

Aus einer Contrarian-Sicht erscheinen vor allem Value-Strategien interessant. Der Konsens an den Märkten rechnet damit, dass die Notenbanken die Inflation ohne grössere Kollateralschäden unter Kontrolle kriegen. Sollte sich das als Trugschluss erweisen, schlägt die Stunde günstig bewerteter Substanzwerte, wogegen Wachstumsaktien es schwieriger haben dürften. Wer einen bestimmten Faktor-ETF ins Auge fasst, sollte sich jedoch mit seiner Zusammensetzung befassen. Wichtig ist, dass im Portfolio nicht bloss mehr oder weniger die gleichen Namen vertreten sind, die ohnehin bereits einen grossen Index wie den S&P 500 dominieren.

Besonders spannende Varianten ergeben sich bei der Kombination verschiedener Faktoren. The Market präsentiert deshalb nicht nur regelmässig eine Auswahl internationaler Valoren mit Momentum, sondern auch eine Selektion an Aktien mit Qualität und ansprechender Bewertung an den Börsen in der Schweiz, in Europa sowie in den USA. Situativ werden ausserdem Analysen zu anderen Mischungen wie Value und Momentum vorgestellt.

6) Performance nach Faktoren

Grafik: themarket.ch – Quelle: Koyfin

Faktor	Gesamtrendite							Bewertung		
	1 Monat	3 Monate	6 Monate	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	EV/Umsatz	EV/Ebitda	KGV
Wachstum ¹⁾	-0,6%	9,0%	21,5%	39,2%	32,3%	122,2%	342,7%	4,7	19,4	28,8
Momentum ²⁾	-1,6%	15,4%	30,2%	29,5%	11,7%	73,5%	261,1%	3,5	19,8	29,0
Large Caps ³⁾	-0,5%	8,4%	19,4%	32,3%	34,5%	104,2%	259,7%	4,2	15,9	22,4
Qualität ⁴⁾	-1,8%	8,2%	18,9%	31,1%	32,4%	89,4%	245,8%	3,7	16,2	23,8
Value ⁵⁾	-1,4%	5,2%	15,6%	14,5%	17,8%	51,6%	129,4%	2,1	11,5	16,5
Small Caps ⁶⁾	-2,8%	3,1%	16,4%	14,6%	-6,8%	34,6%	105,8%	1,7	15,1	25,0
Hohe Dividendenrendite ⁷⁾	-1,2%	4,7%	15,3%	12,5%	24,1%	55,5%	156,7%	2,2	11,0	14,8
Geringe Volatilität ⁸⁾	-2,4%	2,5%	11,7%	11,3%	19,3%	48,1%	176,2%	2,2	12,9	18,5
S&P 500	-0,8%	7,5%	18,6%	27,0%	29,7%	90,8%	236,8%	3,3	15,2	21,6

1) iShares Russell 1000 Growth ETF (Börsenkürzel: IWF); 2) iShares MSCI USA Momentum Factor ETF (MTUM); 3) iShares S&P 100 ETF (OEF); 4) iShares MSCI USA Quality Factor ETF (QUAL); 5) iShares Russell 1000 Value ETF (IWD); 6) iShares Russell 2000 ETF (IWM); 7) Vanguard High Dividend Yield ETF (VYM); 8) iShares MSCI USA Min Vol Factor ETF (USMV); EV/Umsatz und EV/Ebitda bezeichnen das Verhältnis des Unternehmenswerts zum geschätzten Umsatz bzw. Ebitda für die nächsten zwölf Monate; KGV bezeichnet das Verhältnis des Aktienkurses zum geschätzten Gewinn für die nächsten zwölf Monate.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/z111



Quelle: Morningstar

>50% Anteil passiver Anlagefonds an den US-Finanzmärkten Ende 2023

SURFEN SIE DIE BITCOIN-WELLE

Profitieren Sie vom Halving mit der Sicherheit einer Bank.



Werbung

swissquote.com/bitcoin

Investitionen in digitale Vermögenswerte sind mit einem gewissen Risiko verbunden und eignen sich möglicherweise nicht für alle.



ANALYSE

Bitcoin hat einen Platz im Portfolio verdient

Bitcoin ist für viele Anleger noch immer ein rotes Tuch. Dabei ist die Anlageklasse spätestens seit der Zulassung der Spot-ETF im Mainstream angekommen. Warum das Chancen-Risiko-Verhältnis einer kleinen Bitcoin-Position im Depot attraktiv ist. **Von Henning Hölder**

Am 10. Januar dieses Jahres war es so weit: In einer lange erwarteten Grundsatzentscheidung erteilte die US-Börsenaufsicht SEC allen elf kotierten Fonds (Exchange Traded Funds, ETF) auf den Bitcoin-Spotpreis die Zulassung. Fondsgrössen wie BlackRock, Fidelity, ARK Invest oder Invesco hatten zuvor Anträge eingereicht. Die Zulassung galt als Ritterschlag für die Kryptobranche im Allgemeinen und Bitcoin im Speziellen.

Dank den neuen Bitcoin-ETF ist sowohl für Privatanleger als auch für institutionelle Investoren die Investition in die weltgrösste Kryptowährung so einfach und sicher wie nie zuvor – «sicher» freilich nicht im Sinne der Kursentwicklung, sondern dahingehend, dass die bisher komplizierte Aufbewahrung der Coins von Fondsanbietern wie BlackRock verantwortet wird.

Bitcoin nahe Allzeithoch

Mit der Etablierung der Spot-ETF ist Bitcoin fünfzehn Jahre nach seiner Gründung endgültig im Mainstream angekommen. Die Reise dorthin war holprig und vor allem kurstechnisch volatil. Nach einem ersten Bullenmarkt Ende 2017, der Bitcoin erstmals ins öffentliche Bewusstsein rückte, folgte eine starke Korrektur, von der sich die Kryptowährung erst nach drei Jahren erholte. Nach einem zweiten grossen Bull Run rund um das Jahr 2021 folgte ein erneuter Bärenmarkt, der dieses Mal nur etwa eineinhalb Jahre anhalten sollte – anschliessend startete Bitcoin seine bis heute dauernde Rally auf ein neues Allzeithoch von über 70'000 \$ (vgl. Grafik 1).

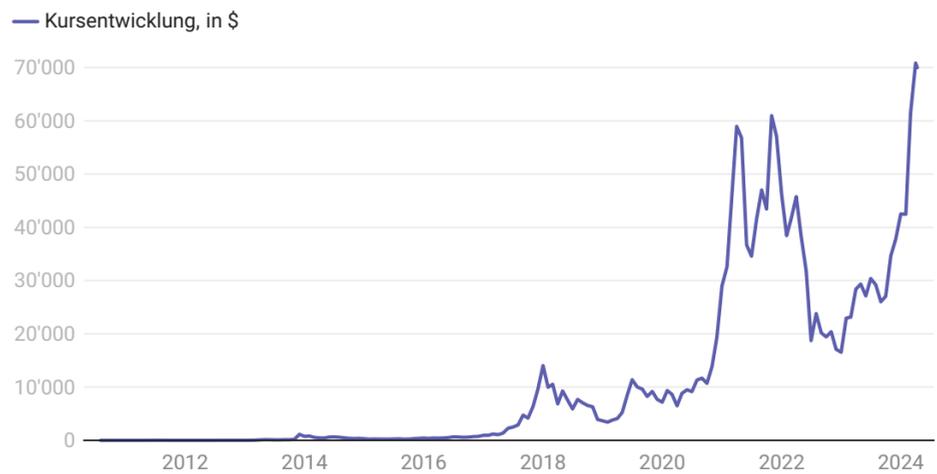
«Mit der Etablierung der Spot-ETF ist Bitcoin im Mainstream angekommen»

Angesichts der mittlerweile erreichten Grösse und der immer einfacheren Möglichkeiten, an der Kursentwicklung von Bitcoin zu partizipieren, drängt sich die Frage auf, welchen Platz die wichtigste Kryptowährung der Welt in einem diversifizierten Portfolio verdient hat. «Als Investor muss man sich fragen, wie lange man das derzeit neuntgrösste Asset der Welt noch ignorieren kann», sagt Alexander Bechtel, Leiter Digitale Produktstrategie bei DWS in Zürich.

Den Platz in den Top Ten der grössten globalen Vermögensrangliste verdankt Bitcoin der jüngsten Kursrally. Nachdem die Kryptowährung im März den US-Tech-Konzern Meta Platforms eingeholt hat, kämpft sie (Marktkapitalisierung: 1,4 Bio.\$) jetzt mit Silber (1,6 Bio.\$) um den achten Platz in der Rangliste. Vor Bitcoin befinden sich noch Amazon, die Google-Mutter Alphabet, Saudi Aramco, Nvidia, Apple, Microsoft und – mit grossem Abstand – Gold. Das Edelmetall erreicht nach seinem jüngsten Lauf eine Marktkapitalisierung von fast 16 Bio.\$ (vgl. Grafik 2).

Lohnt es sich, einen Teil des Portfolios auf Bitcoin auszurichten, um die Rendite zu steigern und dabei das Risiko zu diversifizieren? Um dieser Frage nachzugehen, hat die Hochschule für Wirtschaft Zürich (HWZ) unter Federführung von Costantino Lanni, Leiter des Center for Financial Studies, die Rendite- und Risikoeigenschaften von Bitcoin zwi-

1) Bitcoin erreicht 70'000 \$

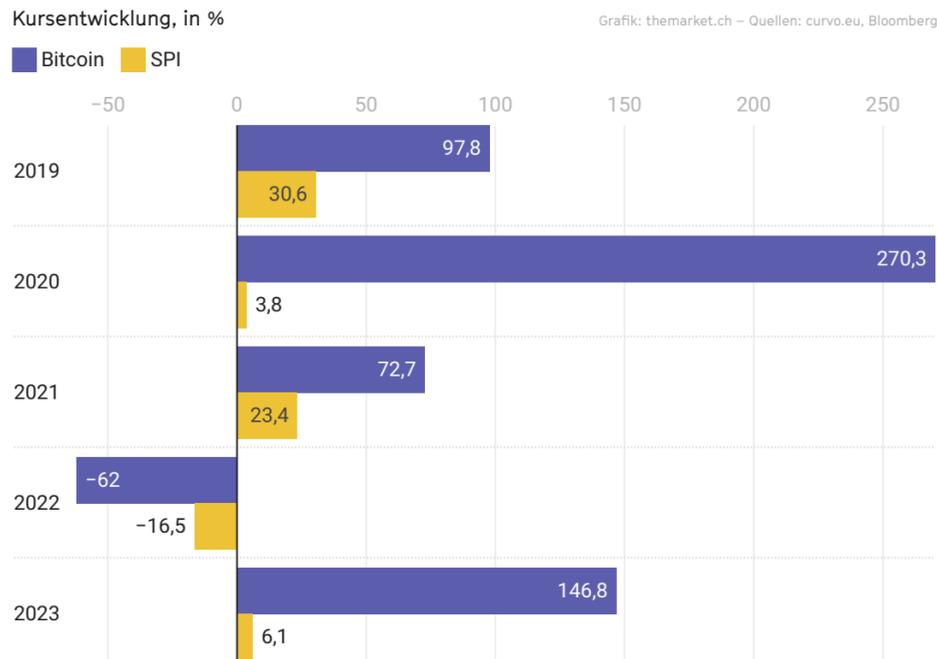


2) Vermögenswerte nach Marktkapitalisierung

Vermögenswert	Marktwert, in Bio. \$
1 Gold	15,8
2 Microsoft	3,1
3 Apple	2,6
4 Nvidia	2,2
5 Saudi Aramco	2,0
6 Alphabet (Google)	2,0
7 Amazon	1,9
8 Silber	1,6
9 Bitcoin	1,4
10 Meta Platforms	1,3

Grafik: themarket.ch – Quelle: companiesmarketcap.com

3) Jährliche Performance von Bitcoin und SPI



Kursentwicklung von Bitcoin in Franken gerechnet.

schen 2019 und 2023 aus der Perspektive eines Frankeninvestors untersucht.

Im betrachteten Zeitraum verzeichnete der Schweizer Aktienmarkt gemessen am Swiss Performance Index (SPI) eine durchschnittliche jährliche Performance von 8,2%, was leicht über dem langjährigen Durchschnitt von 7,7% liegt. Demgegenüber erreichte Bitcoin in Franken gerechnet einen jährlichen Zuwachs von 57%. Die allgemein höheren Ausschläge hatten 2022 entsprechend einen

massiven Verlust zur Folge, als sich der Wert von Bitcoin im Zuge der allgemein angespannten Stimmung an den Finanzmärkten beinahe gedrittelt hat (vgl. Grafik 3). «Diese Entwicklung verdeutlicht nicht nur die Volatilität und die Dynamik von Bitcoin, sondern auch die divergierenden Performanceprofile von traditionellen Aktien und digitalen Anlagen wie Bitcoin», hält Lanni dazu fest.

Um zu untersuchen, welchen Einfluss eine kleine Beimischung von Bitcoin in einem

In Kürze:

- Spot-ETF auf Bitcoin vereinfachen Investition
- Dank Bitcoin-Beimischung steigt Rendite
- Korrelation mit anderen Anlageklassen ist niedrig

Portfolio ausübt, hat Lanni einen Rückvergleich (Backtesting) durchgeführt, bei dem 95% des Vermögens in den SPI investiert wurden und die restlichen 5% in Bitcoin. Dabei zeigt sich: Ohne Beimischung der Kryptowährung verzeichnete das Portfolio – in Einklang mit der Kursentwicklung des SPI – zwischen 2019 und 2023 einen Anstieg von 100 auf 148, was der erwähnten jährlichen Durchschnittsrendite von 8,2% entspricht (vgl. Grafik 4).

«Die Volatilität des Portfolios steigt durch die Beimischung von Bitcoin nur leicht»

Durch eine konstante Allokation von 5% in Bitcoin – wobei ein monatliches Rebalancing stattfindet – hat sich das Portfolio im selben Zeitraum von 100 auf 172 erhöht, was einer jährlichen Rendite von 11,5% entspricht, ein beachtliches Plus. Doch auch bei einer Bitcoin-Gewichtung von bloss 3% steigt die jährliche Performance auf 10,2%. Bei einem – zu-gegebenermassen hohen – Exposure von 10% in Bitcoin klettert die Rendite gar auf 15,1% pro Jahr. Das monatliche Rebalancing hat den Vorteil, dass es einen antizyklischen Ansatz verfolgt. Um die Bitcoin-Quote bei 5% zu halten, werden bei steigenden Kursen Bitcoin veräussert und bei fallenden Kursen gekauft.

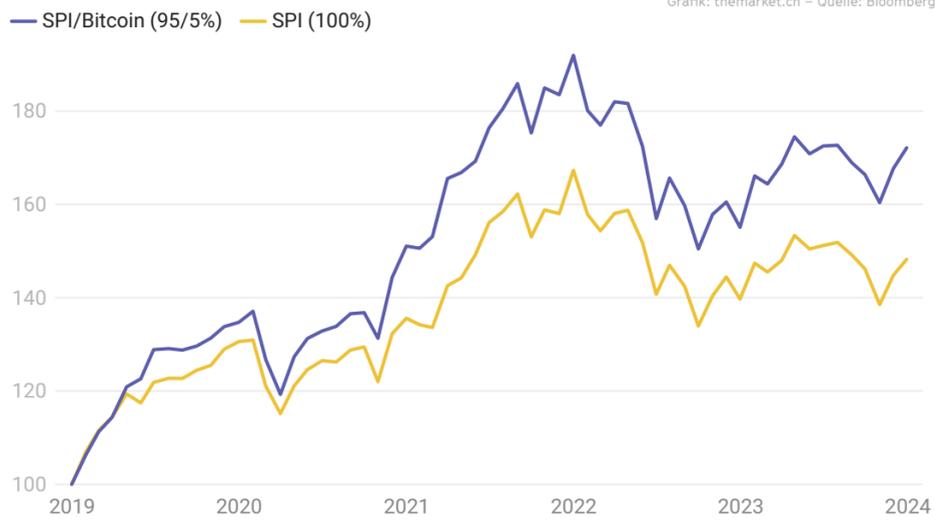
Interessant ist, dass gemäss HWZ-Studie die Volatilität des reinen SPI-Portfolios durch eine Beimischung von Bitcoin von 5% lediglich von 13,9 auf 14,8% gestiegen ist. «Dieser Anstieg kann als moderat betrachtet werden und dürfte für die meisten Anlegerinnen und Anleger kaum spürbar sein», betont Lanni. Tatsächlich liegt der Wert damit noch immer unter dem historischen Durchschnitt von etwa 15 bis 20% für Aktien.

Korrelation ist entscheidend

Dass Bitcoin für das Portfolio eine Überrendite bringen kann, ist das eine. Doch damit die Anlageklasse als sinnvolle Ergänzung in einem breit gestreuten Portfolio dienen kann, sollte sie darüber hinaus zur Diversifikation des Depots beitragen. Dieser Effekt wird umso wichtiger vor dem Hintergrund, dass die Diversifikation in einem klassischen 60-40-Portfolio – es zeichnet sich durch eine feste Allokation von 60% Aktien und 40% Anleihen aus – in den vergangenen Jahren deutlich abgenommen hat.

Während die dreijährige rollierende Korrelation zwischen dem US-Leitindex S&P 500 und US-Staatsanleihen seit Anfang der Zweitausenderjahre fast immer im negativen Be-

4) Beimischung von Bitcoin führt zu Überrendite



reich war – das heisst, Aktien stiegen im Wert, wenn Anleihen fielen, und umgekehrt –, hat sich dieser Kausalzusammenhang 2022 ins Positive gekehrt. Gemäss Daten des grössten Krypto-Asset-Managers Grayscale stieg die Korrelation zwischen US-Aktien und US-Treasuries zuletzt bis auf 0,6 – ein Wert von 1 bedeutet, dass sich beide Werte simultan bewegen. Gleichzeitig hat in den vergangenen 25 Jahren auch die Korrelation zwischen dem S&P 500 und Nicht-US-Aktien (gemessen am MSCI World ex-US Index) von etwa 0,6 auf rund 0,9 zugelegt. Heisst: Eine Diversifikation mit klassischen Anlageklassen wurde für Anleger zuletzt schwieriger.

Welches Gewicht im Portfolio?

Bitcoin kann diesbezüglich in die Bresche springen. Gemäss Grayscale hat Bitcoin in den vergangenen fünf Jahren im Portfolio nicht nur eine Überrendite gebracht. «Darü-

ber hinaus haben Bitcoin und andere Kryptowährungen Renditen mit einer relativ geringen Korrelation zu Aktien erzielt», schreiben die Analysten. Während der S&P 500 und Unternehmensanleihen seit 2019 durchschnittlich eine Korrelation von 0,7 bis 0,8 gezeigt hätten, habe sie sich mit Bitcoin auf lediglich 0,4 belaufen. Selbst mit Rohstoffen korrelierten US-Aktien stärker (vgl. Grafik 5).

Dennoch betonen die Analysten von Grayscale, dass eine Gewichtung in der Kryptowährung auch ein entsprechend höheres Risiko mit sich bringt. Daher wird ein Bitcoin-Anteil von höchstens 5% im Portfolio empfohlen. Ein Backtesting eines klassischen 60-40-Portfolios in den vergangenen fünf Jahren ergab, dass eine Gewichtung von 5% in Bitcoin im höchsten Sharpe Ratio resultiert hat. Diese Kennzahl zeigt, wie hoch die risikoadjustierte Rendite einer Geldanlage ist, sprich: wie viel Mehrrendite Anlegerinnen

5) Bitcoin mit geringster Korrelation zu US-Aktien

Korrelationskoeffizient des S&P 500 gegenüber anderen Anlageklassen zwischen 2019 und 2023

Grafik: themarket.ch – Quellen: Grayscale, Bloomberg

Nasdaq 100	0,9
MSCI World (ex-US)	0,9
Hochzinsanleihen	0,8
Unternehmensanleihen (Investment Grade)	0,7
Rohstoffe	0,5
Bitcoin	0,4

und Anleger für die zusätzliche Volatilität erhalten, die sie durch das Halten eines risikoreicheren Vermögenswerts in Kauf nehmen.

«Unsere Analysen haben ergeben, dass sich durch Bitcoin – dank seiner niedrigen Korrelation zu traditionellen Assets – das Sharpe Ratio in einem Portfolio verbessern kann», sagt auch Bechtel. Für den DWS-Experten erfüllt Bitcoin dabei vorrangig aber nicht die Funktion, mehr Sicherheit ins Depot zu bringen, sondern vielmehr, die risikoadjustierte Rendite zu erhöhen.

«Bitcoin kann die risikoadjustierte Rendite des Portfolios erhöhen»

Grundsätzlich wird ein Sharpe Ratio ab 0,5 als hoch angesehen. Gemäss Grayscale stieg dieser Wert rückblickend in einem 60-40-Portfolio mit einer zunehmenden Bitcoin-Gewichtung sukzessive auf bis zu 0,88, bis die Kryptowährung einen Anteil von 5%

am Gesamtportfolio erreichte. Danach begann das Verhältnis zu drehen.

