

the market

NZZ

Unabhängige Analyse und Meinung
für bessere Entscheidungen an den Finanzmärkten



themarket.ch

Investieren in der neuen Weltordnung

Das Welthandelssystem steht vor einer Neuordnung. Die USA wenden sich von traditionellen Allianzen ab, globale Güterströme werden erschüttert, und geopolitische Risiken nehmen zu. Die Finanzmärkte sind verunsichert. The Market zeigt, wie Investoren durch dieses anspruchsvolle Umfeld navigieren können.

Seite 4: Mit diesen Aktien auf die Europa-Rally setzen

Seite 6: Marko Papic:

«Donald Trump hat die Blase des <American Exceptionalism> platzen lassen»

Seite 8: Handelskonflikte und das Risiko im Tech-Sektor

Seite 11: Stefan Rehder:

«Abseits des Mainstreams finden sich teils absurd günstige Gelegenheiten»

Seite 14: Diese Titel bieten Stabilität

Seite 16: Welche europäischen Rüstungsaktien profitieren

Seite 20: Gold strebt nach oben, Silber dürfte folgen

30 Tage
Online-Abo
für 1.–

go.themarket.ch/beilage



Worin unterscheiden sich gute von schlechten Banken?

ZURICH
GENEVA

BERN
WINTERTHUR

THE FUTURE OF
WEALTH MANAGEMENT

Das Wealth Office
schafft Klarheit.

ZWEI
WEALTH

MEINUNG

Investieren in der neuen Weltordnung

Die USA zerschlagen das liberale, regelbasierte Welthandelssystem. Die drei Pole der Weltwirtschaft – USA, Europa und China – stehen an einer Wegscheide. **Von Mark Dittli**

«It's the End of the World as We Know It (And I Feel Fine)»

Songtitel von R.E.M. (1987)

Pax Americana ist tot. Die liberale, regelbasierte Weltwirtschaftsordnung, die nach dem Zweiten Weltkrieg von den USA – durchaus im Eigeninteresse – aufgebaut wurde und die nach 1989 mit wenigen Ausnahmen sukzessive den Globus umfasste, liegt in Trümmern. Sie wurde nicht etwa von einer besseren Alternative verdrängt. Nein, die Republikanische Partei der USA mit ihrer Führerfigur Donald Trump hat sie zerstört. Pax Americana wurde, um es in Anlehnung an den Historiker Arnold Toynbee zu sagen, nicht ermordet. Sie starb durch Suizid.

Das hat weitreichende Konsequenzen. Wer seine Karriere in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten in den vergangenen drei, vier Jahrzehnten verbracht hat, hat nichts anderes erlebt als eine Welt, die zusammengewachsen ist. Es war eine Zeit des generellen Abbaus von Handelshürden, von effizienterer Produktion und sinkenden Zinsen. Es kam in dieser Zeit zwar wiederholt zu Krisen, aber nie war das System grundsätzlich infrage gestellt.

Diese Zeit ist vorbei. Eine Rückkehr zur alten Weltordnung ist unwahrscheinlich, denn im Rückblick zeigt sich: Nicht Trumps erste Amtszeit war eine Ausnahme, sondern das Intermezzo von Joe Biden. Wie die neue Weltordnung aussehen wird, ist offen. Doch ihre Konturen mit drei Polen zeichnen sich ab.

USA: Reagan dreht sich im Grab

Die Republikanische Partei ist zum Schluss gekommen, dass die bisherige Weltordnung nicht mehr Amerikas Interessen dient. Also hat Trump den Deal aufgekündigt und überzieht fast alle Länder der Welt mit harschen Zöllen. Dass die Berechnungsgrundlage für die Höhe der «reziproken» Tarife vollkommen widersinnig ist, spielt dabei keine Rolle. Die Republikaner gehen von zwei Grundannahmen aus: Erstens, ein bilaterales Defizit im Güterhandel ist für die USA nachteilig. Zweitens, alle Staaten der Welt wollen Zugang zum Markt USA. Dieser Zugang soll kosten. Die Republikanische Partei steht geschlossen hinter Trump, und J.D. Vance bringt sich in Position, den Stab dereinst zu übernehmen. In Handelsfragen denkt der Vizepräsident sogar deutlich protektionistischer und isolationistischer als Trump. Und aus seinen bisherigen Äusserungen zu schliessen, hegt Vance eine Abscheu gegen die Demokratien Europas. Die Hoffnung, der Spuk sei nach vier weiteren Trump-Jahren vorbei, ist fehl am Platz.