Bitcoin kann eine sinnvolle Ergänzung im Portfolio sein. Zwar bieten Renditen, die in der Vergangenheit erzielt wurden, freilich keine Garantie für zukünftigen Gewinn. Dennoch ist das langfristige Chancen-Risiko-Verhältnis eines kleinen Portfolioanteils in Bitcoin überaus attraktiv. Das soll nicht darüber hinwegtäuschen, dass Bitcoin auf kurzfristige Sicht eine volatile Anlage bleiben dürfte. «Bitcoin bleibt ein Risk-on-Asset und spielt noch nicht die Rolle eines Absicherungsinstruments gegen Wirtschaftskrisen, die man zum Beispiel von Gold erwarten würde», betont auch Bechtel. Anleger, die Bitcoin im Portfolio halten wollen, sollten zudem darauf achten, die gewählte Gewichtung diszipliniert beizubehalten. Wer es nach hohen Bitcoin-Gewinnen versäumt, ein Rebalancing durchzuführen, erhöht das Volatilitätsrisiko in seinem Portfolio.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/z113



Dank steigender Zinsen haben Anleihen in den vergangenen Jahren wieder an Attraktivität gewonnen. Damit nimmt auch die Nachfrage nach Bond-investments zu. Eine Zertifikatslösung ermöglicht Anlegerinnen und Anlegern einen einfachen Zugang zum Bondmarkt, während Investment Manager das Produkt sicher und effizient über die Plattform der Zürcher Kantonalbank bewirtschaften können.

Was sind Actively Managed Certificates oder AMC's?
Grundsätzlich sind AMC's eine mögliche Verpackungsvariante, um beispielsweise in ein Bondportfolio zu investieren. AMC's zählen zu den strukturierten Produkten und sind gemäss Klassifizierung der SSPA den Partizipationsprodukten zuzuordnen. Anlegerinnen und Anleger partizipieren also an der Entwicklung des Basiswerts.

Wieso sind Anleihen in diesem Zusammenhang interessant?

Zunächst sind Anleihen aus Renditeperspektive in den vergangenen Jahren wieder attraktiver geworden, da die Zinsen gestiegen sind. Damit nimmt auch die Nachfrage nach Bondinvestments zu. Allerdings sind Investitionen in Anleihen oft komplexer als beispielsweise Aktienanlagen. So können hohe Mindestinvestitionen oder eine geringe Liquidität den Zugang zum Bondmarkt erschweren, was Marktteilnehmer vor Herausforderungen stellt. Um diese Hürden zu überwinden, können aktiv verwaltete Zertifikate auf Bonds geeignet sein.

Welches sind die Hauptmerkmale eines Bond-AMC?

Ähnlich wie bei anderen Anlagevehikeln werden auch bei einem Bond-AMC die Gelder von Investorinnen und Investoren gebündelt, um eine bestimmte Investmentstrategie zu verfolgen. Der Vermögensverwalter oder die Bank legen die Strategie bei Lancierung des Produkts fest. Das Bondportfolio wird dann jedoch über das Zertifikat bewirtschaftet. Das heisst, der Investment Manager nimmt beispielsweise bei einem Portfolio-Rebalancing eine einzige Transaktion vor, nämlich im Zertifikat, und steuert damit die Anpassung in sämtlichen Portfolios der Kundinnen und Kunden. Es ist somit nicht nötig, das Rebalancing in jedem Kundenportfolio einzeln vorzunehmen.

Welche Vorteile hat diese Art der Portfolio-Bewirtschaftung?

Grundsätzlich gibt es drei Vorteile. Den ersten haben wir bereits erwähnt: Anpassungen im Bondportfolio lassen sich mit einer einzigen Transaktion im AMC umsetzen, was für Investment Manager einen Effizienzgewinn bedeutet. Das führt direkt zum zweiten Vorteil, denn da es nur eine Transaktion gibt, erhalten alle Investorinnen und Investoren den gleichen Ausführungspreis. Um das sicherzustellen, ist eine reibungslose Execution Voraussetzung. Bei der Zürcher Kantonalbank profitieren Kundinnen und Kunden von der Expertise sowie dem umfangreichen Netzwerk des Bond-Execution-Teams. Drittens ermöglicht das AMC dank einer geringen Handelseinheit Zugang

zum Anleihenmarkt, der häufig durch Hürden gekennzeichnet ist. Somit kann ein diversifiziertes Bondportfolio abgebildet werden, was ohne Zertifikatslösung üblicherweise lediglich mit sehr hohen Investitionsvolumen möglich ist. Da es sich beim AMC um ein strukturiertes Produkt handelt, gilt auch hier: Anlegerinnen und Anleger müssen die Bonität der Emittentin berücksichtigen.

Was bietet die Plattform der Zürcher Kantonalbank?

Investment Manager können ihr AMC sicher und effizient über die Plattform der Zürcher Kantonalbank verwalten. Für die Bewirtschaftung von Aktien-AMCs wird sie bereits rege genutzt, doch ihr Einsatz bietet sich auch im Bondsegment an. So können Investment Manager über die Plattform unkompliziert ein Rebalancing des Bondportfolios vornehmen, das Schuldnerisiko steuern oder die Duration anpassen. Dabei werden die Kosten des jeweiligen Produkts transparent ausgewiesen und die Performance kann jederzeit nachvollzogen werden.

Weitere Informationen unter: zkb.ch/derivate

Strukturierte Produkte sind keine kollektiven Kapitalanlagen im Sinne des Kollektivanlagegesetzes (KAG) und unterstehen keiner Genehmigungspflicht und keiner Aufsicht der Eidg. Finanzmarktaufsicht FINMA. Die Anleger tragen ferner ein Emittentenrisiko.

Dieses Dokument dient Werbezwecken. Dieses Dokument richtet sich an Investoren mit Wohnsitz/Sitz in der Schweiz. Dieses Dokument wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftlicher Sorgfalt erstellt. Sie bietet jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der darin enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung ab, die sich aus der Verwendung des Dokumentes ergeben. Dieses Dokument ist weder ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages noch eine Einladung zur Offertstellung für Produkte und Dienstleistungen. Es stellt kein Angebot und keine Empfehlung für den Erwerb, das Halten oder den Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Dieses Dokument enthält allgemeine Informationen und berücksichtigt weder persönliche Anlageziele noch die finanzielle Situation oder besonderen Bedürfnisse eines spezifischen Empfängers. Der Empfänger sollte die Informationen vor einem Anlageentscheid sorgfältig auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen überprüfen. Für die Einschätzung juristischer, regulatorischer, steuerlicher und anderer Auswirkungen wird dem Empfänger empfohlen, sich durch Fachpersonen beraten zu lassen. Dieses Dokument stellt weder ein (Basis-)Prospekt noch endgültige Bedingungen oder ein Basisinformationsblatt dar. Der Basisprospekt, die endgültigen Bedingungen sowie ein allfälliges Basisinformationsblatt sind bei der Zürcher Kantonalbank, Bahnhofstrasse 9, 8001 Zürich, Abteilung VRIE sowie über www.zkb.ch/finanzinformationen kostenlos erhältlich. Wir machen Sie darauf aufmerksam, dass Telefonate mit Handels- und Verkaufseinheiten der Zürcher Kantonalbank aufgezeichnet werden. Mit Ihrem Anruf stimmen Sie stillschweigend der Aufzeichnung zu. Copyright © 2024 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.

ANALYSE

«Red Flags»: zehn Warnsignale, auf die man bei Investments achten sollte

Im anspruchsvollen Marktumfeld mit Inflation, höheren Zinsen und schwierigen Konjunkturaussichten ist es ratsam, Risiken nicht zu ignorieren. Das sind zehn typische Anzeichen, die auf potenzielle Probleme hindeuten. **Von Christoph Gisiger**

Ob Enron, Lehman Brothers, Wirecard oder Credit Suisse: Wenn es bei einem Unternehmen zu einer existenziellen Krise oder sogar zum totalen Kollaps kommt, erscheinen die Ursachen für das Problem im Nachhinein meist offensichtlich. Dennoch werden die Börsen immer wieder von Skandalen und Betrugsfällen erschüttert. Gerade im heutigen Marktumfeld, das mehr und mehr von den Mittelflächen in passive Anlagen geprägt ist, werden Anzeichen für potenzielle Schwierigkeiten nicht selten ignoriert.

Deshalb ist es ratsam, Risiken bei einem Investment im Auge zu behalten. Ein Signal für Gefahren oder Probleme wird an den Finanzmärkten auch als «Red Flag» bezeichnet. Der Ursprung des Ausdrucks geht bis mindestens ins frühe 17. Jahrhundert zurück und bezieht sich auf das Hissen einer roten Fahne durch eine Armee vor dem Angriff.

«Im heutigen Marktumfeld werden erste Anzeichen für Schwierigkeiten nicht selten ignoriert»

Ein berühmtes Beispiel dafür ist die Verwendung des Symbols durch den mexikanischen General Antonio López de Santa Anna während des Texanischen Unabhängigkeitskrieges von 1835/36. Er signalisierte damit in der Schlacht von Alamo, dass er niemanden verschonen werde – was er dann zum Leidwesen der gegnerischen Truppen befolgte.

Was also sind typische «Red Flags», auf die Anlegerinnen und Anleger bei einem Investment achten sollten?

1 Aktienverkäufe von Insidern

Ein guter Startpunkt, um Anzeichen für Probleme frühzeitig zu erkennen, ist das Verhalten der Unternehmensführung. Management und Verwaltungsrat wissen in der Regel am besten darüber Bescheid, wie es um die Aussichten im operativen Geschäft steht. Es lohnt sich deshalb, diesbezüglich auf Hinweise für Schwierigkeiten zu achten.

Informationen dazu können Insider-Transaktionen geben, die öffentlich gemeldet werden müssen. In der Schweiz lassen sich Angaben dazu auf der Website des Börsenbetreibers SIX Swiss Exchange finden. In Deutschland und in den USA geben die Aufsichtsbehörden BaFin bzw. SEC sowie spezialisierte Internetdienste Auskunft, wobei im letzteren Fall auch Transaktionen von Mitgliedern des Parlaments nachverfolgt werden können, quasi den politischen Insidern. Investiert das Top-Kader in die Aktien des eigenen Unternehmens, zeugt das von Zuversicht. Umgekehrt kann es ein Warnzeichen sein, wenn sich Aktienverkäufe häufen.

Ein anschauliches Beispiel sind die massiven Veräusserungen Ende 2021 im Tech-Sektor, als die Kurse den Zenit erreichten. Von

1) Aktienverkäufe von Insidern im Tech-Sektor 2021

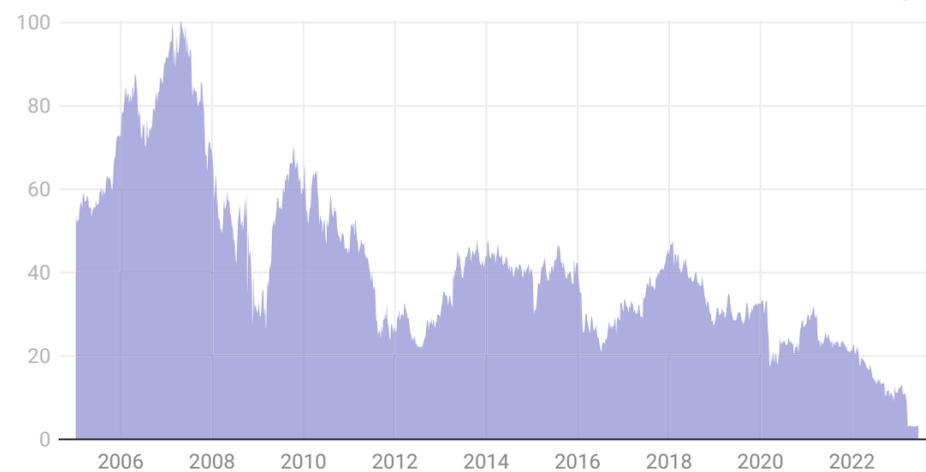
Tabelle: themarket.ch – Quelle: Insiderviz.com

Insider	Unternehmen	Betrag, in Mrd. \$
Elon Musk	Tesla	10
Jeff Bezos	Amazon	9,97
Mark Zuckerberg	Meta Platforms	4,47
Larry Page	Alphabet	1,55
Sergey Brin	Alphabet	1,52
Larry Ellison	Oracle	0,73
Jensen Huang	Nvidia	0,43
Satya Nadella	Microsoft	0,37
Tim Cook	Apple	0,36

2) Marktkapitalisierung von Credit Suisse

in Mrd. Fr.

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



3) Akquisitionen von Valeant Pharmaceuticals

Tabelle: themarket.ch – Quelle: Reuters

Jahr	Akquiriertes Unternehmen	Kaufpreis, in Mio. \$
2008	Coria Laboratories	95
2008	DermaTech	13
2009	Dow Pharmaceutical Sciences	285
2010	Reverse Merger mit Biovail	3200
2011	PharmaSwiss	481
2011	AB Sanitas	500
2011	Afexa Life Sciences	76
2011	Dermatologie-Geschäft von Sanofi	425
2012	Medicis Pharmaceutical	2600
2013	Bausch & Lomb	8600
2015	Salix Pharmaceuticals	14'500

Microsoft und Amazon über Meta Platforms und Alphabet bis hin zu Tesla und Nvidia warfen Insider damals bis Anfang Dezember Aktien im Wert von 69 Mrd. \$ auf den Markt; eine Zunahme von 30% im Vorjahresvergleich und fast 80% mehr als im zehnjährigen Durchschnitt (vgl. Grafik 1). Es dauerte nicht lange, bis der Bärenmarkt begann.

2 Obsession des Top-Kaders mit dem Aktienkurs

Verkäufe von Insidern müssen nicht immer eine rote Flagge sein. Manchmal haben die Gründe dafür nichts mit dem Geschäftsgang

zu tun, beispielsweise bei anfallenden Steuern, bei einer Scheidung oder beim Erwerb einer Liegenschaft. Auch sind Management-Transaktionen oft mit einer im Voraus geplanten Einlösung von Optionen verbunden.

Problematisch wird es aber vor allem, wenn sich das Top-Kader auch sonst fragwürdig verhält. Dazu zählt eine Obsession mit dem Aktienkurs. Das Management des Ende 2001 kollabierten Energieriesen Enron etwa befeuerte den Kurs wiederholt durch öffentliche Äusserungen, um Optionen mit möglichst grossem Gewinn einzulösen. Am Hauptsitz in Houston wurde die Entwicklung der Valoren sogar in Echtzeit im Lift angezeigt.

In Kürze:

- Skandale und Betrugsfälle gibt es immer wieder
- Anzeichen für Probleme treten selten isoliert auf
- Diese Hinweise helfen, böse Überraschungen zu vermeiden

3 Unverhältnismässige Vergütungen

Kein gutes Zeichen sind ebenso üppige Vergünstigungen wie die ausschweifende Nutzung von Privatflugzeugen. Jeff Immelt, der als CEO das traditionsreiche Industriekonglomerat General Electric nahezu in den Ruin trieb, düste im Firmenjet wie ein Staatschef um die Welt. Er liess sich zudem als Back-up stets eine zweite Maschine ohne Passagiere hinterhersenden, damit ihm bei einem Ausfall seines regulären Flugzeugs keine Unbequemlichkeiten entstehen würden.

Generell sollte eine royale Vergütung des Konzernchefs und seiner Entourage vorsichtig stimmen. Das gilt besonders, wenn sie im frappanten Gegensatz zum Kursverlauf der Aktien steht. Credit Suisse beispielsweise schüttete zwischen 2009 und 2020 allein Boni in kumulierter Höhe von 43 Mrd. Fr. aus. Gemessen an der Marktkapitalisierung wurden bis zum De-facto-Kollaps der Grossbank im letzten Frühjahr derweil mehr als 70 Mrd. Fr. an Wert vernichtet (vgl. Grafik 2).

Ein klassisches Warnsignal ist in diesem Kontext ein Verwaltungsrat, der primär mit Jasagern und/oder Berühmtheiten bestückt ist, die von der Branche wenig verstehen. Beim Medtech-Start-up Theranos etwa, einem der spektakulärsten Betrugsfälle in der Geschichte des Silicon Valley, sasssen Koryphäen wie die vormaligen US-Regierungsmitglieder Henry Kissinger und James Mattis sowie der frühere Wells-Fargo-Chef Richard Kovacevich im Gremium.

Die Liste der «Red Flags» zum Verhalten der Unternehmensführung lässt sich beliebig ergänzen. Weitere problematische Anzeichen sind häufige Wechsel in der Geschäftsleitung (besonders bei der Funktion des Finanzchefs), übermässige Wohltätigkeitsspenden, ein extravaganter Geschäftssitz, Ehe- oder Liebesbeziehungen zwischen Angehörigen des Managements sowie ein CEO, der bei früheren Skandalen und/oder Konkursen massgeblich involviert war.

Ein Alarmsignal kann auch sein, wenn sich ein Unternehmen prestigeträchtige Namensrechte an einer Sportarena sichert. Diverse Unternehmenspleiten sind auf spektakuläre Sponsoring-Deals gefolgt. Beispiele für den sogenannten Stadium Curse sind das Citi Field in New York und das Wachovia Center in Philadelphia. Beide Grossbanken gerieten in der Finanzkrise von 2008/09 in Notlage. Ähnlich verhielt es sich bezüglich des United Center in Chicago, des Enron Field in Houston und zuletzt der FTX Arena in Miami.

4 «Alternative» Geschäftszahlen

Ein weiterer Bereich, in dem es sich auszahlt, ein Auge auf Unregelmässigkeiten zu werfen, umfasst die Kommunikation eines Unternehmens im Allgemeinen. Dazu gehören Aspekte wie eine intransparente Rechnungslegung, irreführende Aussagen bei Quartalsberichten oder bei anderen kursrelevanten Nachrichten sowie der allgemeine Auftritt nach aussen.

Gerade bei kleineren Unternehmen sollte es hellhörig machen, wenn vage «Grossaufträge» oder Kooperationen mit renommierten Weltkonzernen angekündigt werden, ohne Zahlen zum Umfang der Vereinbarung zu nennen. Auch das Vorgreifen auf regulatorische Entscheide in der öffentlichen Kommunikation ist ein Warnsignal. Ein typischer Fall spielte sich während der Pandemie bei der Biotech-Firma Relief Therapeutics ab.

«Skepsis ist beim Fehlen gängiger Kenngrössen im Communiqué zum Geschäftsabschluss angebracht»

Skepsis ist ebenso beim Fehlen gängiger Kenngrössen im Communiqué zum Geschäftsabschluss angebracht. Das Gleiche gilt bei einem starken Fokus auf «bereinigte» Zahlen, obwohl die angeblichen Sondereffekte ständig wiederkehrende Kosten sind. Es empfiehlt sich daher, auf die Häufung von Erwähnungen wie «bereinigt» oder «adjustiert» im Geschäftsbericht zu achten.

Ein prominenter Fall ist WeWork. Der Bürovermieter, der letzten Herbst Konkurs angemeldet hat, wies seine operative Leistung im IPO-Prospekt vorzugsweise mit einem «Community Adjusted Ebitda» aus. Die Kennziffer umfasste nicht nur den Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen, sondern auch eine Reihe essenzieller Kosten wie Miete, Elektrizität, Internet sowie die Ausstattung und Wartung von Gebäuden.

5 Finanzspielereien

«Red Flags» sind oft auch Finanzspielereien (Financial Engineering). So werden bei hoch verschuldeten Unternehmen Verpflichtungen manchmal verschleiert, indem sie aus der Bilanz ausgegliedert werden. Der Kollaps der Investmentbank Lehman Brothers richtete diesbezüglich ein Schlaglicht auf die «kreative» Verbuchung kurzfristiger, pfandbesicherter Kredite (Repurchase Agreements, Repo), um die Eigenkapitalquote aufzublähen.

Buchhalterische Tricks zu durchschauen, ist nicht immer einfach. Als Anhaltspunkt können ungewöhnlich umfangreiche Anmerkungen im Geschäftsbericht, ständig neue Berechnungsmethoden für wichtige Kennzahlen oder komplizierte Strukturen bei der Fremdfinanzierung mit Instrumenten wie Derivaten helfen. Der Bankrott des Kosmetikherstellers Revlon im Sommer 2022 legte eine ganze Reihe solcher Praktiken offen.

Löcher in der Bilanz und andere Ungereimtheiten werden gerne in Tochterfirmen aus Ländern oder Regionen versteckt, in denen Informationen nur schwer zugänglich sind. Oft kommt eine kompliziert verschachtelte Organisationsstruktur hinzu, um Gelder innerhalb des Unternehmens hin- und herzuschicken. Kaum ein Zufall ist, dass der Betrugsskandal um den Fintech-Konzern Wirecard letztlich im Kontext von Scheingeschäften in Asien aufflog.

4) Beyond Meat

Kursentwicklung seit dem Börsengang im Mai 2019, in %



5) Cisco Systems

Kursentwicklung seit 1995, in \$



Vorsicht ist deshalb besonders dann angebracht, wenn ein Unternehmen auffallend häufig den Buchprüfer wechselt. Das Gleiche gilt für Verstösse gegen die Börsenaufgaben im Zusammenhang mit der Berichterstattung. Kann der Geschäftsbericht nicht in der regulären Frist veröffentlicht werden, handelt es sich in der Regel um gröbere Probleme.

leger. Die Realität zeigt aber, dass diese Namen die grosse Ausnahme sind. Wenn in den Finanznachrichten euphorisch über eine kleine Firma in einem etablierten Markt berichtet wird, ist deshalb Vorsicht angebracht. Beispiele aus der jüngeren Vergangenheit sind Beyond Meat, Peloton und Roblox, von denen man kaum mehr etwas hört (vgl. Grafik 4).

6 Immer grössere Übernahmen

Grundsatzfragen können sich bei der Strategie eines Konzerns ergeben. Ein Warnzeichen sind ständig neue Restrukturierungsprogramme. Das Gleiche gilt für unablässige Akquisitionen mit immer grösserem Volumen, sodass sich die tatsächliche Entwicklung des Geschäftsgangs von aussen nur schwer nachvollziehen lässt. Im letzteren Fall wird im Jargon auch von einem «Roll-up» gesprochen.

Ein Paradebeispiel dieser Kategorie war Valeant Pharmaceuticals. Die zunächst kleine Gesundheitsfirma rollte mit Zukäufen ein Unternehmen nach dem anderen auf und avancierte im Juli 2015 zum wertvollsten Konzern Kanadas (vgl. Grafik 3). Das Management um den früheren McKinsey-Berater Michael Pearson zog jeden Trick in der Rechnungslegung. Doch bereits im folgenden Herbst liess sich nicht mehr verbergen, dass Valeant für die Akquisitionen viel zu viel bezahlt hatte und mit fiktiven Geschäften den Umsatz schönte.

7 Hype in den Medien

Auf einer übergeordneten Ebene empfiehlt es sich schliesslich, darauf zu achten, wie ein Unternehmen in der breiten Öffentlichkeit und an den Finanzmärkten wahrgenommen wird: Basiert der Investment Case auf einer fundamental soliden Grundlage mit belegbaren Fakten? Oder handelt es sich primär um eine gute Story mit kühnen Annahmen zur Zukunft, die in den Medien gehypt wird?

Mit einem frühzeitigen Investment einen Supertreffer im Stil von Apple, Amazon oder Google zu landen, ist der Traum fast aller An-

8 Exzessive Bewertung

Ähnlich kann es sich aber auch mit vermeintlich unbesiegbaren Grosskonzernen verhalten, die auf dem Titelblatt von Zeitschriften gefeiert werden. Die historische Parallele dazu sind die Nifty-Fifty-Aktien aus den Sechzigerjahren. Mit einem Investment in Branchenleader wie Kodak, Xerox und Polaroid könne nichts schiefgehen, lautete der Tenor. Kein Preis sei demnach zu hoch. Doch als die Blase platzte, verloren viele dieser Valoren 70 bis 90%. Nicht wenige sind heute in der Bedeutungslosigkeit verschwunden.

Eine «Red Flag» ist diesbezüglich eine absurd hohe Bewertung. Cisco Systems zum Beispiel avancierte im Dotcom-Boom zum wertvollsten Konzern der Welt. Der Netzwerkausrüster wurde als Anbieter von «Schaufeln und Pickeln» im Goldrausch des anbrechenden Internetzeitalters zelebriert. Das Ausmass der Manie reflektierte sich im irrationalen Aktienpreis. Auf dem Peak vom März 2000 handelten die Titel zum astronomischen Kurs-Gewinn-Verhältnis von mehr als 200, das Verhältnis von Unternehmenswert zum Umsatz erreichte 31. Bis heute hat sich der Kurs nur teilweise vom Crash erholt, obwohl Cisco den jährlichen Gewinn inzwischen auf fast das Fünffache gesteigert hat (vgl. Grafik 5).

Natürlich, eine gewisse Bewertungsprämie kann durchaus gerechtfertigt sein. Ein Unternehmen, das konstant ein ansprechendes Gewinnwachstum ausweist, in einem strukturell wachsenden Markt hervorragend positioniert ist und eine hohe Visibilität hat, hat seinen Preis. Problematisch wird es aber häufig dann, wenn die Bewertung frappant von der historischen und/oder der branchenüblichen Norm abweicht.

9 Euphorische Analysten

Skepsis ist in diesem Kontext oftmals gerechtfertigt, wenn Analysten ein Unternehmen einhellig zum Kauf empfehlen und sich gegenseitig mit irrsinnigen Kurszielen überbieten. Speziell in schnelllebigen Sektoren wie Informationstechnologie und Biotechnologie ist es wegen des ständigen Wandels schwierig, die Geschäftsentwicklung zu prognostizieren. Entsprechend lohnt es sich, in den Analystenmodellen beim geschätzten Gewinn auf «heisse Luft» zu achten.

Die Technologieblase von 1999/2000 bietet auch hier Anschauungsmaterial. Manche Analysten gaben damals sogar offen zu, dass ihre Kaufempfehlungen weniger auf sorgfältigen Recherchen basierten, sondern vielmehr darauf, dem breiten Publikum zu sagen, was es hören wollte: «Wenn Anleger in diese wachstumsstarken Unternehmen investieren wollen, versuchen wir lediglich, ihre Zahlungsbereitschaft in ein Kursziel und damit in eine Aktienempfehlung zu übertragen», hiess es dazu beispielsweise aus dem Research der US-Grossbank Morgan Stanley.

10 Hoher Short-Anteil

Ein Anzeichen dafür, dass etwas mit der Bewertung möglicherweise nicht stimmt, kann ein hoher Short-Anteil im Verhältnis zur Zahl der ausstehenden Aktien sein. Mitunter aus diesem Grund präsentiert The Market monatlich eine Übersicht zu den am meisten leerverkauften Titeln an den Börsen in der Schweiz und in Deutschland.

Besonders heikel ist, wenn ein Unternehmen Short-Seller für seine Probleme verantwortlich macht. Enron, Lehman Brothers oder Wirecard sind nur einige Beispiele. In der Börsengeschichte herrscht kein Mangel an Konzernchefs, die sich eine Fehde mit Leerverkäufern lieferten und in Anbetracht kompromittierender Fakten den Kürzeren zogen.

Fazit

Diese Zusammenstellung präsentiert eine Auswahl der wichtigsten Warnsignale. Unternehmen, bei denen es gar keine Anzeichen für mögliche Gefahren gibt, existieren in der realen Welt nicht. Entscheidend ist immer die Balance zwischen Chancen und Risiken. Der Boom an den Aktienmärkten hat sich in den vergangenen Jahren primär um Tech-Aktien gedreht. Warnzeichen gibt es in diesem Sektor heute deshalb reichlich.

Unternehmen wie Salesforce, Uber und Airbnb etwa konnten bisher auf «adjustierte» Kenngrössen abstellen, die weit von den offiziellen Geschäftsdaten abweichen. Die Toleranz für Praktiken wie das Ausklammern von Aktienvergütungen aus den Betriebskosten dürfte fortan wesentlich geringer sein. In Fällen wie Nvidia, AMD und Palantir wiederum scheint die Bewertung ziemlich sportlich. Ein ganzes Meer von roten Flaggen weht über Tesla; von der enorm stolzen Bewertung über häufige Wechsel des Finanzchefs und einer exorbitanten Vergütung des Konzernchefs bis hin zu einer Vielzahl von Verstössen gegen die Börsenregeln und gegen andere Auflagen.

Der wohl beste Indikator für mögliche Probleme bleibt aber letztlich der gesunde Menschenverstand: Wenn etwas zu gut klingt, um wahr zu sein, dann ist es das auch – die Börse ist dabei keine Ausnahme.

Lesen und teilen Sie diesen
Artikel online:

go.themarket.ch/z115



+++ Valor 56238816 | SIX-Symbol TMBITQ | ISIN CH0562388162 +++

Tracker-Zertifikat auf das The Market Best Ideas Portfolio



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

Die Redaktion von The Market analysiert täglich das Geschehen an den globalen Finanzmärkten und in der Welt der Unternehmen. Dabei gilt der Fokus stets den grossen Zusammenhängen und der fundierten Recherche aus Sicht des Investors. Seit März 2020 führt die Redaktion das The Market Best Ideas Portfolio, bestehend aus den Aktien von rund 35 Unternehmen, die attraktive Anlageperspektiven bieten. In der Auswahl der Aktien achtet die Redaktion auf hohe Qualität, in Form stabiler Kapitalrenditen und Margen, solider Bilanzen und nachhaltiger Ent-

wicklung der Dividende. Geografisch ist das Portfolio auf die Schweiz ausgerichtet, es wird jedoch mit internationalen Aktien ergänzt. Das Portfolio eignet sich für Investorinnen und Investoren mit langem Anlagehorizont.

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

Weitere Infos unter
go.themarket.ch/bestideas



Valor 56238816
SIX-Symbol TMBITQ
ISIN CH0562388162

Kontakt für produktbezogene Fragen
Leonteq Securities AG | Telefon +41 58 800 1111 | eMail info@leonteq.com

POWERED BY
LEONTEQ

INTERVIEW

«Das Beste für Gold kommt noch»

Ronald-Peter Stöferle, Partner des Liechtensteiner Vermögensverwalters Incrementum, sagt im Interview, warum Gold trotz bisher ausgebliebener Rezession und höherer Zinsen auf Allzeithöchst notiert. Zudem erklärt er, warum Minenwerte in einen Superzyklus eintreten könnten. **Von Gregor Mast**



«Gold tut immer das, was man von ihm erwartet, es tut es nur nie dann, wann wir es erwarten», zitiert Ronald-Peter Stöferle den US-Autor Richard Russell. Besser kann das derzeitige Geschehen am Edelmetallmarkt nicht beschrieben werden. Obwohl weder eine Rezession noch die Kehrtwende der US-Notenbank eingetreten sind und Privatanleger Geld aus börsengehandelten Goldfonds (ETF) abziehen, notiert der Unzenpreis auf Allzeithöchst. «Es scheint, als habe sich das Drehbuch für Gold geändert», sagt Stöferle, der mit seinem Team am 17. Mai die nächste Ausgabe des jährlich erscheinenden, weltweit beachteten «In Gold We Trust»-Reports herausgeben wird, im Gespräch. Die Musik am Goldmarkt spiele zunehmend in den Schwellenländern, wo die Notenbanken sich nach Alternativen zum Dollar umsehen würden.

Dazu kämen die unhaltbare Verschuldung und die mangelnde Fiskaldisziplin in den Industrieländern. «Natürlich werden diese Staaten nicht pleitegehen; die Schulden werden monetarisiert, also durch die Notenbanken aufgekauft werden.» Die Inflation werde uns deshalb weiter beschäftigen. Ferner erklärt Stöferle, warum das Edelmetall für Investoren zunehmend zu einem Anleihenersatz werden könnte, weshalb die Zyklen bei Goldminen so lange dauern und was Gold mit der italienischen Fussballlegende Paolo Maldini gemeinsam hat.

Herr Stöferle, vergangenes Jahr haben wir über die nahende Rezession und die bevorstehende Kehrtwende der US-Notenbank gesprochen, die den Goldpreis beflügeln sollten. Obwohl bisher weder das eine noch das andere eingetreten ist, ist der Unzenpreis auf ein neues Allzeithöchst vorgestossen. Was passiert da gerade?

Wenn Sie mir gesagt hätten, dass Gold steigen wird, obwohl sowohl die Nominal- als auch die Realzinsen deutlich anziehen werden und Privatanleger Geld aus ihren Gold-ETF abziehen, hätte ich Sie für verrückt erklärt. Doch genau das ist geschehen. Wegen des deutlichen Rückgangs der Inflation sind die Realzinsen massiv gestiegen, und Investoren haben in den vergangenen Monaten 310 Tonnen Gold aus ETF abgezogen. Dennoch notiert Gold auf einem Allzeithöchst. Es scheint, als habe sich das Drehbuch für Gold geändert.

Wie sieht denn das neue Drehbuch aus?

Ich habe die verzögerten Effekte der enormen fiskalischen Stimuli in den USA wie des Inflation Reduction Act, der die Inflation ironischerweise eher anheizt, oder der Massnahmen im Zuge der kalten Progression, die erst nachgelagert wirken, unterschätzt. Kehrseite der Medaille ist ein enormes US-Budgetdefizit von 8% der jährlichen Wirtschaftsleistung, was es in einem Jahr mit Vollbeschäftigung und robustem Wirtschaftswachstum noch nie gegeben hat. Die US-Schulden sind seit 2019 um 10 Bio. auf 34 Bio. \$ gestiegen. Vor der

Covid-Krise belief sich der Zinsdienst auf 1 Mrd. \$ pro Tag, mittlerweile sind es 2 Mrd. \$ pro Tag, Tendenz stark steigend. Die US-Regierung agiert wie ein betrunkenen Matrose auf Landgang, und der Goldpreis eskomptiert das. Dazu kommt, dass die Musik am Goldmarkt zunehmend in den Schwellenländern und nicht mehr im Westen spielt.

Können Sie das ausführen?

Die Staaten der Brics+ weisen einen enormen Handels- und Leistungsbilanzüberschuss gegenüber dem Westen auf. Mit den zufließenden Devisen haben sie ihren Goldbestand deutlich aufgestockt – dies vor allem seit den Sanktionen gegen Russland. Gold wird damit für die Notenbanken immer mehr zu einer neutralen, höchst liquiden und nicht vermehrbaren Alternative zum Dollar und zu US-Treasuries. Gold ist deshalb auch ein Play auf eine positive Entwicklung in den Schwellenländern, was oft unterschätzt wird. Käufer sind dabei nicht nur die Notenbanken, sondern auch die dortigen Privatinvestoren. Es gibt einen engen Zusammenhang zwischen Wachstum in den Emerging Markets und Pro-

Kopf-Nachfrage nach Gold. Vereinfacht könnte man sagen: Der Osten hat die Vermögenswerte, die Sparguthaben und den steigenden Wohlstand, der Westen hat die Schulden.

Ist die Rezession im Westen vom Tisch?

In den letzten drei Zyklen begann die Rezession zehn bis siebzehn Monate nach der letzten Zinserhöhung. Das Fed hat die Zinsen am 27. Juli 2023 letztmals erhöht. Eine Rezession in diesem Jahr ist durchaus möglich, zumal viele, die eine solche prognostiziert hatten, inzwischen umgeschwenkt sind. Jetzt warnen nur noch Mohikaner wie Dave Rosenberg von Rosenberg Research oder Albert Edwards von Société Générale vor einem Abschwung. Im Mittel hat Gold in den seit 1971 aufgetretenen Rezessionen 10,6% zugelegt, es ist also eine hervorragende Absicherung gegen eine schrumpfende Wirtschaft.

Was erwarten Sie von der US-Notenbank?

Ich rechne nicht damit, dass das Fed die Zinsen nochmals erhöht. Die Konsequenzen der unerwartet heftigen Zinswende machen sich immer stärker bemerkbar, und es zeigen sich Risse beispielsweise bei den Immobilienentwicklern, wie mein Landsmann René Benko am eigenen Leib erfahren musste. Man muss nur mit Unternehmern und Bankern reden, um zu merken, dass die Realität weit weg ist von dem Goldilocks-Szenario, das die Märkte einpreisen. In den letzten drei Zyklen hat Gold nach der letzten Zinserhöhung 43, 78 und 54% zugelegt. Jetzt stehen wir bei 7%. Das Beste kommt also noch.

Vor diesem Hintergrund erstaunt schon, dass nicht nur Gold, sondern auch der Bitcoin, die US-Börsen oder Junk Bonds deutlich angezogen haben.

Ende Oktober war der Pessimismus enorm gross, es brauchte demnach nicht viel, damit

die Börsen steigen. Das hat sich inzwischen geändert, die Märkte preisen das perfekte Umfeld ein. Gold ist anders gelagert. Die Positionierung war extrem einseitig, die Spekulanten haben das Interesse verloren, und viele Anleger waren von der Performance enttäuscht, obwohl Gold vergangenes Jahr in Dollar 12,8%, in Yen 21% und in Euro 9% gestiegen ist. Viele Anleger scheinen vom Gold zu erwarten, dass es mit den «glorreichen Sieben» mithalten kann. Der Value-Manager Peter Frech hat das Börsengeschehen neulich mit Kinderfussball verglichen, wo alle dem Ball nachrennen und sich niemand um die Defensive kümmert. Das ist jetzt der Fall.

«Für mich ist Gold der Paolo Maldini des Portfolios»

Gold sorgt für die Defensive?

Ich bin ein grosser Fussballfan. Dabei haben es mir nicht unbedingt die Stürmer angetan, sondern die Verteidiger, die oft weniger im Rampenlicht stehen. Für mich ist Gold der Paolo Maldini des Portfolios. In über 900 Spielen für AC Milan und das italienische Nationalteam hat er nur zwei rote und rund neunzig gelbe Karten kassiert. Als Verteidiger war er extrem elegant, umsichtig, verlässlich, und er sah auch recht gut aus. Er war nicht der grosse Offensivspieler, hat aber doch Tore geschossen und vor allem solche eingeleitet. Wie Maldini macht Gold nicht nur hinten dicht und gewährleistet Stabilität im Portfolio, sondern funktioniert auch in der Offensive. Diese Eigenschaften scheinen derzeit

auch einige respektierte, oft antizyklisch agierende Investoren zu würdigen.

An wen denken Sie?

Stanley Druckenmiller hat mehrere Technologiewerte abgestossen und in Barrick Gold und andere Minen umgeschichtet, und Hiperion von Elliott Management hat einen Fonds aufgelegt, der unterfinanzierte Minen unterstützt. Zudem könnte Gold in gemischten Portfolios vermehrt zu einem Anleiherersatz werden. Viele Family Offices dürften sich angesichts des 2020 gestarteten Bärenmarktes in Bonds nach Alternativen umsehen, zumal wir damit rechnen, dass Inflation und Haushaltsdefizite hoch bleiben und die Schwellenländer eher einen Bogen um US-Staatsanleihen machen werden.

Kann Gold Anleihen wirklich ersetzen, die oft mehr als die Hälfte eines gemischten Portfolios ausmachen?

Die oftmals empfohlene Goldquote von 1 bis 2% macht im Portfolio keinen Sinn. Gemäss einer Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich sollten Schwellenländer bis zu 20% ihrer Reserven in Gold halten. Diese 20% entsprechen ziemlich exakt der Goldquote der westlichen Notenbanken. In den Schwellenländern sind es derzeit aber lediglich 6%. Sie haben also Aufholbedarf.

Wie präsentiert sich die Lage bei hiesigen institutionellen Investoren?

Pensionskassen und Versicherer dürfen aus regulatorischen Gründen oft kein physisches Gold kaufen. Dennoch gibt es ein gewisses Umdenken. In den vierzig Jahren der Great Moderation mit moderatem Wachstum und stetig sinkenden Inflationsraten war keine strategische Goldallokation notwendig. Sollte

die Inflation hoch bleiben und die Teuerungsrate stärker schwanken, wird Gold in die strategische Vermögensaufteilung einziehen.

Was macht Sie da so sicher?

Am Ende der stagflationären Siebzigerjahre, als das Vertrauen in den Dollar und besonders in Anleihen am Tiefpunkt lag, hatten Institutionelle mehr als 20% in Gold investiert. Anleihen wurden damals als «Certificates of Confiscation» bezeichnet. Bleibt die Inflation hoch, dürfte sich die negative Korrelation zwischen den beiden wichtigsten Anlageklassen, Aktien und Anleihen, umdrehen, Aktien und Bonds dürften also Hand in Hand steigen und fallen, sodass der Diversifikationseffekt aufgehoben wird. Das hätte massive Konsequenzen für die Asset Allocation. Natürlich muss das in Bonds investierte Geld nicht ausschliesslich in Gold fliessen, es können auch alternative Anlagen, Schwellenländeranleihen, Bitcoin oder Rohstoffe sein. Aber ich glaube schon, dass es bei vielen Portfoliomanagern zu einem Umdenken kommt.

«Goldminen sind unbeliebt, unterbewertet und in den Anlageportfolios untervertreten»

Warum soll die Teuerung hoch bleiben? Die meisten Experten rechnen mit rückläufigen Raten.