Amerika meint es ernst mit seiner Abkehr vom Selbstverständnis, das seine Rolle als alleinige Supermacht ab 1989 charakterisiert hat. Multinationale Organisationen, Handelsregeln, territoriale Integrität anderer Staaten, Völkerrecht: Alles steht zur Disposition. Dazu zählt auch der Status des Dollars als Reservewährung und der Treasury Note als Anker für das Weltfinanzsystem. Die Republikaner wollen den Dollar schwächen, und selektive Zahlungsausfälle gegenüber Ausländern sind kein Tabu. Wer immer noch glaubt, Trump und seine Leute müssten mit ihren Aussagen nicht allzu ernst genommen werden, unterliegt einer Illusion.

Wohin führt dieser Pfad? In der kurzen Frist hat Trump mit seinem Vorgehen die Wahrscheinlichkeit einer Rezession erhöht. Das Vertrauen von Konsumenten und Unternehmen sinkt, zeitgleich steigen die Inflationserwartungen. Geopolitisch betrachtet ziehen



sich die USA auf die westliche Hemisphäre zurück, sie demontieren ihre über sieben Jahrzehnte aufgebaute Soft Power und nehmen in der Handelspolitik eine radikal merkantilistische Haltung ein. Das wird Amerikaner Unternehmen auf den Weltmärkten langfristig nicht stärker machen, im Gegenteil. Unter dem Schutz von Importzöllen werden sie ineffizienter und weniger wettbewerbsfähig werden. Das wusste Ronald Reagan, als er 1988 sagte: «Als der Kongress 1930 die Smoot-Hawley-Zollgesetze verabschiedete, wurde uns gesagt, dass er Amerika vor ausländischer Konkurrenz schützen und Arbeitsplätze im Land retten würde. Das tatsächliche Ergebnis war die Grosse Depression.» Leider ist die heutige Grand Old Party nicht mehr die Partei Reagans.

Europa hat mit der Wiederwahl Trumps ein rüdes Erwachen erlebt. Während der vier Biden-Jahre haben die meisten Regierungen geschlafen. Umso grösser ist der Schock heute über die Erkenntnis, dass Trump seine Zolldrohungen umsetzt. Deutschland, die wichtigste Volkswirtschaft des Kontinents, hat sich zwei Jahrzehnte lang auf ein simples Geschäftsmodell verlassen: Die USA liefern die Sicherheit, Russland die Energie, China den Absatzmarkt. Das funktioniert nicht mehr. Friedrich Merz, künftiger Bundeskanzler, hat die Schwachstellen Deutschlands erkannt. Infrastruktural und Verteidigung wurden jahrelang vernachlässigt. Deutschland gefiel sich 2012 als Lehrmeister während der Eurokrise, war aber schon damals morsch. Eine grosse Volkswirtschaft, die einen konsistent hohen Leistungsbilanzüberschuss erzielt, leidet unter zu schwacher Binnennachfrage.

Europa: Krise als Weckruf

Merz hat mit seinem Investitionsprogramm den richtigen Weg eingeschlagen. Es ist ökonomisch völlig legitim und sinnvoll, wachstumsfördernde Investitionen in Infrastruktur über den Kapitalmarkt zu finanzieren. Wünschenswert wäre bloss, dass sich Merz auch vornimmt, die Regulierungsdichte zu lichten und Deutschlands Wirtschaft Raum zur Entfaltung zu geben. Dass die EU-Staaten ihre Verteidigungsfähigkeit aufbauen und gemeinsam finanzieren, ist ebenfalls ein wichtiger Schritt. Koalitionen von Willigen geben den Takt vor. Dass Trumps Republikaner offenbar nur schon die Vorstellung haben, Russland eine Einflussphäre am westlichen Ende der eurasischen Landmasse zu gewähren, sollte jeden Europäer erschauern lassen. Russland ist ein Scheinriese, wirtschaftlich von geringerer Bedeutung als Italien; eine Tankstelle mit Atomwaffen.

Europa steht, Trump sei Dank, unter Druck, sich zu behaupten. Ein grosser Wurf fehlt noch: die Vollendung des fragmentierten Binnenmarktes. Sei es in Bereichen wie Telecom,

Finanzen oder Energie – die Fragmentierung verunmöglicht es den Unternehmen, Skaleneffekte durch Grösse zu erzielen. Grenzüberschreitende Zusammenschlüsse und Übernahmen sollten gefördert werden, nicht an falschem Nationalstolz scheitern. Mit einer echten Integration ihrer Märkte wird die EU – je nach Konstellation mit zugewandten Volkswirtschaften wie Grossbritannien und der Schweiz – ökonomisch betrachtet zu einem Riesen mit 500 Mio. Konsumenten.