Die Geschichte zeigt, dass Inflationsschocks oft sehr hartnäckig sind. Dafür gibt es einige Gründe. So riechen Arbeitnehmer Lunte und merken, dass sie mehr Verhandlungsmacht haben als gedacht. Dann spüren wir den monetären Klimawandel, wie wir ihn in unserem «In Gold We Trust»-Report von 2021 genannt haben: Während die Notenbanken auf die Bremse getreten sind, haben die Regierungen munter Geld ausgegeben. Das hat mit Corona begonnen, als viele Politiker gemerkt haben, dass sich fiskalische Grosszügigkeit an der Wahlurne auszahlt. Fiskalstimuli wirken viel schneller auf Konjunktur und Inflation als geldpolitische Massnahmen. Dazu kommen Sonderthemen wie Re- und Nearshoring, Handelshemmnisse, Deglobalisierung, der Wille zur Aufrüstung oder die Energiewende, die alle inflationär wirken.

Gerade die fiskalische Grosszügigkeit geht mit höheren Schulden einher.

Bereits jetzt ist die Verschuldung in vielen westlichen Staaten alles andere als nachhaltig, und Sparpakete und fiskalische Austerität sind seltener als magersüchtige Sumoringer. Natürlich werden diese Staaten nicht pleitegehen; die Schulden werden monetarisiert, also durch die Notenbanken aufgekauft werden. Der US-Ökonom Murray Rothbard, ein Vertreter der Österreichischen Schule der Nationalökonomie, hat dafür ein Dreiphasenmodell entwickelt: Auf die monetäre Inflation, also das Wachstum der Geldmenge, folgt die Inflation der Vermögenspreise – die sich in der letzten Dekade deutlich gezeigt hat –, bis schliesslich die Konsumentenpreise anziehen. An diesem Punkt stehen wir jetzt. Wir erwarten keine Hyperinflation, aber ein Umfeld mit strukturell höherer und vor allem stärker schwankender Inflation.

Warum haben Goldminen den Anstieg des Goldpreises bisher nicht mitgemacht?

Goldminen erfüllen die drei U-Kriterien für antizyklische Investitionen: Sie sind unbeliebt, unterbewertet und in den Portfolios untervertreten. Der Goldbugs-Index erreichte 2011 ein Höchst bei 640, jetzt steht er bei 230. Goldminen hatten mit steigenden Kosten zu kämpfen, 2022 sind die Förderkosten mehr als 20% gewachsen. Vergangenes Jahr dürften es noch 5 bis 6% gewesen sein. Viele Unternehmen wirken der Kosteninflation entgegen,



Ronald-Peter Stöferle

Ronald-Peter «Ronnie» Stöferle ist Partner von Incrementum und zuständig für Research und Portfoliomanagement. Er studierte Betriebswirtschaftslehre und Finance in den USA und an der Wirtschaftsuniversität Wien. Nach seinem Abschluss arbeitete er bei Erste Group im Research, wo er 2007 erstmals den «In Gold we Trust»-Report publizierte. Seit 2013 ist er Lektor am Scholarium in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. 2014 veröffentlichte er das Buch «Österreichische Schule für Anleger» und 2019 das Buch «Die Nullzinsfalle». Er ist verheiratet und Vater dreier Töchter.

indem sie langfristige Lieferverträge abschliessen oder Lösungen für die Personalkosten finden. Die Kostenexplosion wird heuer also nicht stattfinden, tendenziell folgen die Kosten aber dem Goldpreis, weil mit höheren Kursen weniger ergiebige Vorkommen abgebaut werden, was auf die Margen drückt. Grundsätzlich dürften aber auch die Minen vor einem Aufschwung stehen.

Wirklich? Vieles klingt nicht gerade positiv für die Förderer.

Minenaktien folgen extrem langen Zyklen. Das liegt einerseits an der hohen Stock to Flow Ratio des Goldes, die Diskrepanz zwischen Goldbestand und jährlicher Förderung ist extrem gross, was Gold von herkömmlichen Rohstoffen wie Kupfer und Öl unterscheidet, die kürzere Zyklen aufweisen. Nach ausgedehnten Boomphasen verleiten die hohen Margen die Minen zu einem suboptimalen Umgang mit den Ressourcen, es wird beispielsweise zu horrenden Konditionen akquiriert. Umgekehrt werden die Förderer in lange dauernden Depressionsphasen zu einer massiven Konsolidierung und zu höherer Effizienz gezwungen, es kommt zu einer Gesundheitskrumpfung, während deren auch Unternehmen pleitegehen. Das ist der Zeitpunkt, bei Minenaktien einzusteigen. Minen eignen sich nicht für Buy-and-Hold-Investitionen.

Warum nicht?

Weil die Zyklen so ausgeprägt sind, bringt die beste Bottom-up-Analyse nichts, wenn Minenwerte im Gegenwind stehen. Ausgelöst werden die Superzyklen meist durch fundamentale Veränderungen der monetären Rahmenbedingungen. Da die Notenbanken die Zinsen eher senken als erhöhen werden, hat der Zyklus bei Minenwerten nach oben gedreht. Wir haben zum Timing das Active-Aurum-Signal entwickelt, in das Faktoren wie Anlegerstimmung, Risikoappetit, Momentum oder Makroindikatoren einfließen. Es hat Anfang Dezember grünes Licht für den Kauf von Minenaktien gegeben.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

go.themarket.ch/z118



«Sparpakete und fiskalpolitische Austerität sind seltener als magersüchtige Sumoringer»



Wachstum oder Substanz? Das ist hier die Frage

Wer in den letzten eineinhalb Jahren in Wachstumswerte investierte, konnte fast nichts falsch machen. Doch gilt das weiterhin oder ist nun das Zeitalter der Substanzwerte mit starken Dividenden wieder angebrochen? Und wie sollen sich Anlegende aufgrund ihrer spezifischen Bedürfnisse positionieren?

«Die sieben Samurai» von Akira Kurosawa hat im Jahr 1954 Filmgeschichte geschrieben. Mit den «Glorreichen Sieben» (Originaltitel «The Magnificent Seven») gelang 1960 eine fast ebenso legendäre Western-Adaption mit Yul Brynner in der Hauptrolle. Lediglich das Remake von 2016 mit Denzel Washington verblasste daneben etwas. Ganz anders als die Neuauflage aus den Jahren 2019 bis 2023. Nur fand sie diesmal nicht im Kino, sondern an der Börse statt. Apple, Microsoft, Google, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta und Tesla versechsfachten ihren Wert in diesen fünf Jahren und verdoppelten sich im Jahr 2023. Seither werden die sieben Techwerte aus den USA ehrfurchtsvoll «The Magnificent Seven» oder kurz «Mag 7» genannt. Ob einzelne von ihnen – wie im Film – künftig ihr Leben lassen, bleibe dahingestellt.

Glücklich jedenfalls, wer sie oder andere High-techwerte aus Informatik, Chipindustrie, Elektromobilität oder künstlicher Intelligenz in seinem Portefeuille hatte. Die Gründe für dieses Kursfeuerwerk sind spektakuläre Technologie-

sprünge, insbesondere die Zuversicht um die künstliche Intelligenz, welche seit der Lancierung von ChatGPT viel stärker geworden ist.

Vergleich mit der Techblase 2000?

Weniger erfreulich liefen in den letzten Jahren und namentlich auch 2023 Substanzwerte wie Nestlé, Roche, Coca-Cola oder General Motors, die für ihre grosse Beständigkeit und ihre ansprechenden Dividenden bekannt sind. Sie dümpelten vor sich hin oder verloren gar an Wert. Unter Anlegerinnen und Anlegern galten sie als langweilig und überholt. Seit 2018 erzielten Substanzaktien nicht mal die Hälfte der Renditen von Wachstumsaktien. Eine ähnliche Entwicklung gab es schon einmal – während der Technologieblase von 1996 bis 2000. Damals legten Technologieaktien fast 300 Prozent zu, während Substanzwerte nur etwa 80 Prozent gewannen. In der folgenden Rezession verloren die Technologiewerte dann aber rund 70 Prozent an Wert. Erst rund zehn Jahre später waren diese Verluste wieder aufgeholt.

Genau wie damals hat die Konzentration in den wichtigsten Aktienindizes stark zugenommen. Derzeit haben die zehn grössten Aktien im US-Aktienmarkt ein Gewicht von 33 Prozent – Tendenz steigend. Eine derartige Konzentration führt dazu, dass erstens wenige Aktien den Markt sehr stark bewegen, und zweitens, dass sich das Diversifikationspotenzial für Anlegende verringert. Historisch lagen die Höhepunkte der Konzentration meistens vor einer Korrektur der Aktienmärkte.

Ein überhasteter Ausstieg aus den Mag 7 oder anderen bedeutenden Technologieaktien wäre allerdings eine verfehlte Strategie. Denn anders als 2001 sind die heutigen Tech-Giganten sehr gut kapitalisiert und auch ihre Umsätze und ihre Gewinne belaufen sich auf ein Vielfaches der damaligen Börsen-Highflyer. Ein wichtiges Mass dafür ist das Verhältnis von Unternehmenswert zu Umsatz (Fachbegriff Enterprise Value/Sales, abgekürzt EV/S). Viele Technologieunternehmen wie Cisco, Intel oder Oracle wiesen zu Beginn des Jahrtausends ein EV/S von 12 bis 20 aus. Die heutigen Mag 7 liegen dagegen bei einem EV/S von 2 bis 9. Einziger Ausreisser ist heute Nvidia mit einem EV/S von 13. Mit ein Grund, warum viele Anlegerinnen und Anleger inzwischen die Aktien des Spezialisten für Grafikkarten als hoch bewertet ansehen. Aus der damaligen Tech-Bubble konnte sich einzig Microsoft bis heute unter den Top-Techfirmen halten. Heute verfügt Microsoft über ein EV/S von 9. Vor 24 Jahren belief es sich auf 19.

war. Nun können Value-Aktien ihre Stärken wieder vermehrt ausspielen, so wie sie es über viele Jahre und Jahrzehnte getan haben. In der Tech-Euphorie ging oft vergessen, dass Substanzwerte zumindest in der Vergangenheit die Wachstumswerte über einen längeren Zeitraum klar hinter sich liessen. Auch kleinkapitalisierte Unternehmen sollten nun eher wieder auf dem Radar der Anlegerinnen und Anleger auftauchen, da sie von fallenden Zinsen profitieren würden.

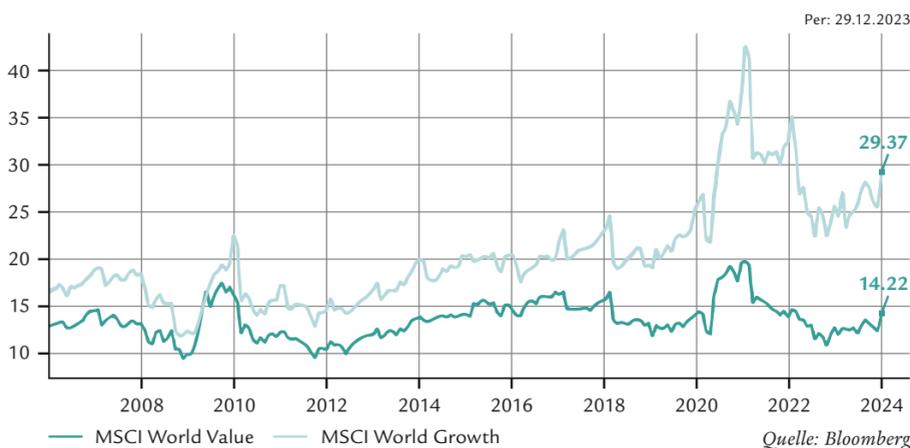
Chancen für Schweizer Aktien

Zurückgehende Inflation und damit die Hoffnung auf sinkende Leitzinsen sprechen ebenfalls für eine Normalisierung an den Märkten. Eine Rezession, insbesondere in den USA, scheint weniger wahrscheinlich als noch vor wenigen Monaten. Vor allem in der Schweiz konnte die Inflation inzwischen deutlich unter die maximal erwünschte Grenze von 2 Prozent gedrückt werden. Das spricht für den Schweizer Aktienmarkt, der in den letzten Jahren mangels eigener Tech-Giganten ein eher stiefmütterliches Dasein fristete. In den letzten fünf Jahren erzielte der schweizerische Markt nur die Hälfte der US-Aktienrendite von gut 70 Prozent und rund 15 Prozent weniger als globale Aktien.

Für die Anlegerinnen und Anleger heisst dies, dass sich insgesamt mehr Möglichkeiten eröffnen. Die Wahl, ob eher Wachstumswerte oder Substanzwerte, zyklische oder antizyklische Aktien, gross- oder kleinkapitalisierte, bleibt allerdings anspruchsvoll. Sie hängt auch stark vom persönlichen Risikoprofil und von den spezifischen Wünschen und Bedürfnissen der Anlegerinnen und Anlegern ab. Die grossen Renditeunterschiede der letzten Jahre zwischen den verschiedenen Aktienstilen verdeutlichen jedoch, wie wichtig eine breite Diversifikation der Aktienanlagen ist.

Value vs. Growth: Potenzial haben beide

Gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis haben Wachstumswerte Substanzwerte in den letzten Jahren klar geschlagen. Nun werden Value-Aktien wieder interessanter.



Rendite-Risiko-Verhältnis gleicht sich an

Das Platzen einer Blase ist heute also viel unwahrscheinlicher als damals. Hingegen stellt sich die Frage, ob die hohe Bewertung dieser sieben Tech-Giganten noch angemessen ist. So trauen etwa Analysten von Morgan Stanley oder Swiss Life den Mag 7 zwar weiterhin robustes Wachstum zu. Gleichzeitig kommen sie zum Schluss, dass die stolzen Bewertungen bereits viel von diesem künftigen Wachstum vorwegnehmen. Oder anders ausgedrückt: Ihr Rendite-Risiko-Verhältnis ist nicht besser als das von klassischen Value-Aktien.

Für Investorinnen und Investoren verbreitert sich das Anlageuniversum damit schlagartig. Denn in jüngster Zeit wurde der gesamte Aktienmarkt faktisch von den glorreichen Sieben dominiert, was einer vernünftigen Diversifikation abträglich

KURZ ERKLÄRT

Value. Unternehmen mit starkem Substanzwert (Fachbegriff: Value) zeichnen sich in der Regel aus durch hohe Gewinne und Dividenden. Dafür ist ihr Wachstum üblicherweise stabiler, aber geringer als bei Wachstumstiteln. Entsprechend weisen sie häufig ein niedriges Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf. Value-Investoren suchen unterbewertete Unternehmen und hoffen, dass ihr Kurs sich künftig erholt.

Growth. Unternehmen mit hohem Wachstum (Fachbegriff: Growth) erzielen oft keine oder nur niedrige Gewinne, zeichnen sich aber durch die Erwartung eines hohen Gewinnwachstums aus. Statt Gewinne auszuschütten, investieren sie stark ins eigene Unternehmen. Entsprechend hoch ist ihr KGV. Growth-Investoren suchen Aktien, von denen sie sich ein starkes Umsatz-, Gewinn- und Kurswachstum erhoffen.



Mit über 165 Jahren Anlagekompetenz selbstbestimmt in Ihre Zukunft investieren

Unsere Expertise – Ihre Sicherheit

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

Kostenloses Erstgespräch

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

Besser informiert

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



Rechtlicher Hinweis: Bei diesem Dokument handelt es sich um ein Marketingdokument. Die aufgeführten Angaben dienen lediglich Informationszwecken und sind ohne Gewähr und Haftung. Sie begründen weder ein Angebot, eine Anlageberatung noch eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräusserung von Finanzinstrumenten oder zum Abschluss von anderen Rechtsgeschäften. Dieses Dokument enthält zukunftsgerichtete Aussagen, welche unsere Einschätzung und unsere Erwartungen zu einem bestimmten Zeitpunkt ausdrücken. Dabei können verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere Einflussfaktoren dazu führen, dass die tatsächlichen Entwicklungen und Resultate sich von unseren Erwartungen deutlich unterscheiden. Die vergangene Performance ist kein Indikator für laufende und zukünftige Entwicklungen und Ergebnisse. Investitionen in Finanzprodukte sind mit unterschiedlichen Risiken verbunden, wozu auch der potenzielle Verlust des eingesetzten Kapitals gehört. «Swiss Life Wealth Managers» ist die Bezeichnung für die Wealth-Management-Aktivitäten der Swiss Life Wealth Management AG, General-Guisan-Quai 40, 8002 Zürich.

ANALYSE

Die attraktivsten Schweizer Dividendenaktien

Die Ausschüttungssaison ist in vollem Gang. The Market zeigt, welche Schweizer Unternehmen die höchste Rendite bieten und worauf es dabei zu achten gilt. **Von Ruedi Keller**

Es ist die Zeit des Jahres, in der dem Portfolio fast täglich frisches Bargeld zufließt. Die Schweizer Dividendensaison ist in vollem Gang, und auch dieses Jahr werden die Unternehmen eine Rekordsumme an ihre Anteilseigner ausschütten. Die Analysten von Vontobel schätzen, dass sich die diesjährige Dividendensumme der Schweizer Gesellschaften auf gegen 64 Mrd. Fr. belaufen wird (vgl. Grafik 1). Das ist nach dem Plus von 6,3% im vergangenen Jahr eine weitere Ausweitung um 2,2%.

Der Rückblick zeigt, dass die Dividendensumme, die Schweizer Gesellschaften jährlich ausschütten, in den letzten Jahren lediglich zwei Mal tiefer ausfiel als im Vorjahr: 2009 in der Finanzkrise und 2021, als die Unternehmen angesichts der Unsicherheit wegen der Pandemie ihr Bargeld zusammenhielten. Dennoch wirken die Dividenden als stabilisierendes Element: Mit dem Ausbruch der Pandemie ging die Dividendensumme nur leicht zurück und deutlich weniger ausgeprägt, als die Kurse einbrachen. In der Boomphase danach hielt das Ausschüttungswachstum mit der Kursentwicklung zwar nicht mit. Doch in der Korrektur von 2022 wirkten die Dividenden, die gar weiter wuchsen, für die Gesamtpformance bereits wieder stabilisierend.

«Die Dividendensumme der Schweizer Gesellschaften beläuft sich auf 64 Mrd. Fr.»

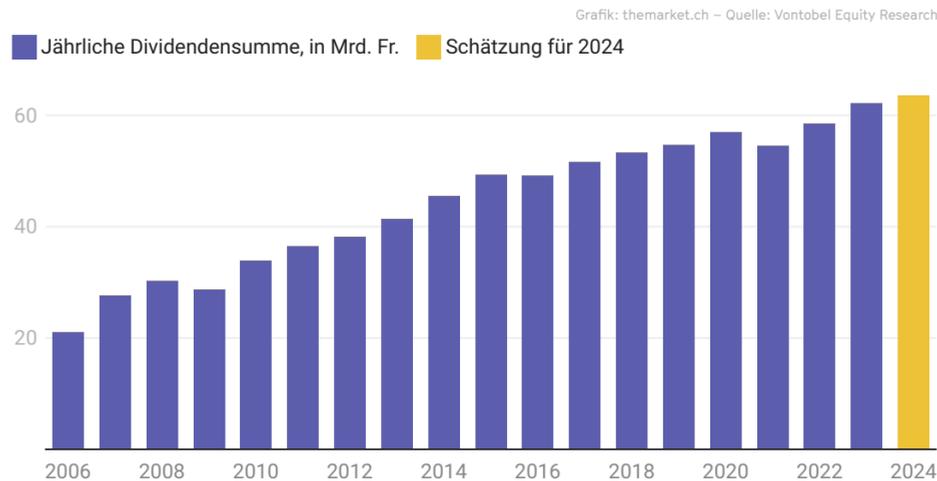
Diese Eigenschaft der Dividenden – ihre Summe steigt praktisch jährlich – macht sie sowohl zu einem attraktiven Element für die Gesamrendite als auch zu einem stabilisierenden Faktor, wenn die Börse bebt. Das Zusammenspiel von tendenziell wachsenden Dividenden und schwankungsanfälligen, aber über die Zeit ebenfalls steigenden Börsenkursen führt dazu, dass die Titel von Schweizer Unternehmen langfristig im Schnitt eine relativ konstante Dividendenrendite von 3,1% pro Jahr abwerfen. Die Kursavancen während der Pandemie haben die Rendite nur vorübergehend gedrückt. Die darauf folgende Korrektur hat sie nun in den langjährigen Schnitt zurückgebracht (vgl. Grafik 2).

Gleichwohl hat der Zinsanstieg die Attraktivität der Dividenden etwas gemindert. Zu Zeiten des Negativzinsregimes hatte sich die Differenz der mittleren Dividendenrendite zum risikolosen Zins von zehnjährigen Schweizer Staatsanleihen 2016 auf bis zu 4 Prozentpunkte ausgeweitet – trotz hoher Aktienkurse. Mit dem kräftigen Zinsanstieg ist diese Differenz Ende 2022 auf weniger als 1,5 Prozentpunkte geschrumpft, obwohl die Kurse stark korrigiert hatten. Mit der jüngsten Abschwächung der Schweizer Bondrenditen hat sich der Renditevorteil der Dividenden gegenüber den «Eidgenossen» aber wieder auf gegen 2,5 Prozentpunkte ausgedehnt.

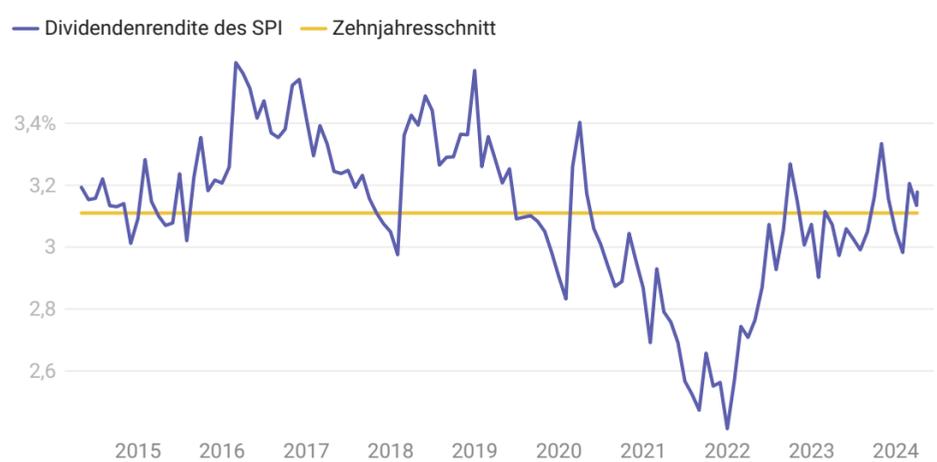
Hoher Beitrag an Performance

Die zentrale Stärke der Dividenden gründet in ihrem meist langfristig ausgelegten Charakter. Das Gros der Unternehmen ist darauf bedacht, verlässlich auszuschütten. Dies möglichst unabhängig davon, ob der Gewinn nun gerade ausserordentlich sprudelt oder eine Delle zu überwinden ist. Das reichert die Performance an. Über die letzten zehn Jahre betrug das Kurswachstum im Schnitt jährlich

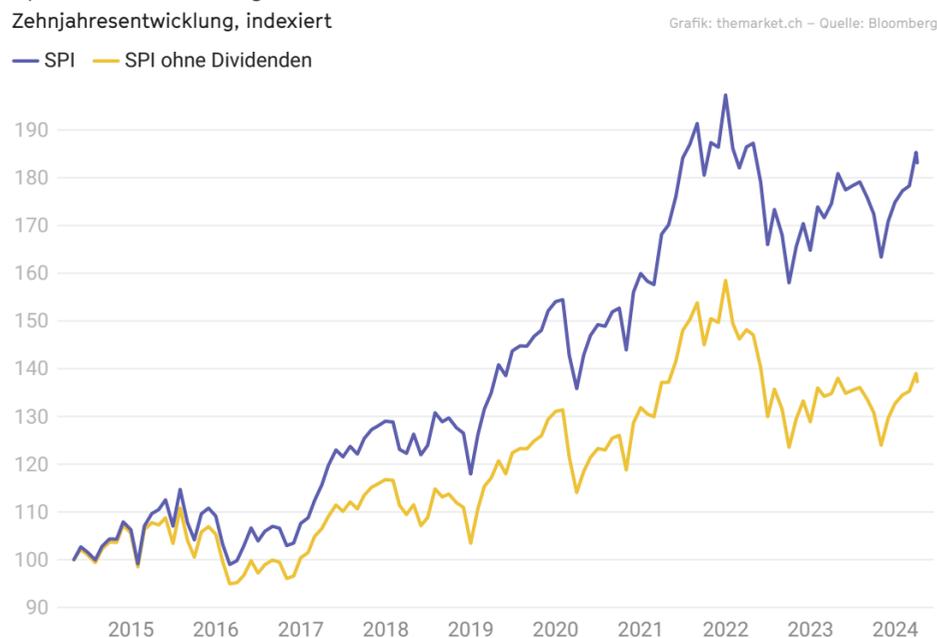
1) Dividendensumme der SPI-Unternehmen steigt fast immer



2) Im Schnitt 3,1% Dividendenrendite



3) Dividenden bringen mehr als die Hälfte der Rendite



3,4%, inklusive der Dividenden waren es 6,5%. Die Differenz entspricht der bereits oben ermittelten durchschnittlichen Dividendenrendite von 3,1%. Das wirkt sich für Anleger äusserst positiv aus – besonders in der langen Frist und wenn die Dividenden stetig reinvestiert werden. Der SPI inklusive Dividenden zeigt im Zehnjahresvergleich eine Performance von 83%. Der SPI ohne Dividenden hat über denselben Zeitraum knapp 37% zugelegt (vgl. Grafik 3). Über diese Frist haben Dividenden, die jeweils reinvestiert wurden, somit einen Anteil von 46 Prozentpunkten an der Gesamtpformance ausgemacht. Das ist mehr, als die Kursentwicklung dazu beigetragen hat. Dieser gewichtige Beitrag, den die

Dividenden zur Gesamtpformance beisteuern, lenkt den Blick auf die Aktien, die eine besonders attraktive Ausschüttung bieten.

Aktien mit mehr als 5% Rendite

Derzeit bietet die Schweizer Börse vierzehn Titel, die zum gegenwärtigen Kurs und mit Blick auf die laufende Ausschüttung eine Dividendenrendite von 5% und mehr versprechen. Eine hohe Dividendenrendite allein ist jedoch kein hinreichender Indikator für ein gutes Investment. Was ebenso zählt, ist ein solides Geschäftsmodell, das Sicherheit gibt, dass die Ausschüttung auch künftig in ähnlicher Höhe fließen wird. Ebenso wichtig ist,

In Kürze:

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

dass die Dividende nicht – oder höchstens ausnahmsweise – zulasten des Unternehmenswerts aus der Substanz geleistet wird. Aus beiden Gründen mahnen einige Gesellschaften zur Vorsicht, die anhand der aktuellen Ausschüttung die derzeit vermeintlich attraktivsten Dividendenrenditen bieten.

Angeführt wird die Liste (vgl. Tabelle 4) von Arbonia. Die Aktien der Herstellerin von Türen und Klimatechnologie bieten derzeit eine für 2024 erwartete Dividendenrendite von sagenhaften 35%. Zustande kommt sie, da das Unternehmen mitgeteilt hat, für den Klimabereich «in Verhandlungen mit mehreren strategischen Kaufinteressenten in einem fortgeschrittenen Stadium» zu sein. Erwartet wird ein hoher Veräusserungsgewinn, wobei das Management beabsichtigt, «einen signifikanten Anteil des Erlöses, neben der Reduktion der Schulden, den Aktionärinnen und Aktionären zukommen zu lassen».

«Das Kurswachstum im Zehnjahresschnitt betrug 3,4%, inklusive der Dividenden waren es 6,5% Rendite»

Bernd Pomrehn, Analyst von Vontobel, erwartet, dass dies in Form einer Nennwertreduktion von bis zu 4,19 Fr. je Aktie geschehen könnte. Er mahnt jedoch, dass es sich dabei um ein einmaliges Ereignis handelt, das zulasten des Aktienkurses gehen wird: «Die Veräusserung des Klimageschäfts ist quasi eine Teilliquidation, und der Kurs wird um den ausgeschütteten Betrag sinken.»

Auf den weiteren Podestplätzen folgen zwei Unternehmen, die mehr ausschütten, als sie 2023 verdient haben. Die Immobiliengesellschaft Varia US Properties hat zusätzlich zu 2 Fr. ordentlicher Dividende im November noch eine Sonderausschüttung von 3 Fr. geleistet, was die Rendite auf 13,7% springen liess. Wegen Abwertungen auf dem Immobilienportfolio hat sie im vergangenen Jahr allerdings Verlust geschrieben, und die Sonderdividende entfällt 2024, was die Rendite auf 5,5% sinken lässt. Auch der Personalvermittler Adecco hat im vergangenen Jahr weniger verdient, als er ausschüttet. Abzulesen ist das in der Tabelle an der Ausschüttungsquote von mehr als 100%. Der freie Cashflow war jedoch gut, sodass die Dividende aus diesen Mitteln alimentiert werden kann.

Das Gleiche gilt für Baloise und Helvetia. Zu hoffen ist zudem, dass die beiden Versicherer die Dividende im laufenden Jahr wieder verdienen werden. Ähnliches gilt für die Privatbank Julius Bär. Ihr Gewinn hat sich 2023 halbiert. Dies wegen eines Abschreibers von

4) Die Schweizer Aktien mit der höchsten Dividendenrendite

Tabelle: themarket.ch – Quelle: Bloomberg, Unternehmen

Unternehmen	Dividendenrendite	Dividende in Fr.	Ausschüttungsquote	Börsenwert in Mio. Fr.	Kursveränderung seit einem Jahr
Arbonia*	34,9%	4.20	1500%	830	9,3%
Varia US Properties**	13,7%	5.00	-	372	-14,7%
Adecco	7,3%	2.50	122%	5801	3,9%
Mobilezone	6,0%	0.90	73%	642	-0,4%
Swiss Re	5,9%	5.45	67%	36'623	22,9%
Baloise	5,5%	7.70	146%	6380	-2,2%
Vontobel	5,5%	3.00	75%	3083	-8,6%
Zurich Insurance	5,4%	26.00	88%	70'778	10,5%
Cembra Money Bank	5,3%	4.00	69%	2259	4,8%
Swiss Life	5,2%	33.00	85%	18'614	12,0%
Valiant	5,1%	5.50	60%	1690	9,0%
Helvetia	5,1%	6.30	121%	6591	-2,4%
Julius Bär	5,0%	2.60	118%	10'766	-16,1%
APG	5,0%	11.00	123%	666	25,1%

* Erwartung Vontobel ** inklusive einer im November 2023 entrichteten Sonderausschüttung von 3 Fr. je Aktie

600 Mio. Fr. auf den Krediten, die sie an das eingestürzte Immobilienimperium des österreichischen Investors René Benko vergeben hatte. Zu erwarten ist aber auch hier, dass die Dividende 2024 wieder verdient wird.

Unter den dividendenstärksten Aktien befinden sich jedoch auch Perlen. Sie schütten eine verlässlich hohe Dividende aus, ohne dabei über die Verhältnisse zu leben. Dazu zählt die Regionalbank Valiant, die für das vergangene Jahr die Dividende um 10% auf 5,50 Fr. je Aktie erhöht hat und dennoch kaum mehr als die Hälfte des Gewinns dafür aufwenden muss. Zu den attraktivsten Dividendenzahlern gehört weiter das Konsumkreditinstitut Cembra. Mit Verlässlichkeit und einer meist steigenden Dividende punkten die Versicherer Swiss Re, Zurich Insurance, Helvetia und Swiss Life. Sie alle bieten 5% und mehr Dividendenrendite und können die Ausschüttung komfortabel aus dem Gewinn alimentieren.

Steuern einkalkulieren

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

Seit 2020 ist es Unternehmen nicht mehr gestattet, Ausschüttungen zu 100% aus KER zu bestreiten, sondern sie müssen mindestens im gleichen Ausmass auch eine ordentliche Dividende leisten. Damit halbiert sich der Steuervorteil. Es gibt jedoch zwei Ausnahmen, die ermöglichen, dass die Steuerbefreiung weiterhin zu 100% greift: Verfügt ein Unternehmen über ausländische KER, beispielsweise aufgrund der Übernahme einer Gesellschaft im Ausland, dürfen sie ausgeschüttet werden, ohne dass zusätzlich eine steuerpflichtige Dividende geleistet wird. Dieser Fall trifft beispielsweise auf Holcim (Rendite: 3,7%) zu, die so gegenwärtig komplett steuerbefreite Ausschüttungen vornehmen kann. Das gilt auch für SIG Group. Ihre Aktien versprechen aber nur unterdurchschnittliche 2,5% Dividendenrendite. Zweitens dürfen Unternehmen, die nicht über einen einbehaltenen Gewinn verfügen, die Dividende ebenfalls vollständig aus KER leisten. Das gilt für Landis+Gyr (Rendite 3,5%) und die Privatbank EFG (4,7%).

Tabelle 5 zeigt Schweizer Gesellschaften, die über signifikante KER verfügen. Die Daten basieren auf einer Analyse von Vontobel und sind ins Verhältnis zur Dividende für 2023 gesetzt. Bei der Berechnung der Jahre, für die weiterhin steuererleichterte Ausschüttungen möglich sind, wird davon ausgegangen, dass

inländische KER jeweils 50% zur Dividende beitragen und ausländische KER sowie Ausschüttungen ohne einbehaltenen Gewinn 100% der Ausschüttung ausmachen.

«Aus Kapitaleinlagereserven können Dividenden steuererleichtert ausgeschüttet werden»

Nicht in der Tabelle aufgeführt, aber ebenfalls mit signifikanten KER ausgestattet sind der Reisedetailhändler Avolta sowie der Industriebäcker Aryzta. Da die beiden Turnaround-Kandidaten noch kaum Dividenden ausschütten, wird dieses Potenzial erst künftig relevant werden. Über Nennwertreduktionen können zudem U-Blox, Siegfried, Clariant und Arbonia komplett steuerbefreit ausschütten.

Aktienrückkäufe mitbeachten

Aktienrückkäufe reichern die Aktionärsrendite zusätzlich zur Dividende an. Dies, indem die vom Unternehmen zurückgekauften Papiere vernichtet werden und so der Gewinn je Titel für die verbleibenden Investoren steigt – und damit der Wert dieser Valoren.

Derzeit laufen in der Schweiz elf Rückkaufprogramme in einem Umfang von insgesamt rund 45 Mrd. Fr., wobei die Hälfte davon noch ausstehend ist. Das grösste Programm hat mit 20 Mrd. Fr. Nestlé am Laufen, wobei davon noch lediglich 3,2 Mrd. Fr. ausstehen, die das Unternehmen bis Ende des Jahres zurückkaufen will. Das entspricht einem Anteil der Marktkapitalisierung von 1,3% und einer ebensolchen Rendite. Die höchste Rendite aus Aktienrückkäufen versprechen mit 6,9% die Titel von Sonova. Doch die Hörgeräteherstellerin hat zuletzt Anfang 2023 eigene Aktien zurückgekauft. Seither liegt das Programm auf Eis. Manuel Lang, Analyst von Vontobel, weist darauf hin, dass Sonova es wieder aufnehmen könnte, sobald die Entwicklung des Cashflows das zulassen wird. Zeit dafür hat sie noch bis April 2025. Bis Ende 2025 will Novartis noch fast 12 Mrd. Fr. für ihr auf insgesamt 15 Mrd. Fr. ausgelegtes Programm aufwerfen. Das entspricht einer jährlichen zusätzlichen Aktionärsrendite von mehr als 3%.

Ein ähnliches Renditepotenzial suggerieren die Valoren von Mobilezone. Doch das Rückkaufprogramm ist pausiert, und Analyst Lang merkt an, dass das Unternehmen es vor Ablauf voraussichtlich nicht voll ausschöpfen kann, weil tägliche Rückkaufmengen bestehen. Auch bei der punkto Rendite viert-

platzierten Logitech gibt es einen Haken: Damit Aktienrückkäufe einen positiven Einfluss auf die Aktionärsrendite haben, ist die Vernichtung von zurückgekauften Titeln notwendig. Werden sie für andere Zwecke, wie zum Beispiel zur Bezahlung von Übernahmen oder für die Vergütung des Managements verwendet, wird das Kapital nicht direkt dem Aktionär zurückgeführt. «Dieses Vorgehen ist vor allem bei US-amerikanischen Unternehmen zu beobachten, aber auch Logitech verwendet zurückgekaufte Aktien mehrheitlich für M&A und die Kompensation des Managements», sagt Lang.

Nur noch 77 Mio. Fr., entsprechend einer Rendite von 0,4%, sind vom Rückkaufprogramm von Geberit übrig, das Mitte Jahr ausläuft. Der Vontobel-Analyst ist jedoch überzeugt: «Geberit kann im zweiten Halbjahr ein neues Rückkaufprogramm ankündigen, da sie eine sehr solide Bilanz hat, wir von

einer hohen Cash-Generierung ausgehen und sie keine Akquisitionsambitionen hat.»

Die Empfehlungen

Unter den attraktivsten Schweizer Dividentiteln bieten sich je nach Blickwinkel unterschiedliche Aktien für eine Investition an. Eine mit fast 6% Barausschüttung sowohl sehr attraktive als auch verlässliche Dividentenperspektive eröffnet derzeit Swiss Re. Dank operativer Fortschritte hat der Rückversicherer seine üppige Dividende dieses Jahr wieder verdient, nachdem er sie zuvor jahrelang mit Überschusskapital angereichert hatte, um die hohe Rendite halten zu können. Solid und mit Raum für weitere Dividentenerhöhungen stehen zudem Zurich Insurance, Cembra und Valiant da, deren Papiere 5,4%, 5,3% respektive 5,1% Rendite bieten.

Unter Einbezug des steuerlichen Aspekts nochmals attraktiver wird die ohnehin hohe Rendite von 6%, die Mobilezone verspricht. Zudem lässt dieser Aspekt EFG (Rendite 4,7%) und Holcim (3,7%) aufleuchten – zwei Aktien, die ansonsten nicht unter den renditestärksten Titeln in Erscheinung treten. Da die Ausschüttungen von EFG und Holcim komplett steuerfrei fließen, sind sie aber gar mehr wert als diejenigen vieler Topzahler.

Wer vor allem auf Konstanz setzt, ist mit Swiss Life bestens bedient. Der Versicherer glänzt mit einer Dividende, die in den letzten zehn Jahren im Schnitt 20% gewachsen ist. Trotz einem Kursplus von 12% im Jahresvergleich bieten die Valoren so eine weiterhin hohe Rendite von 5,2%. Mit Konstanz und mit einer attraktiven Rendite punktet ebenso Novartis. Da sie zusätzlich zur Dividentenrendite von 4% noch rund 3% eigene Aktien zurückkauft, versprechen die Titel eine jährliche Aktionärsrendite von attraktiven 7%.

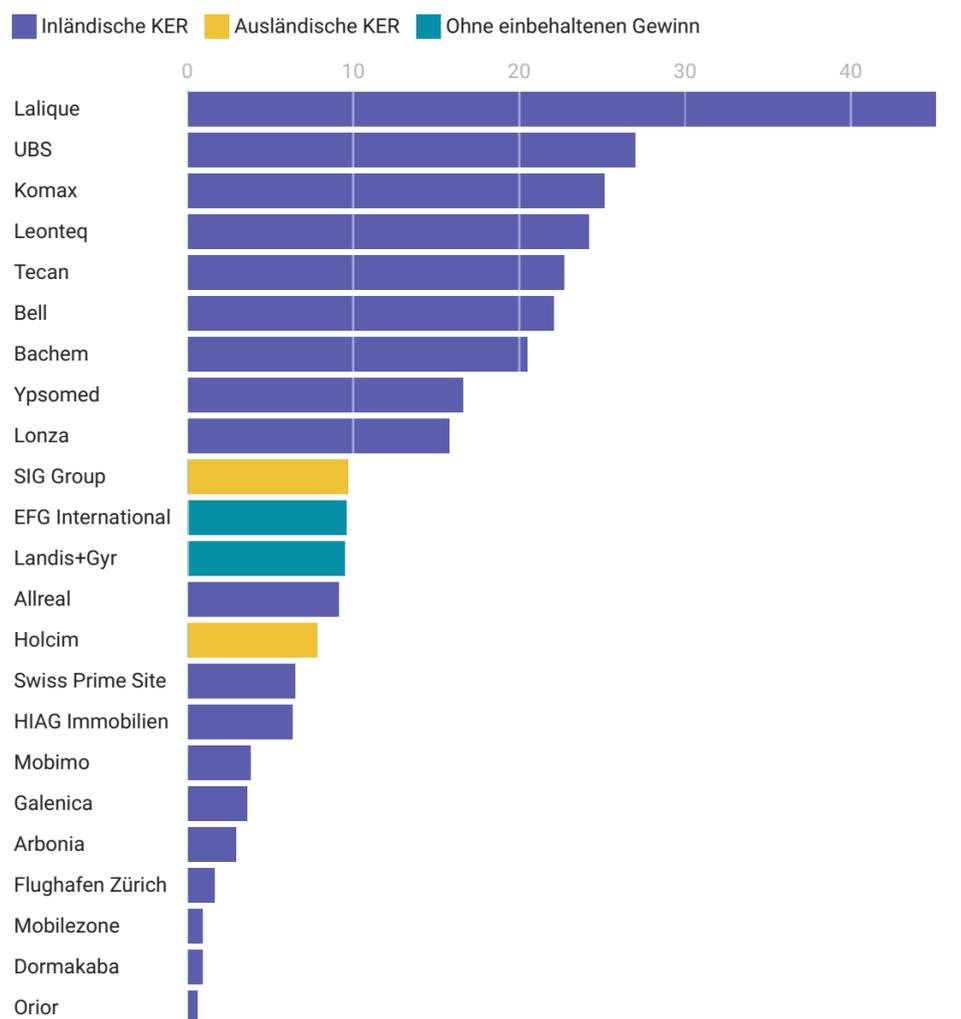
Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:
go.themarket.ch/z121



5) Unternehmen mit hohen Kapitaleinlagereserven

Jahre, für die die Dividende aus KER geleistet werden kann (inländische KER zu 50%, ausländische KER zu 100%, ebenso wenn kein einbehaltenen Gewinn besteht)

Grafik: themarket.ch – Quellen: Vontobel, UBS, Leonteq



ANALYSE

Der Weg zur ersten Million an der Börse

Es zum Aktienmillionär zu schaffen, klingt für viele auf Anhieb nach Casino. Doch das Gegenteil ist der Fall. Beste Chancen hat, wer langfristig denkt, breit diversifiziert ist – und Geduld mitbringt. **Von Henning Hölder**

«Geduld schmeckt sehr bitter, aber ihre Früchte sind süss.»