China: neues Wachstumsmodell

Auch China, der dritte Pol, steht an einem Punkt, der eine fundamentale Veränderung erfordert. Die Parteiführung in Peking weiss, dass das investitionsgetriebene Wachstumsmodell der vergangenen drei Jahrzehnte nicht mehr funktioniert. Die Krise im Immobiliensektor ist Zeugnis davon. In den vergangenen Jahren hat die Partei die Entwicklung «neuer Produktivkräfte» forciert und beachtliche Erfolge erzielt: Konzerne wie BYD, Xiaomi, CATL und Huawei sind, obwohl von Washington teils sanktioniert, zu Exportgiganten avanciert. DeepSeek und Alibaba spielen im Bereich künstliche Intelligenz ebenso auf Weltniveau wie Unitree in der Robotik.

Doch das reicht nicht. Export ist kein tauglicher Wachstumsmotor für eine Volkswirtschaft von der Grösse Chinas. Der Rest der Welt vermag Chinas Überproduktion nicht zu absorbieren. Genau so, wie die Schaffung des Binnenmarktes den grossen verbleibenden Wurf Europas darstellt, ist für China die Schaffung eines dynamischen Konsumsektors notwendig. Der private Konsum macht in der Volksrepublik weniger als 40% des Bruttoinlandsprodukts aus, in den USA sind es 70%. Weil Sozial- und Gesundheitswesen zu schwach ausgestaltet sind, ist die Sparquote der Haushalte enorm hoch. Die Regierung hat erkannt, dass sie den Konsum stärken muss. Bislang gehen die meisten Pläne aber kaum über kurzfristige Stützungsmaßnahmen hinaus, was unter anderem daran liegt, dass die Parteiführung um Generalsekretär Xi Jinping eine tiefe Aversion gegen den Wohlfahrtsstaat europäischer Prägung hegt. Trotzdem ist davon auszugehen, dass der Konsum über die kommenden Jahre als Wachstumsmotor für Chinas Wirtschaft an Bedeutung gewinnt.

Passiv – passé?

Was bedeuten diese Entwicklungen für Anleger? Die wichtigste Erkenntnis: Ein passives Benchmark-Denken anhand eines Weltindex ist gefährlich. Die Aktienmärkte sind nach fünfzehn Jahren Hausse in Amerika derart USA-zentrisch geworden, dass das Gewicht der USA im Weltindex von MSCI per Ende 2024 fast 70% ausmachte, obwohl sie weniger als 25% der globalen Wirtschaftsleistung stellen. Diese Entwicklung erreichte im

In Kürze:

- Trump riskiert mit seiner Zollpolitik eine Rezession
- Europa muss den Binnenmarkt stärken
- China hat einen Platz im Anlageportfolio verdient

Dezember 2024 ihren Höhepunkt, als gefühlt jeder zweite Outlook-Report von Banken mit dem Begriff «American Exceptionalism» betitelt war. Das Gegenstück dieses US-zentrischen Weltbildes war die verbreitete Ansicht, dass China für Investitionen nicht mehr infrage komme. Spätestens seit dem Sputnik-Moment von DeepSeek im Januar hat sich Chinas Tech-Sektor zurückgemeldet und klargemacht, dass China in einem global ausgerichteten Aktienportfolio einen Platz verdient hat. Die neue Weltordnung ist multipolar, was bedeutet, dass auch Anlageportfolios nicht unipolar gestaltet werden sollten. Eine naive Diversifikation, die zu gleichen Teilen die USA, Europa, Schwellenländer, Japan und – für hiesige Investoren – die Schweiz abdeckt, kann in dieser Welt geeigneter sein als eine vermeintliche Diversifikation über einen Weltindex, der zu 70% aus den USA und davon zu 30% aus einer Handvoll Tech-Werten besteht.

Die zweite Erkenntnis, die sich Investoren in Zeiten erhöhter Ungewissheit vergegenwärtigen sollten: Qualitativ hochwertige Unternehmen finden immer Wege, sich anzupassen. Sie überleben Katastrophen, Kriege und Krisen. Gut geführte Unternehmen mit soliden Bilanzen, starkem Geschäftsmodell und einem Burggraben, der sie vor Konkurrenz schützt, werden jeden Sturm überstehen. Auch den gegenwärtig tobenden. Diese Unternehmen gilt es zu identifizieren und zu kaufen – besonders dann, wenn ihre Aktien von einem verunsicherten «Mr. Market» zu Discountpreisen angeboten werden.