Jean-Jacques Rousseau, Genfer Philosoph und Schriftsteller (1712–1778)

Die wohl grösste Herausforderung jeder Anlegerin und jedes Anlegers ist es, standhaft zu bleiben. Es liegt in der Natur des Menschen, überschwänglich zu werden und Angst davor zu haben, etwas zu verpassen, wenn die Börsen haussieren. Nicht selten läuft man der Rally dann hinterher und investiert grosse Teile des Vermögens, genau bevor an den Märkten die Trendwende beginnt. Gleichzeitig neigen wir dazu, die Flinte ins Korn zu werfen, wenn es ungemütlich wird. Die Angst davor, noch höhere Verluste erleiden zu müssen, verleitet Anleger oft dazu, dann zu verkaufen, wenn die Kurse tief stehen. Ganz nach dem Motto: «Buy high, sell low» – doch eigentlich müsste es umgekehrt sein.

Wer langfristig ein Vermögen aufbauen will, sollte sich daher von dem Gedanken verabschieden, den Markt timen zu können. Wer diesen Grundsatz verinnerlicht und danach handelt, hat den Luxus, Bärenmärkte aussitzen zu können – und sich dabei die Mühen des Abwägens zu sparen, wann der richtige Zeitpunkt zum Ein- oder Ausstieg sei. Denn: Bisher ist jede noch so massive Korrektur wieder aufgeholt worden.

Ohne Aktien geht es nicht

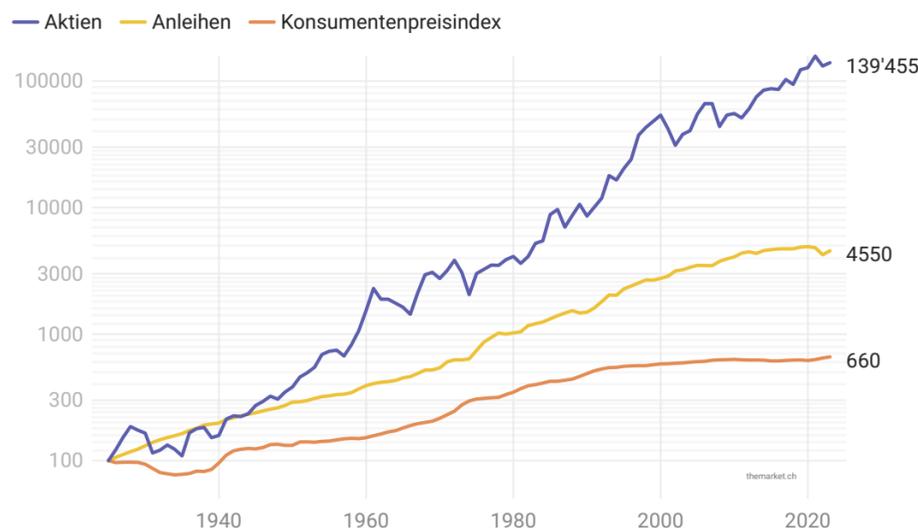
Ein Blick auf die historische Wertentwicklung von Aktien in der Schweiz verdeutlicht, dass es langfristig stets nach oben geht. Daran änderten auch zwei Weltkriege, Pandemien, eine Weltwirtschaftskrise, zahlreiche Rezessionen und andere globale Krisen nichts. So ist ein Investment in Schweizer Aktien in den vergangenen fast hundert Jahren von 100 auf 139'455 Fr. geklettert (vgl. Grafik 1). Der entscheidende Punkt: Es führt kein Weg an Aktien vorbei, um sein Geld langfristig – angesichts von Inflation – nicht nur zu erhalten, sondern auch signifikant zu vermehren. Anleihen haben im selben Zeitraum lediglich einen Wertzuwachs auf 4550 Fr. erzielt. Damit liess sich zwar die Teuerung mehr als ausgleichen, aber Anleihen erreichten die Wertsteigerung von Aktien nicht annähernd.

«Es braucht keine teuren Trading-Kurse von zwielichtigen Finanzcoaches»

Wie geht man am einfachsten vor, um von langfristig steigenden Börsen zu profitieren? Ein bewährtes Mittel ist das schlichte Investieren in Indexfonds. Was langweilig klingt, kann Anleger langfristig zu Millionären machen. Kritiker mögen jetzt einwenden: Eine Strategie des strikten Dabeibleibens ohne Stock Picking, bei der man sich lediglich nach breiten Indizes richtet, möge zwar langfristig eine nette Summe ergeben, wirklich reich werde man aber nicht. Die historischen Renditen von Aktien zeigen ein Bild, das einen anderen Schluss zulässt – und sogar als Leitfaden für den Weg zur ersten Million dient. Für dieses Ziel braucht es keine teuren Trading-Kurse zwielichtiger Finanzcoaches, die das schnelle Geld versprechen. Alles, was Anleger benötigen, ist Zeit und Geduld.

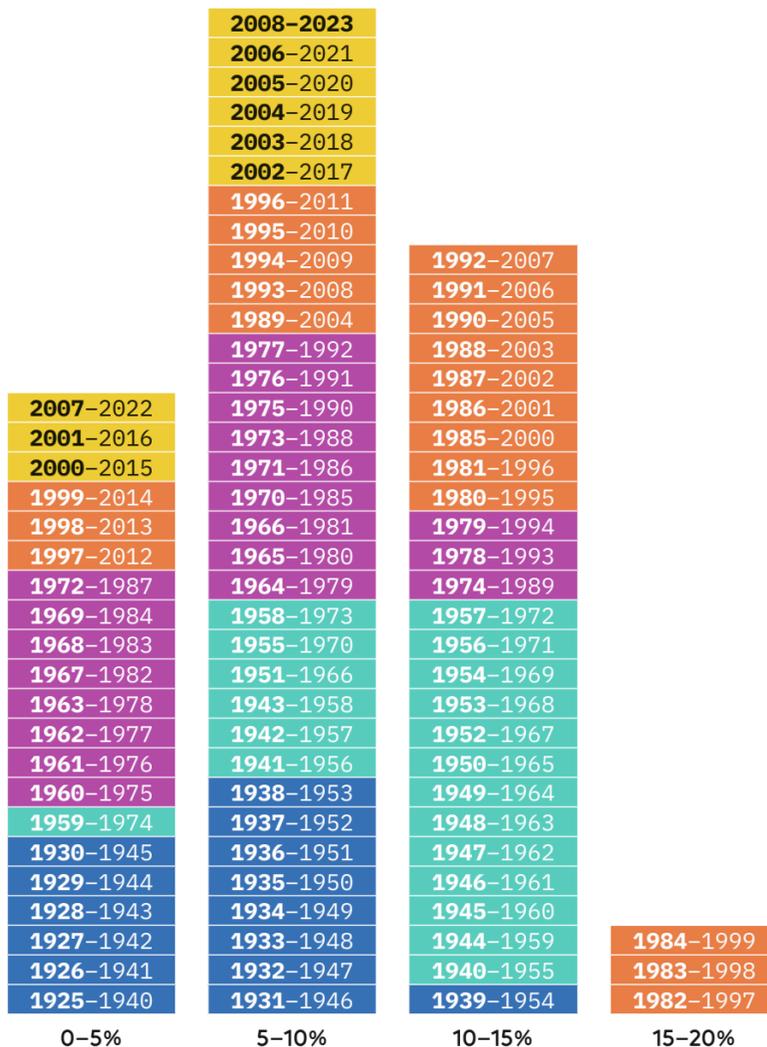
1) Aktien sind der Schlüssel zum langfristigen Erfolg

Nominale Wertentwicklung von Aktien und Obligationen sowie des Konsumentenpreises in der Schweiz (1926–2023, auf 100 indexiert, logarithmische Skala) Grafik: themarket.ch – Quelle: Pictet



2) Jahresrenditen von Schweizer Aktien in Fünfzehnjahresperioden

1925 bis 2023, Stand 31.12.2023 Grafik: themarket.ch – Quellen: Pictet Wealth Management, FactSet



3) So lange dauert es bis zum Ziel

Anzahl Jahre bis zur ersten Million an der Börse Tabelle: themarket.ch – Quelle: eigene Berechnungen

Monatl. Beitrag in Fr./€//\$	Renditeerwartung: 5% p.a.	Renditeerwartung: 8% p.a.	Renditeerwartung: 10% p.a.
100	76,9	54,8	46,5
250	58,9	43,1	37,1
500	45,8	34,6	30,1
1000	33,7	26,5	23,4
2000	23,1	19,1	17,2

In Kürze:

- Wer Millionär werden will, muss die Emotionen zügeln
- Aktien bieten höhere Wertsteigerung als Anleihen
- Der Zinseszinsseffekt wird unterschätzt

Gemäss Daten der Genfer Privatbank Pictet betrug die annualisierte Durchschnittsrendite bei Schweizer Aktien von 1926 bis 2023 rund 7,7% (nominal). Auch nach Abzug der Inflation sind es stattliche 5,6%, die Anleger jedes Jahr real gewinnen konnten. Die Daten zeigen auch: Niemand, der seit 1926 breit diversifiziert in Schweizer Aktien investierte, hat Geld bei einem Anlagehorizont von vierzehn Jahren oder mehr verloren.

Grafik 2 zeigt dazu die Jahresrenditen von Schweizer Aktien, gruppiert nach Fünfzehnjahresperioden (Y-Achse) und Renditebereich (X-Achse). In den meisten Fällen (40%) war für Anleger eine jährliche Rendite von 5 bis 10% drin. In fast einem Drittel der Fälle waren sogar 10 bis 15% möglich. Während ein Viertel der Perioden eine unterdurchschnittliche Performance von 0 bis 5% aufwies, waren Gewinne zwischen 15 und 20% nur in drei Phasen möglich.

Wie viel muss man investieren?

International zeigt sich ein ähnliches, teils sogar noch besseres Bild für den Aufbau eines Vermögens. Gemäss Daten von UBS haben Aktien weltweit seit 1900 in Dollar gerechnet eine jährliche Rendite von durchschnittlich 8,2% (nominal) abgeworfen, also leicht mehr als in der Schweiz. Nach Abzug der Inflation (real) bleibt ein Plus von 5,1% – womit die Schweiz vorne liegt. In Europa ist der durchschnittliche Zuwachs mit 7,2% (nominal) und 4,2% (real) etwas tiefer (vgl. Grafik 4).

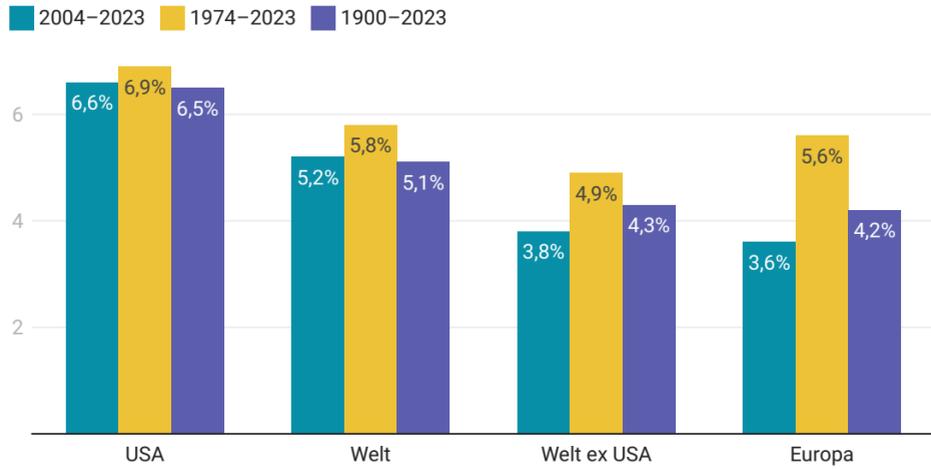
«Angesichts der historischen Renditen ist die erste Million keine Hexerei»

Angesichts der historischen Renditen ist das Ziel der ersten Million alles andere als eine Hexerei – wenn man Geduld mitbringt und standhaft bleibt. Unterschiedliche Szenarien zeigen, welche Beträge wie lange investiert werden müssen, um Börsenmillionär zu werden (vgl. Tabelle 3). Wer monatlich 250 Fr. breit diversifiziert anlegt, ist bei einer erwarteten durchschnittlichen Rendite von jährlich 8% nach 43 Jahren Millionär. Bei einer Anlage von monatlich 500 Fr. lässt sich das Ziel nach 34 Jahren erreichen. Mit einer Summe von monatlich 1000 Fr. hat man es bereits nach einem Vierteljahrhundert zum Millionär geschafft. Bei einer erwarteten Rendite von jährlich 10% geht es entsprechend schneller, bei 5% langsamer. In einem optimistischen Szenario von 10% Rendite pro Jahr und einer zugegebenermassen sehr hohen – Anlage-summe von monatlich 2000 Fr. winkt die erste Million bereits nach siebzehn Jahren.

4) US-Aktien langfristig am stärksten

Durchschnittliche jährliche Rendite (real), in \$

Grafik: themarket.ch – Quelle: Global Investment Returns Yearbook 2024



Doch auch bei einer langfristigen Renditeerwartung von lediglich 5% scheint dieses Ziel alles andere als aussichtslos – es braucht nur etwas mehr Geduld: Bei einer Investitionssumme von monatlich 100 Fr. kann es dann allerdings ein ganzes Leben dauern.

Dividenden reinvestieren

Zu beachten ist, dass solche Beispielrechnungen mögliche Kosten wie Depot- oder ETF-Gebühren nicht berücksichtigen. Viele Broker belasten mittlerweile keine Depotgebühren mehr, ETF-Produkte kosten in der Regel zwischen 0,2 und 0,5% der Anlage summe pro Jahr. Das macht den negativen Effekt auf die Rendite zunehmend vernachlässigbar. Zieht man etwa in dem Szenario einer monatlichen Sparrate von 500 Fr. und einer Rendite von 8% jährlich 0,3% für Depot- und ETF-Gebühren ab, verlängert sich die Dauer bis zur ersten Million um zehn Monate. Zur Erinnerung: Einzelaktien verursachen keine

zusätzlichen Kosten im Depot – mit ihnen eine ausreichende Diversifizierung zu erreichen, ist jedoch deutlich schwieriger.

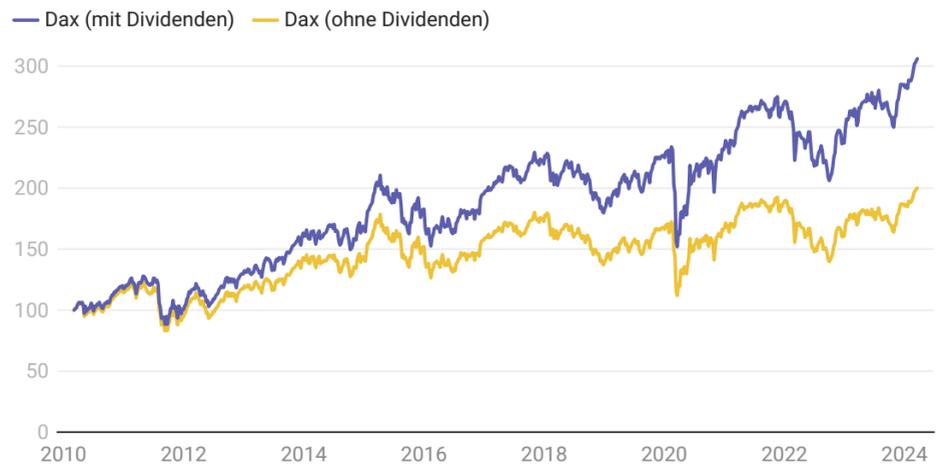
Auch werden in dieser Rechnung keine Steuern berücksichtigt. In der Schweiz sind Kursgewinne an der Börse von der Steuer grundsätzlich befreit, wenn es sich um den langfristigen Vermögensaufbau handelt. In Deutschland fällt eine Abgeltungssteuer von pauschal 25% an. Seit dem 1. Januar 2023 dürfen Alleinstehende jährlich bis zu 1000 € Gewinn mit Aktien erzielen, ohne die Abgeltungssteuer zu zahlen. Bei Ehepaaren verdoppelt sich der Freibetrag auf 2000 €.

In diesen Beispielrechnungen wird vorausgesetzt, dass ETF (oder Aktien) durchgehend gehalten und Dividenden stets reinvestiert werden. Dadurch verstärkt sich der – oft unterschätzte – Zinseszins effekt, der den Vermögensaufbau beschleunigt. Wer für den langfristigen Vermögensaufbau auf kotierte

5) Dax: Dividenden tragen wesentlich zur Performance bei

Kursentwicklung, in € (indexiert)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



Fonds setzt, sollte daher am besten auf thesaurierende ETF zurückgreifen. Sie reinvestieren die Dividenden, ohne dass Anleger etwas unternehmen müssen.

sich der Dax-Kursindex – also ohne Dividenden – immerhin verdoppelt. Wer jedoch auf einen Dax-ETF setzte, der die Dividenden automatisch reinvestiert, hat im selben Zeitraum sein Geld verdreifacht (vgl. Grafik 5).

«Thesaurierende ETF reinvestieren die Dividenden automatisch»

Was für ein Unterschied sich daraus ergibt, zeigt ein Blick auf den deutschen Leitindex Dax. Dieser bildet die vierzig grössten Unternehmen ab, darunter der Industriekonzern Siemens, der Software-Riese SAP, aber auch besonders dividendenstarke Aktien wie Deutsche Telekom oder die Versicherer Allianz und Münchener Rück. Seit 2010 hat

Die Börse ist keine Einbahnstrasse, auf Hochphasen folgen immer wieder Korrekturen. Doch wer langfristig denkt, am besten früh mit Investieren anfängt und breit diversifiziert ist, hat exzellente Chancen, es irgendwann zum Börsenmillionär zu schaffen. Das Wichtigste, was Anleger mitbringen müssen, ist jedoch: Geduld. Wer diese bittere Pille schlucken kann, wird früher oder später die süssen Früchte ernten können.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/z123



Active Fixed Income the Vanguard way

Unsere Grössenvorteile schaffen die Voraussetzungen für Alpha: maximale Kompetenz bei minimalen Gebühren.

Erfahren Sie mehr über die aktiven Obligationenfonds von Vanguard unter vanguard.ch

Jetzt für das Vanguard Investor Webinar anmelden.



Wichtige Hinweise zu Anlagerisiken
 Der Wert der Investitionen und die daraus resultierenden Erträge können steigen oder fallen, und Investoren können Verluste auf ihrer Investitionen erleiden.

Wichtige allgemeine Hinweise
 Dies ist eine Marketingmitteilung. Dies ist professionellen Anlegern vorbehalten und darf nicht an Privatanleger weitergegeben werden, die sich auch nicht auf dies verlassen dürfen.

Die hier enthaltenen Informationen sind nicht als Angebot oder Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren in irgendeiner Gerichtsbarkeit zu verstehen, in der ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung rechtswidrig ist, oder gegenüber Personen, gegenüber denen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung gesetzlich nicht gemacht werden darf, oder wenn derjenige, der das Angebot oder die Aufforderung macht, dafür nicht qualifiziert ist. Die Informationen stellen keine Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung dar. Sie dürfen sich deshalb bei Anlageentscheidungen nicht auf den Inhalt verlassen. Die hier enthaltenen Informationen dienen lediglich zu Bildungszwecken und stellen keine Empfehlung und kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlagen dar.

Herausgegeben von Vanguard Investments Switzerland GmbH. © 2024 Vanguard Investments Switzerland GmbH. Alle Rechte vorbehalten.



VALUE TO INVESTORS

Feste Autorinnen und Autoren von The Market



Alfons Cortés

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/z124a

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/z124b

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



Jens Ehrhardt

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/z124c

Gründer und Vorstandsvorsitzender von DJE Kapital, verantwortlich für Risikomanagement, Unternehmens- und Anlagestrategie.



Peter E. Huber

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/z124d

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/z124e

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



Lyn Alden

Ihr neuster Artikel:
go.themarket.ch/z124f

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/z124g

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/z124h

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/z124i

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



Peter Frech

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/z124j

Fondsmanager beim Schweizer Vermögensverwalter Quantex, verantwortlich für den Global Value und den Strategic Precious Metal Fund.



Anne Stevenson-Yang

Ihr neuster Artikel:
go.themarket.ch/z124k

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/z124l

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



George Magnus

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/z124n

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/z124o

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



David Rosenberg

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/z124p

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



Kevin Duffy

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/z124q

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



Michael Pettis

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/z124r

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



Daniel Woker

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/z124s

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/z124t

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



Daniel Haase

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/z124u

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



The Market expandiert mit neuer Chefredaktion

2024 wagt The Market einen grossen Schritt: Mit der Expansion nach Deutschland weitet das Medium seinen geografischen Fokus und macht seine unabhängigen Finanzmarktanalysen einem breiteren Publikum zugänglich. An der Ausrichtung und am Qualitätsanspruch ändert sich nichts.

2024 beschert The Market viel Neues – und das in gewohnter Qualität: eine überarbeitete Gesamtstruktur und die Expansion nach Deutschland bringen frische Anlagethemen, ein breiteres Publikum und nicht zuletzt neue Köpfe an der Spitze. Am 1. März ist das Führungsteam erweitert worden: Gabriella Hunter ist neue Chefredaktorin, Mark Böschen leitet künftig die Redaktion in Deutschland (vgl. Interviews rechts).

Ende des vergangenen Jahres wurde die Basis für die Neuerungen gelegt. Mit der vollständigen Übernahme durch die «Neue Zürcher Zeitung» sicherte sich The Market die Zukunft als eigenständiges, unabhängiges Medium und kann noch stärker von der Erfahrung und der Schlagkraft des Zürcher Mutterhauses profitieren.

«Die neue Struktur sichert die Zukunft als eigenständiges, unabhängiges Angebot»

The Market startete im Jahr 2019 bereits als Joint Venture mit der NZZ, wobei damals die Mehrheit der Anteile bei den sieben Gründungspartnern lag. Dem Team um den damaligen und heutigen Geschäftsführer Mark Dittli ist es in diesen fünf Jahren gelungen, The Market als Qualitätsmedium für Finanzthemen in der Schweiz zu etablieren und auf einen kontinuierlichen sowie profitablen Wachstumspfad zu bringen.

Den Lärm filtern

An der Ausrichtung und dem Qualitätsanspruch von The Market ändert sich durch den Eigentümerwechsel nichts. Auch künftig setzt die Redaktion es sich zur Aufgabe, den Lärm an den Finanzmärkten zu filtern, relevante Entwicklungen, wichtige Trends sowie

spannende Anlagethemen zu identifizieren und sie zu analysieren. Abonnentinnen und Abonnenten dürfen pro Tag auf themarket.ch drei bis fünf hochwertige, zum Denken anregende Lesestücke zum Geschehen an den Finanzmärkten erwarten.

Mit der Expansion nach Deutschland weitet The Market den geografischen Blick. Das Herzstück des neuen Angebots werden auch dort fundierte, unabhängige Analyse und Meinung für bessere Investitionsentscheidungen bilden. Jeden Tag von Montag bis Freitag präsentiert die Redaktion eine spezifische Anlageidee, seziert ein Unternehmen oder eine Branche, beleuchtet eine wichtige Marktentwicklung oder blickt auf die Weltwirtschaft. Einmal in der Woche bietet die Redaktion ausserdem ein Interview mit einer renommierten Ökonomin, einem herausragenden Investor oder einem Marktstrategen.

Anlageideen direkt umgesetzt

Mit den von der Redaktion geführten Aktienportfolios kann man in die Anlageideen investieren. Das The Market Best Ideas Portfolio (vgl. Seite 29) vereint in einer breiten Aktienauswahl die besten globalen Anlageideen. Das The Market Dividend Opportunities Portfolio (vgl. Seite 28) umfasst Schweizer Aktien mit überdurchschnittlicher Dividendenrendite, und die The Market Asset Allocation (vgl. Seite 26) stellt auf Basis von Exchange Traded Funds (ETF) ein diversifiziertes und robustes Portfolio zusammen. Alle drei Portfolios können als Tracker-Zertifikat an der SIX Swiss Exchange gehandelt werden.

Das laufende Jahr verspricht also nicht nur an den Finanzmärkten spannend zu werden, sondern hält auch für The Market Neuerungen bereit. Bleiben Sie dabei, oder kommen Sie an Bord – es lohnt sich.

Besuchen Sie uns auf: themarket.ch

Jetzt The Market zwei Monate lang für 25 Fr. testen: go.themarket.ch/abo25



Gabriella Hunter
Chefredaktorin

Seit März 2024 ist Gabriella Hunter Chefredaktorin von The Market. In ihrer Rolle leitet sie die neunköpfige Redaktion und verantwortet die Themensetzung sowie die inhaltliche Ausrichtung.

«Auch in Deutschland werden wir unseren Fokus auf attraktive Anlagethemen legen»

Gabriella Hunter, Sie sind seit einigen Wochen Chefredaktorin von The Market. Was reizt Sie an dieser Aufgabe?

Kein anderes Schweizer Medium befasst sich derart vertieft mit dem Geschehen an den Finanzmärkten. Ebenso sehr reizen mich die Arbeit und der Austausch mit dem Team.

Wie wird die Expansion nach Deutschland die inhaltliche Ausrichtung beeinflussen?

Mit der Expansion nach Deutschland weiten wir unseren Blick geografisch. Auch dort werden wir den Fokus auf spannende Trends und attraktive Anlagethemen legen. Für unsere Schweizer Leserinnen und Leser bedeutet das vor allem ein umfassenderes Angebot.

Die Stimmung an den Aktienmärkten ist ungebrochen positiv. Was erwarten Sie vom Börsenjahr 2024?

Wir sehen derzeit einen breit abgestützten Aufwärtstrend. Aber ich glaube, die Märkte unterschätzen das Risiko, dass die Zinsen länger hoch bleiben. Die nächsten Monate werden mehr Nerven kosten als der Jahresauftakt.



Mark Böschen
Redaktion Deutschland

Seit März 2024 leitet Mark Böschen die Redaktion von The Market in Deutschland. Er ist für die inhaltliche Ausrichtung zuständig und analysiert und kommentiert die Entwicklungen am deutschen Aktienmarkt.

«Ohne Interessenkonflikte, von erfahrenen Finanzjournalisten»

Mark Böschen, Sie leiten das Deutschland-Büro von The Market. Warum braucht es dort ein weiteres Wirtschaftsmedium?

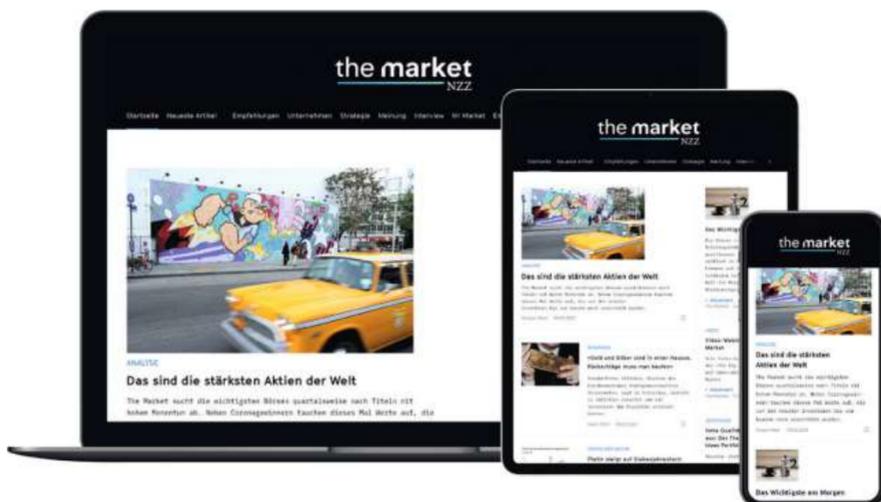
Wir bieten täglich mindestens eine grosse Finanzmarktanalyse, die es in dieser Tiefe und Qualität sonst nicht gibt. Ohne Interessenkonflikte, von erfahrenen Finanzjournalisten.

Was darf die Leserschaft in den ersten Monaten aus Deutschland erwarten?

Wir analysieren, welche deutschen Unternehmen ein tolles Geschäftsmodell haben und attraktiv bewertet sind. Dazu gibt es die Einschätzungen zu den globalen Finanzmärkten, Trends und einzelnen Aktien vom Team aus Zürich und Los Angeles.

Was hält 2024 für die deutsche Wirtschaft und insbesondere die Börse noch bereit?

Die Aussichten für Anleger sind gut, obwohl das deutsche Wirtschaftswachstum schwächt. Hiesige Aktien sind eher günstig. Bei Unternehmen wie Deutsche Börse, dem Windkraftentwickler PNE oder dem Pharmaforscher Evotec dürfte der Einstieg lohnen.



Die Redaktion von The Market



Mark Böschen



Mark Dittli



Christoph Gisiger



Henning Hölder



Gabriella Hunter



Ruedi Keller



Gregor Mast



Giorgio Müller



Sandro Rosa

PORTFOLIO

Die Asset Allocation bietet ein ausgewogenes Risiko-Rendite-Profil



Beim Anlegen gilt es, 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, 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»

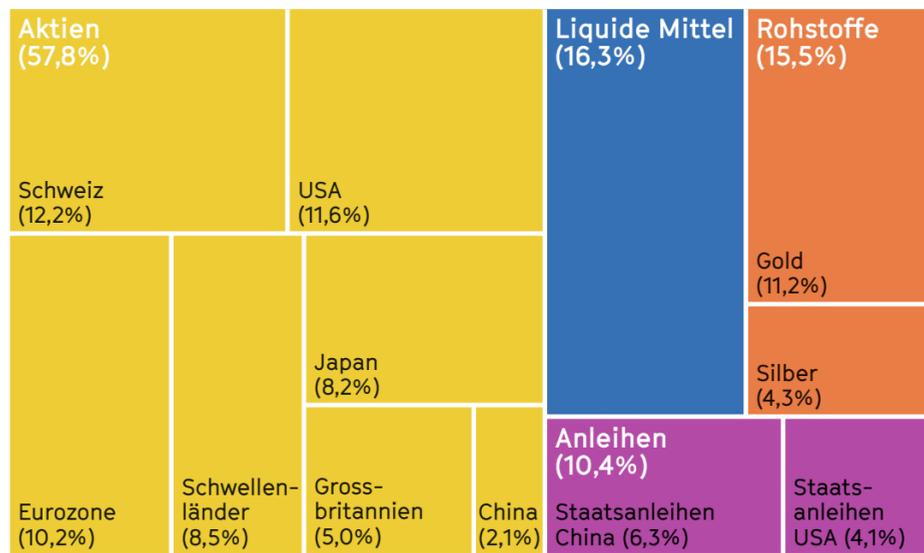
Bei der Auswahl der einzelnen Positionen wird auf eine breite Streuung über Regionen, Anlageklassen und Währungen hinweg geachtet. The Market versucht, die Anlagen so aufeinander abzustimmen, dass die Asset Allocation möglichst robust ist, d.h., sich in unterschiedlichen Marktszenarien bewährt, aber 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 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.

Wertzuwachs von 18,7%

In Franken gerechnet notieren Aktien global im Vergleich zum Jahresbeginn markant höher (gemessen am MSCI AC World, +15,3%), Anleihen (Bloomberg Global Aggregate Index) büssten 2,8% ein, während die Rohstoffpreise (Bloomberg-Rohstoffindex, +12,1%) ebenfalls anzogen, wobei sich die Edelmetallpreise (Bloomberg-Edelmetallindex, +20,1%) besonders erfreulich entwickelten.

Seit Anfang Jahr ist die The Market Asset Allocation in Franken gerechnet deutlich

The Market Asset Allocation – April 2024



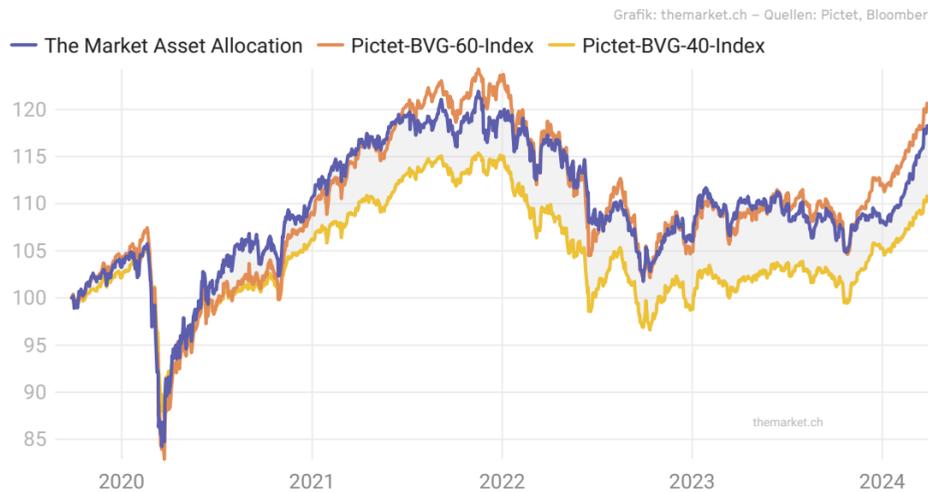
In Kürze:

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

liquider Mittel beträgt 16,3%. Die Edelmetalle Gold und Silber sind mit 15,5% vertreten und sorgen für Diversifikation im Portfolio.

The Market Asset Allocation

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



nach oben gerückt (+9,7%), womit sie die beiden Vergleichsindizes hinter sich gelassen hat. Der Pictet-BVG-60-Index legte um 4,5% zu, der Pictet-BVG-40-Index avancierte 6,6%.

Das Portfolio profitierte davon, dass sich der Franken seit Jahresbeginn spürbar abgewertet hat. So legte der Dollar mehr als 7% zu, während auch das Pfund (+6,4%), der Yuan (+5,4%) und der Euro (+5,2%) zur Stärke neigten. Unter den für das Portfolio relevanten Währungen blieb einzig der Yen zum Franken einigermaßen stabil.

Seit der Lancierung im September 2019 hat die The Market Asset Allocation bis zum 5. April in Franken eine Gesamtrendite von 18,7% erzielt. Damit hat das Portfolio besser abgeschnitten als der Pictet-BVG-40-Index (+10%), aber leicht schlechter als der Pictet-BVG-60-Index (+19,5%).

15,5% Gold und Silber

Per Schlusskurs vom 5. April erreicht die Aktienquote 57,8%, Anleihen haben im Portfolio ein Gewicht von 10,4%, und der Anteil

«Die Währungsentwicklung wirkte sich in den vergangenen Monaten positiv auf die Performance aus»

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 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: April 2024

*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	10,2
Aktien Grossbritannien	FTSE 100	iShares FTSE 100 UCITS ETF GBP (Acc)	IE00B53HP851	0,07	GBP	Physisch	5,0
Aktien USA	S&P 500	iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc)	IE00B5BMR087	0,07	USD	Physisch	11,6
Aktien Japan	MSCI Japan	UBS ETF MSCI Japan UCITS ETF (JPY) A-acc	LU0950671825	0,19	JPY	Physisch	8,2
Aktien Schwellenländer	MSCI Schwellenländer	Amundi MSCI Emerging Markets	LU1681045453	0,20	USD	Synthetisch	8,5
Aktien China	FTSE China	Franklin FTSE China UCITS ETF	IE00BHZRR147	0,19	USD	Physisch	2,1
Gold	LBMA Goldpreis	UBS ETF (CH) - Gold (USD) A-dis	CH0106027193	0,23	USD	Physisch	11,2
Silber	LBMA Silberpreis	ZKB Silver ETF AA CHF	CH0183135976	0,60	CHF	Physisch	4,3
Staatsanleihen USA	ICE U.S. Treasury 7-10 Year Bond Index	iShares \$ Treasury Bond 7-10yr UCITS ETF CHF Hedged (Acc)	IE00BK7Y2R57	0,10	CHF	Optimiert	4,1
Staatsanleihen China	FTSE GS China Government Bond Index	Goldman Sachs Access China Govt Bd UCITS ETF - USD Acc	IE00BJSBC011	0,20	USD	Optimiert	6,3
Cash							16,3
Total							100,0

56,6% Anteil von Côte d'Ivoire und Ghana an der globalen Kakaoproduktion

Quelle: VisualCapitalist

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

Tracker-Zertifikat auf das The Market Asset Allocation Portfolio



Asset Allocation Portfolio

Investieren in ein global diversifiziertes ETF-Portfolio

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

the market
NZZ



Das Ziel der Asset Allocation von The Market ist es, Anlegerinnen und Anlegern eine kostengünstige und einfache Möglichkeit zu bieten, ihr Vermögen diversifiziert zu investieren. 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 Aktien von Novartis, Swisscom, Valiant und Zurich Insurance. Stark vertreten sind zudem die Unternehmen, die eine attraktive und steuerbegünstigte Ausschüttung leisten. Dazu zählen EFG, Mobilezone und Holcim. Insgesamt machen solche qualitativ hochwertigen Dividentitel 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. Die Erholung schreitet jedoch voran, und die Ausschüttungen sind dank der soliden Kapital-

ausstattung gesichert. Die Dividendenrendite erreicht höchst attraktive 5,7% (vgl. Tabelle 2). Zudem hat das Portfolio Swatch Group aufgenommen. Dies in Erwartung einer konstanten und steigenden Ausschüttung – was sich bislang aber nicht bewährt hat.

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 damals und im Hinblick auf den neuen Zinszyklus das Gewicht der Finanztitel erhöht (vgl. Grafik 3). Das führte beim Einmarsch Russlands in die Ukraine und bei den dadurch Ende Februar 2022 ausgelösten Marktturbulenzen anfänglich zu grösseren Ausschlägen, lieferte danach dank des höheren Zinsniveaus, das Banktitel begünstigte, aber einen positiven Beitrag zur Gesamtperformance.

Während der SPI 2022 16,5% verloren hat, hat das Dividendenportfolio nur 5% nachgegeben und eine Überrendite von 11,5 Prozentpunkten erreicht. Vergangenes Jahr hat es davon 1,5 Prozentpunkte preisgegeben. Mit Stichtag 11. April notiert das Portfolio in Einklang mit dem Markt 3,7% höher als zu Jahresbeginn. Über die gesamte Laufzeit steht die Auswahl

In Kürze:

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

von The Market seit Mai 2021 unter Einbezug aller Kosten 5,5% im Plus. Der breite Markt hat gemessen am SPI derweil unter grösseren Schwankungen 5,9% zugelegt (vgl. Grafik 4).

Derzeit vereint das Dividend Opportunities Portfolio neunzehn Dividentitel und sechs Opportunitätspositionen, wobei die kleine Position in Sandoz ihren Platz künftig verlieren dürfte. Für das laufende Jahr verspricht die Auswahl im Schnitt eine Rendite von 4,3%. Der SPI bietet momentan eine Dividendenrendite von 3,2%.