Um es mit den Worten von Marko Papić, Chefstrategie von BCA Research, zu sagen (vgl. Seite 6): Die Zeit, als es für Profi-Investoren reichte, ein paar amerikanische Tech-Aktien zu kaufen, während sie wie Neurochirurgen bezahlt wurden, ist vorbei. Gut so.



Mark Dittli

Geschäftsführer und Redaktor von The Market. Seine journalistischen Spezialgebiete sind globale makroökonomische Themen und Wirtschaftsgeschichte.

Kontakt: mark.dittli@themarket.ch
X: [@MarkDittli](https://twitter.com/MarkDittli)

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/t13



ANALYSE

Mit diesen Aktien auf die Europa-Rally setzen

Trotz der Zollquerelen von US-Präsident Donald Trump entwickeln sich die europäischen Börsen seit Jahresbeginn besser als ihre US-Gegenstücke – auch Nebenwerte erwachen aus dem Dornröschenschlaf. The Market zeigt, warum die Hausse sich fortsetzen könnte. **Von Henning Hölder**

Dem drohenden Handelskrieg zum Trotz: Die europäischen Börsen zeigen sich 2025 bisher erstaunlich robust. Im ersten Quartal gewann der Stoxx Europe 600 immerhin gut 7%, während der amerikanische S&P 500 knapp 6% einbüsste. Auch auf Sicht von zwölf Monaten hat das europäische Barometer zuletzt zu seinem US-Pendant aufgeschlossen. Und selbst nach der Ankündigung von US-Präsident Donald Trump am 2. April, künftig sogenannte reziproke Importzölle in Höhe von 20% auf Güter aus der Europäischen Union (EU) zu erheben, hielt sich der Abstand. Nach Jahren der US-Überperformance gibt es gute Gründe, dass die Rotation in europäischen Börsen noch etwas weitergehen könnte.

«Das Europa-Comeback wird nicht mehr nur von grossen Unternehmen getragen»

Das Europa-Comeback wird nicht mehr nur von Aktien grosser Unternehmen getragen – wie im vergangenen Jahr in Deutschland mit der Dax-Rally –, sondern auch Small und Mid Caps stützen die Aufwärtsbewegung. Mitte Februar hatte der europäische Nebenwerteindex MSCI Europe Mid Cap erstmals das Hoch von Ende 2021 egalisiert. Auch in Deutschland und der Schweiz, wo sich Nebenwerte seit Jahren schwertun, gab es zuletzt Erholungstendenzen – endlich, mögen sich einige Small- und Mid-Cap-Anleger denken.

Vorsichtiger Optimismus

«Wir sehen einen vorsichtigen Optimismus in Europa», sagt Thomas Hodges, Spezialist für europäische Aktien beim schottischen Vermögensverwalter Baillie Gifford. Dass sich die europäischen Einkaufsmanagerindizes der Wachstumsschwelle von 50 nähern oder teilweise sogar schon darüber liegen, mache Hoffnung. «Das deckt sich mit den positiven Aussagen, die wir von vielen Unternehmen derzeit hören», so Hodges. Auch Peter Kraus, Head of Small Cap Equities bei der Hamburger Privatbank Berenberg, sieht die Aussichten in Europa sich langsam, aber sicher aufhellen – insbesondere für Nebenwerte. «Nach fast drei Jahren Industrierezession genügt es oft schon, wenn die Unternehmen signalisieren, dass sich die Lage zumindest nicht weiter verschlechtert.» Der Fondsmanager sieht in europäischen Aktien «tiefliegende Früchte», da sie in den vergangenen fünfzehn Jahren die ausgeprägteste historische Unterperformance gegenüber US-Werten verzeichnet haben.