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



1) The Market Dividend Opportunities Portfolio: Risikoprofil

Stand: 11. April 2024



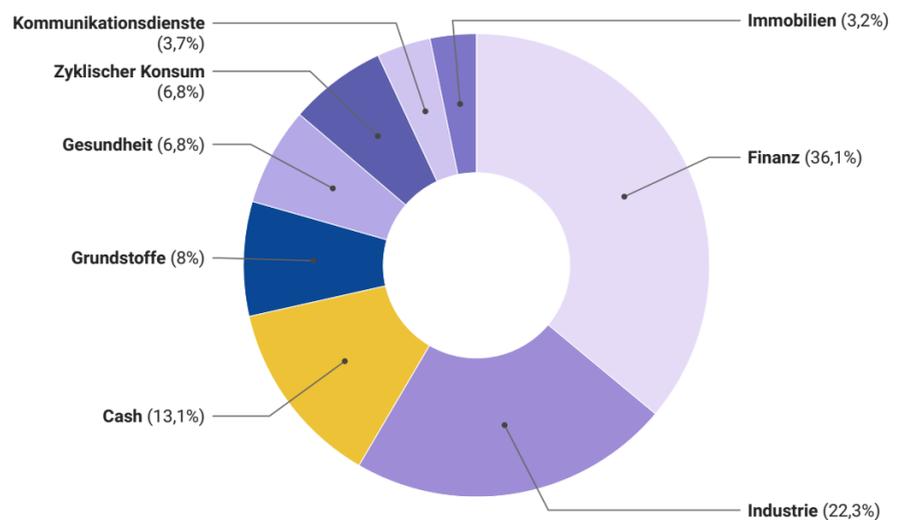
2) The Market Dividend Opportunities Portfolio: Positionen

Opportunitätspositionen sind grau hinterlegt (Renditeschätzung für 2024: Bloomberg-Konsens)

Aktie	Sektor	Dividendenrendite	Gewicht per 11.4.2024
ABB	Industrie	2,1%	5,05%
Adecco	Industrie	7,0%	1,97%
Baloise	Finanz	5,9%	2,87%
Bystronic	Industrie	2,2%	1,48%
Cembra Money Bank	Finanz	5,7%	4,06%
DKSH	Industrie	3,7%	3,09%
EFG International	Finanz	4,6%	5,23%
Ems-Chemie	Grundstoffe	2,3%	3,01%
Flughafen Zürich	Industrie	3,0%	4,12%
Helvetia	Finanz	5,4%	3,93%
Holcim	Grundstoffe	3,7%	4,98%
Julius Bär	Finanz	5,1%	2,82%
Landis+Gyr	Industrie	3,4%	3,92%
Mobilezone	Zyklischer Konsum	6,9%	4,16%
Mobimo	Immobilien	3,9%	3,20%
Novartis	Gesundheit	4,0%	3,91%
Roche GS	Gesundheit	4,3%	2,69%
Sandoz	Gesundheit	2,3%	0,24%
SGS	Industrie	3,9%	2,71%
St. Galler KB	Finanz	4,2%	3,92%
Swatch Group I	Zyklischer Konsum	3,4%	2,61%
Swiss Life	Finanz	5,7%	4,96%
Swisscom	Kommunikationsdienste	4,3%	3,74%
Valiant	Finanz	5,3%	3,84%
Zurich Insurance	Finanz	6,1%	4,45%
Cash			13,05%

3) The Market Dividend Opportunities Portfolio: Sektorgewichte

Sektoren, in % des Portfolios (Stand: 11. April 2024)



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

Seit Indexierung am 3. Mai 2021 bis 11. April 2024

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



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. Das Portfolio kann zudem auch als sogenanntes ETP+ an der SIX Swiss Exchange erworben werden. Dabei ist jeweils der aktuelle Gegenwart des ETP (Exchange Traded Product) mit einer Bareinlage als Pfand (Collateral) gesichert, die bei SIX SIS AG hinterlegt ist. Dadurch wird das Gegenpartierisiko 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. Gut 16% des Portfolios entfallen auf Titel aus den USA.

«Novo Nordisk, Microsoft, VAT und Shell liefern die beste Performance»

2022 haben viele Qualitätsaktien 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 von 2023 zählten einige dieser Aktien – ebenso wie die 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, +18,2% (Stichtag: 11. April 2024). Damit hat das Portfolio besser abgeschnitten als der Swiss Performance Index (+12,1%), konnte dem in Franken gerechneten MSCI World Total Return Index (+33,6%) aber nicht das Wasser reichen, was angesichts des hohen Anteils an Schweizer Aktien nicht erstaunt. Der MSCI World hat 2023 vom Höhenflug der «Magnificent Seven», der grossen amerikanischen Tech-Aktien Microsoft, Apple, Nvidia, Meta, Alphabet, Amazon und Tesla, profitiert. Mit Microsoft und Alphabet enthält das Best Ideas Portfolio zwar auch zwei Mitglieder der «Mag 7», aber relativ zum MSCI World ist der Tech-Sektor untergewichtet.

Qualitäts- und Risikopositionen

Ausgewählt wird über Fundamentalanalyse, wobei als Qualitätsmerkmale eine hohe und über den Zyklus möglichst stabile Kapitalrendite (Return on Invested Capital, ROIC),

In Kürze:

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

eine steigende Dividende und/oder ein wachsender materieller Buchwert je Aktie sowie eine solide Bilanz mit geringer Verschuldung definiert sind. 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 DocMorris, des Inner-schweizer Kabelmaschinenherstellers Komax 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 7,6%. Sie dient als «trockenes Pulver», um im Fall von Rückschlägen zuzukaufen zu können.

VAT überzeugt

Die grössten Kursgewinne seit der Lancierung des Portfolios stammen von den Aktien des dänischen Pharmakonzerns Novo Nordisk, des US-Softwarekonzerns Microsoft, des Schweizer Vakuumventilherstellers VAT, des Energiekonzerns Shell sowie der US-Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway von Warren Buffett. Novo Nordisk, deren Abnehmmittel Wegovy an der Börse für erhebliche Fantasie sorgt, ist mit einem Anteil von 4,8% die grösste Position im Portfolio, dahinter folgen Microsoft (4,1%), Holcim (4%) sowie VAT und Alphabet mit je 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 11. April 2024.

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 11. April 2024, indexiert (12. Januar 2021 = 100)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



The Market Best Ideas Portfolio – Qualitätstitel und Risikopositionen

Qualitätstitel und Risikopositionen (grau), Stand: 11. April 2024

Name	Land	Sektor	Gewicht per 11.4.2024
Accelleron	Schweiz	Industrie	2,73%
Agnico Eagle Mines	Kanada	Grundstoffe	1,75%
Alphabet	USA	Kommunikationsdienste	3,79%
Baloise	Schweiz	Finanz	1,76%
Barry Callebaut	Schweiz	Basiskonsum	1,81%
BASF	Deutschland	Grundstoffe	1,41%
Belimo	Schweiz	Industrie	2,22%
Berkshire Hathaway B	USA	Finanz	3,62%
BHP	Australien	Grundstoffe	2,07%
Bossard	Schweiz	Industrie	2,15%
Clariant	Schweiz	Grundstoffe	1,77%
DKSH	Schweiz	Industrie	2,37%
DocMorris	Schweiz	Basiskonsum	0,25%
Ems-Chemie	Schweiz	Grundstoffe	1,69%
Fresenius	Deutschland	Gesundheit	1,29%
Geberit	Schweiz	Industrie	2,46%
Helvetia	Schweiz	Finanz	2,56%
Holcim	Schweiz	Grundstoffe	3,97%
Julius Bär	Schweiz	Finanz	2,61%
Kardex	Schweiz	Industrie	2,36%
Komax	Schweiz	Industrie	1,82%
Logitech	Schweiz	IT	2,77%
Lonza	Schweiz	Gesundheit	2,60%
Mastercard	USA	Finanz	2,82%
Microsoft	USA	IT	4,12%
Nestlé	Schweiz	Basiskonsum	1,88%
Newmont	USA	Grundstoffe	1,84%
Novo Nordisk	Dänemark	Gesundheit	4,80%
Pan American Silver	Kanada	Grundstoffe	1,36%
Roche GS	Schweiz	Gesundheit	2,15%
Sanofi	Frankreich	Gesundheit	1,99%
Schindler PS	Schweiz	Industrie	2,33%
Shell	Niederlande	Energie	2,90%
Sika	Schweiz	Grundstoffe	2,43%
Straumann	Schweiz	Gesundheit	2,15%
Swatch Group I	Schweiz	Zyklischer Konsum	1,67%
Temenos	Schweiz	IT	1,70%
VAT	Schweiz	Industrie	3,76%
Zürich Insurance	Schweiz	Finanz	2,64%
Cash			7,63%

IMPRESSUM

<p>The Market, die Finanzplattform für versierte Anlegerinnen und Anleger, erscheint täglich online sowie als Newsletter: themarket.ch</p> <p>Mit dieser Beilage erscheint The Market in gedruckter Form, um Ihnen die digitalen Inhalte von The Market vorzustellen.</p>	<p>Folgen Sie The Market X (Twitter): @TheMarket_CH LinkedIn: /company/the-market-ch Facebook: /TheMarketCH Newsletter: go.themarket.ch/newsletter</p> <p>Leserservice Telefon +41 44 258 10 00, leserservice@nzz.ch</p>	<p>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.-</p> <p>Kombi-Spezialpreis für NZZ-Abonnentinnen und -Abonnenten: Abo 6 Monate: CHF 169.- Abo 1 Jahr: CHF 296.-</p>	 <p>Die aussagekräftigere Analyse gewinnt.</p>
<p>Redaktion Gabriella Hunter (GAH), Chefredaktorin gabriella.hunter@themarket.ch</p> <p>Sandro Rosa (SR), stv. Chefredaktor sandro.rosa@themarket.ch</p> <p>Mark Böschen (MB) mark.boeschen@themarket.ch</p> <p>Mark Dittli (MD) mark.dittli@themarket.ch</p> <p>Christoph Gisiger (CG, Los Angeles) christoph.gisiger@themarket.ch</p> <p>Henning Hölder (HOE) henning.hoelder@themarket.ch</p> <p>Ruedi Keller (RK) ruedi.keller@themarket.ch</p> <p>Gregor Mast (GM) gregor.mast@themarket.ch</p> <p>Giorgio Müller (GVM) giorgio.mueller@themarket.ch</p>	<p>Freie Autorinnen und Autoren Lyn Alden (New York) Charles Biderman (Sacramento) Thierry Borgeat (Zürich) Marc Chandler (New York) Alfons Cortés (Vaduz) Kevin Duffy (Philadelphia) Jens Ehrhardt (München) 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) Jürg Lutz (Zürich) George Magnus (London) Howard Marks (Los Angeles) Simon Mikhailovich (New York) Michael Pettis (Peking) Heinz-Werner Rapp (Bad Homburg) David Rosenberg (Toronto) Tim Schäfer (New York) Bill Smead (Phoenix)</p>	<p>Anne Stevenson-Yang (New York) Ronald-Peter Stöferle (Schaan) Zoltan Szelyes (Zürich) Philippe Welti (Zürich) Bryan Whalen (Los Angeles) William R. White (Toronto) Daniel Woker (Zürich) Georg von Wyss (Schwyz) Jörg Wuttke (Peking) Nicolas Zahn (Zürich) Myret Zaki (Genf) Luigi Zingales (Chicago) Felix W. Zulauf (Zug)</p> <p>Konzeption und Gestaltung der Beilage Laurent Burst</p> <p>Bildnachweise Alle Charts: The Market Alle Illustrationen und Bildverfremdungen: Laurent Burst Alle Porträtbilder der Autorinnen und Autoren sowie die Interview-Bilder auf S. 8-9, 17-18: zur Verfügung gestellt S. 30: Johannes Husen, Adobe Stock</p>	<p>Beratung und Verkauf Ruedi Minger (Leiter Verkauf) ruedi.minger@themarket.ch Telefon +41 44 468 20 22</p> <p>Fabio Pasinetti (Leiter Produktmanagement) fabio.pasinetti@themarket.ch Telefon +41 44 468 20 25</p> <p>Basil Flüeli (Leiter Lesermarkt) basil.flueeli@themarket.ch Telefon +41 44 468 20 22</p> <p>The Market Media AG Aemtlerstrasse 96a CH-8003 Zürich Tel. +41 44 468 20 20</p> <p>Mediadaten go.themarket.ch/mediadaten</p> <p>Aktionariat 100% Neue Zürcher Zeitung AG</p>

Starten Sie täglich informiert mit «The Market Daily»

Ihr kostenloser Finanz-Newsletter bringt Ihnen jeden Morgen die Top-Finanzthemen und das Neueste von The Market – plus eine Wochenübersicht jeden Samstag.

Jetzt
kostenlos
abonnieren

the market
NZZ
unabhängige Analysen und
Meinungen zu den Finanzmärkten

Hier abonnieren



go.themarket.ch/newsletter

MEINUNG

Die ungeliebte Defensive

Mit einer guten Defensive werden im Sport traditionell Meisterschaften gewonnen. Auch beim Anlegen ist das Vermeiden grosser Verluste für einen guten langfristigen Track Record von höchster Wichtigkeit. Doch defensive Vermögenswerte sind unbeliebt wie lange nicht mehr. **Von Peter Frech**

Das Börsengeschehen erinnert derzeit an ein Fussballspiel von Kleinkindern: Die Meute rennt wie ein Hühnerhaufen dem Ball nach – von taktischer Aufstellung und Abwehrarbeit keine Spur. Genauso wie die Kleinen auf den Ball sind am Aktienmarkt alle nur noch auf mögliche Gewinne mit dem heissen Thema künstliche Intelligenz fokussiert.

Allenfalls interessiert noch die Frage, wann die ersehnten Zinssenkungen denn endlich kommen, die den Aktien zusätzlichen Schub verleihen sollen. Nur das Upside zählt. Die Defensive dagegen kümmert kaum noch jemanden. Die Inflation gilt als unter Kontrolle. Die noch vor einem Jahr befürchtete Rezession gilt als abgesagt. Geopolitische Risiken? Das ist so was von 2022. Sorgen um die maroden Staatsfinanzen? Das war in der Eurokrise vor zwölf Jahren allenfalls ein Thema.

Die Bären sind verstummt

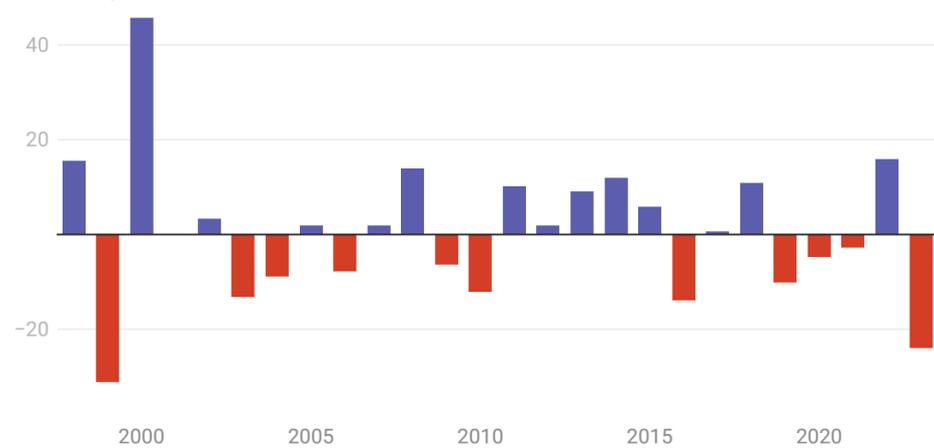
An die generell hohen Aktienbewertungen hat man sich ohnehin längst gewöhnt. Nicht Value, sondern gute Storys zählen, das weiss doch jedes Kind. Auch besonnene Vermögensverwalter in unserem Umfeld werden von ihren Kunden zu einer offensiveren Aufstellung mit mehr Tech-Aktien gedrängt, schliesslich spielen jetzt alle so.

«Aktien aus dem defensiven Gesundheitssektor liegen weit zurück»

An der Seitenlinie sind die Bären unter den Marktkommentatoren inzwischen praktisch alle verstummt, nachdem ihre Rezessionsprognosen für 2023 gefloppt waren. Dafür heizen die Cheerleader mit ständig neuen Kaufargumenten die Euphorie um die offensiven Superstars an. Sind wir bei Quantex die letzten Pessimisten am Aktienmarkt? Tatsächlich sehen wir weiterhin verschiedene Gründe, um besorgt zu sein. Jedoch spielt unsere Meinung zum Marktgeschehen bei der effektiven taktischen Aufstellung der Portfolios möglichst keine Rolle. Wir lassen uns von einem bottom up getriebenen Selektionsprozess leiten.

Grösste Underperformance des Gesundheitssektors seit 1999

Differenz zwischen der Jahresperformance des Gesundheitssektors und des S&P 500, in Prozentpunkten



Aus dieser Perspektive war es höchst interessant zu beobachten, wie die Anleger in den vergangenen zwölf Monaten im grossen Stil versucht haben, ihre defensiven Spieler loszuwerden. Aktien aus dem defensiven Gesundheitssektor sind 2023 um mehr als 20 Prozentpunkte hinter dem US-Gesamtmarkt zurückgeblieben (vgl. Grafik). Eine derart extreme Underperformance gab es zuletzt nur im Jahr 1999, das von der damaligen Internet-Euphorie bei Tech-Titeln geprägt war.

Eine Analyse von Empirical Research ergab Ende Oktober ein ähnliches Bild für Aktien aus dem Bereich Konsumgüter des täglichen Gebrauchs (Consumer Staples): eine Underperformance von 21 Prozentpunkten, was ebenfalls nur im Jahr 1999 noch dramatischer gewesen war. Seither sind viele defensive Titel nochmals gefallen, während der Gesamtmarkt weiter zulegen konnte.

Solidität ist nicht mehr gefragt

Auch viele qualitativ schlechte Zykliker konnten seit Oktober eine starke Rally verbuchen, befeuert vom Ausblick auf baldige Zinssenkungen durch die Zentralbanken. Die Bewertungsprämie von rund 30%, die defensive Konsumgüteraktien in Erwartung einer Rezession Anfang 2023 noch hatten, ist im Verlauf des vergangenen Jahres verschwunden. Ein solides Business und ein stabiler Free Cashflow sind offensichtlich nicht mehr be-

sonders gefragt am Markt. Wenn wir jedoch defensive Qualität ohne Bewertungsprämie kaufen können, greifen wir immer gerne zu.

Seit Oktober 2023 kamen die Zukäufe in den Quantex-Fonds praktisch alle aus diesen beiden defensiven Sektoren: Der Laborausstatter Mettler-Toledo, der Pharmakonzern Bristol-Myers Squibb und der Krankenversicherer Cigna Health sind im Gesundheitssektor tätig. Dino Polska, Sendas Distribuidora und Ahold sind alles Detailhändler für Lebensmittel. Mit Unilever und Reckitt-Benckiser haben wir zudem zwei klassische Konsumgütermultis gekauft. Das Aktienportfolio des Global Value Fund hat sich entsprechend deutlich in Richtung defensiv verschoben.

Anleger verschmähen Gold

Doch nicht nur innerhalb des Aktienmarktes lässt sich die Vernachlässigung der Defensive beobachten. Auch verschiedene andere defensive oder direkt antizyklische Investments hatten in den vergangenen zwölf Monaten einen schweren Stand. Der Volatilitätsindex Vix sank unter 13 Punkte, so niedrig lag er zuletzt nur Anfang 2020 vor dem Corona-Crash. Er zeigt damit wenig Bedarf an einer Absicherung des Portfolios mit Optionen an.

Der Goldpreis konnte zwar zulegen, interessanterweise jedoch mit starken Outflows aus den Gold-ETF: Westliche Privatanleger ver-

kauften das gelbe Edelmetall, während asiatische Zentralbanken kauften. Der stark mit der Euphorie an der Nasdaq korrelierte Bitcoin stahl dem Gold einmal mehr die Show.

Bei den Unternehmensanleihen sank der Zinsaufschlag für Ramschpapiere von 5% Anfang 2023 auf derzeit nur noch 3,6%. Auch der Aufschlag für schlechtere Schuldner im Bereich Investment Grade ging deutlich zurück. Die Angst vor Zahlungsausfällen ist überraschend gering, trotz anhaltend hohen Zinsen und steigenden Konkursen in der Privatwirtschaft. Viel Sorglosigkeit an allen Märkten also: Die Angst, die Fortsetzung des Tech-Booms zu verpassen, ist offensichtlich grösser als die Angst vor Verlusten. Angst ist jedoch immer ein schlechter Motivator beim Investieren. Aus unserer antizyklischen und bottom up getriebenen Überzeugung halten wir deshalb verstärkt dagegen. Schliesslich muss in einem Portfolio auch jemand die ungeliebte Defensivarbeit übernehmen.



Peter Frech

Der studierte Psychologe Peter Frech ist Value-Investor aus Überzeugung und Leidenschaft. Seit 2007 arbeitet er als Fondsmanager beim Schweizer Vermögensverwalter Quantex in Zürich und ist für den Global Value sowie den Strategic Precious Metal Fund verantwortlich. In seiner Freizeit beschäftigt er sich mit Geschichte, Strategiespielen und dem Piano.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/z131



1660 Global ausgezahlte Dividendensumme im Jahr 2023, in Mrd. \$

Quelle: Janus Henderson

NZZ

Reisen

Japan – Ästhetik als Bestandteil des Lebens

Buchung und Information:
reisen.nzz.ch | +41 61 308 33 05
cotravel@cotravel.ch



Reiseveranstalter:
cotravel

Datum:
2. bis 16. November 2024

Teilnehmer/innen:
Mind. 15 max. 25 Personen

Preis: Fr. 14 950.–
(EZ-Zuschlag Fr. 3050.–)

Ein Land, wo der Sinn für Ästhetik tief verwurzelt und Teil des Alltagsverständnisses ist. Wo Traditionen und Philosophien das hochmodernisierte Leben auch heute noch durchwachsen und wo jedes Element mit einer sinnvollen Bedeutung versehen ist. Thomas Stalder – seit Jahrzehnten Japan-Enthusiast und SRF-Korrespondent vor Ort – begleitet Sie auf der Rundreise durch verschiedene Regionen, welche das vielfältige Bild Nippons wiedergeben.

Highlights

- Expertengespräche zu Bonsai-Zucht, Sake-Herstellung, Blattgold-Verarbeitung und Architektur
- Übernachtung im Tempel und Besuch einer Zen-Zeremonie auf dem heiligen Berg Koyasan
- Einzigartiges Kunsterlebnis auf der Insel Naoshima



Jetzt buchen

FÜR ALLE, DENEN **BITCOINS** ZU KRYPTISCH SIND.

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**.