Dass die jüngste Hausse in Europa auch fundamental begründet ist, zeigen die Analysten der US-Investmentbank Citi in einer Mitte Februar publizierten Research Note. Darin halten sie fest, dass in der abgelaufenen Berichtssaison in fast allen Sektoren – mit Ausnahme von Rohstoffen und Konsumgütern – positive Gewinnrevisionen zu beobachten waren, am stärksten bei Finanzwerten und Technologieaktien. Bemerkenswert ist vor allem die Diskrepanz zwischen Europa und den USA. Der von Citi erstellte sogenannte Earnings Revision Index (ERI), der Aufschluss darüber gibt, wie stark die Analysten ihre Gewinnprognosen für kotierte Unternehmen nach oben oder nach unten revidieren, ist in Europa (ohne Grossbritannien) seit Jahres-

1) Europa vs. USA

Kursentwicklung über zwölf Monate (ohne Dividenden), in Euro



2) Nebenwerte unterliegen ausgeprägten Schwankungen

Kursentwicklung über zwölf Monate (ohne Dividenden), in Euro



3) Europa hat gegenüber den USA noch viel Aufholbedarf

Kursentwicklung über zehn Jahre (ohne Dividenden), in Euro



beginn auf +8% gestiegen, während er in den USA bei knapp -20% verharrt. Die Kluft beträgt fast 30 Pp – gemäss Citi ein seltenes Phänomen, das historisch meist mit einer Outperformance europäischer Aktien einhergeht.

Ist Trump gut für Europa?

Zudem verfestigt sich der Eindruck, dass sich die Politik Donald Trumps – anders als zunächst erwartet – auch positiv auf die europäischen Börsen auswirken könnte. Der Protektionismus könnte dazu führen, dass Investitionskapital aus China, Hongkong und

anderen Regionen in den USA nicht mehr willkommen ist und sich daher andere Anlageziele suchen wird – etwa in Europa. Auch Kraus ist überzeugt, dass europäische Aktien von der Politik Trumps profitieren könnten. «Trump will einen schwachen Dollar, was die Kapitalströme auch nach Europa lenken und den Euro stärken würde.» Ein schwacher Dollar in Kombination mit einem starken Euro sei historisch meist positiv für europäische Risikoanlagen gewesen. Kraus verweist in diesem Zusammenhang auf die Periode zwischen 2003 und 2008. Damals schwächte sich der Dollar gegenüber dem Euro stark ab. Dem

In Kürze:

- Europäische Aktien haben seit Jahresbeginn die Nase vorn
- Es gibt gute Gründe, dass die Rotation weitergeht
- Gerade Finanzwerte sind attraktiv

Stoxx Europe 600 gelang es, das US-Leitbarometer S&P 500 zu überflügeln – eine Seltenheit mit Blick auf dieses Jahrhundert. Sollte sich zudem bewahrheiten, dass die Wirtschaft in Deutschland dank der Finanzwende anzieht, könnte das den Kapitalzufluss nach Europa zusätzlich massiv verstärken, glaubt Kraus.

Auf welche Aktien setzen?

Doch wo in Europa können Anleger zugreifen? Hodges sieht grosse Chancen bei Industrierwerten, da in Europa das Ende der industriellen Rezession in Sichtweite rücke. Mit 28% stellen sie den grössten Anteil im European Fund von Baillie Gifford. Einer seiner Favoriten ist die schwedische Instalco. Die Unternehmensgruppe ist in Skandinavien führend in den Bereichen Elektro-, Heizungs- und Sanitärinstallationen sowie bei Industrielösungen, musste jedoch im vergangenen Jahr einen Rückgang der Projekte hinnehmen, was sich auch im Aktienkurs bemerkbar machte. «In der letzten Ergebnispräsentation zeigte sich jedoch, dass der Auftragsbestand wieder zunimmt, was im Laufe des Jahres zu einer Belebung der Projekte führen dürfte.»

«Jungheinrich-Titel zeigten zuletzt klare Erholungstendenzen»

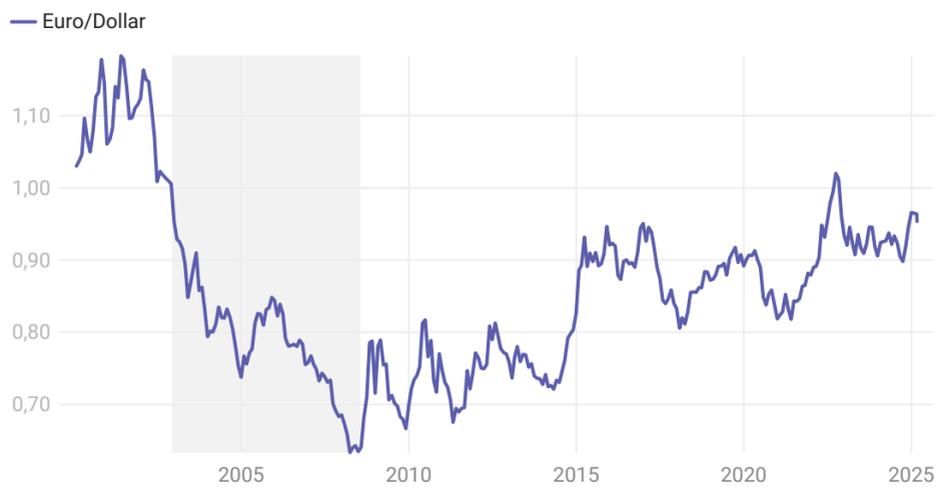
Ähnlich überzeugt ist er von Kingspan. Das irische Unternehmen ist auf nachhaltige Bauprodukte und Dämmstoffe spezialisiert und verzeichnet ebenfalls eine Erholung im Auftragsbestand. Hodges glaubt: «Wenn Gesellschaften wie Instalco und Kingspan zum Wachstum zurückfinden, ist das ein positives Signal für Nebenwerte.»

Berenberg-Fondsmanager Kraus findet im Bereich der zyklischen Industrierwerte Intra-logistiker wie Interroll und Jungheinrich gut positioniert für einen Aufschwung. Beide haben in den letzten Jahren unter der zurückhaltenden Investitionsbereitschaft ihrer Kunden gelitten, die während der Covid-Pandemie noch einen Investitionsboom ausgelöst hatten. Insbesondere die Aktien von Jungheinrich zeigten zuletzt jedoch klare Erholungstendenzen. Zudem rechnet er bei HMS Networks mit einer Erholung im operativen Geschäft. Das schwedische Unternehmen, das auf industrielle Kommunikationslösungen spezialisiert ist, verzeichnete in den letzten beiden Jahren einen Rückgang der Bestellungen, da Kunden ihren Lagerbestand anpassten. «Die Ergebnisvorlage zum vierten Quartal 2024 macht diesbezüglich Hoffnung.»

4) 2002 bis 2008: Dollarschwäche gegenüber dem Euro

Wechselkursentwicklung in den letzten zwanzig Jahren

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



Grauer Bereich: Outperformance europäischer Aktien gegenüber US-Werten.

Kraus sieht generell grosse Chancen bei Aktien aus Deutschland und Nordeuropa, vor allem bei Nebenwerten. «Der MDax und der SDax sind sehr zyklisch aufgestellt. Das birgt enormes Erholungspotenzial.» Hodges von Baillie Gifford setzt in Deutschland auf die Aktien von Hypoport. Das Unternehmen bietet Plattformlösungen für die Kredit- und die Immobilienbranche an.

«Fondsmanager Kraus sieht grosse Chancen bei deutschen Aktien»

«Da sich das deutsche Hypothekenvolumen erholt, nehmen die Einnahmen zu, und auch die Profitabilität verbessert sich», sagt Hodges. Da Hypoport eine reine Technologieplattform ist, sind die Kosten weitgehend fix und nehmen mit steigendem Umsatz kaum zu. Zudem sieht Hodges weiterhin viel Marktpotenzial, das erschlossen werden kann: «In

Deutschland wendet sich nach wie vor rund die Hälfte der Menschen an ihre Bank statt an einen Hypothekemakler. In Ländern wie Grossbritannien, Australien oder den USA sind es etwa 70%.»

Auch Berenberg-Fondsmanager Kraus hat Finanzwerte im Blick, wenn es um den «Europa-Trade» geht. «Wenn die Aktien steigen, profitieren Onlinebroker wie Swissquote aus der Schweiz oder FlatexDegiro aus Deutschland.» Während die Titel von Swissquote auch dank des Kryptobooms bereits seit einigen Jahren gut laufen, hat FlatexDegiro – wo Innovationen in Bereichen wie Krypto- und Neo-Brokerage lange ausblieben – erst im vergangenen Jahr mit einem neuen CEO wieder in die Erfolgsspur gefunden.

Kraus hat zudem die Aktien der schwedischen Immobilienplattform Hemnet im Portfolio, die er als Homegate oder ImmoScout24 von Schweden bezeichnet. «Hemnet hat in Schweden ein Monopol in einem wachsenden Markt und eine enorme Cashgenerierung.» Auch die schwedischen Onlinebanken

5) Während der Dollarabwertung schnitt Europa besser ab

Kursentwicklung zwischen 2003 und 2008 (ohne Dividenden), in Landeswährung

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



Avanza Bank und Nordnet könnten gemäss dem Fondsmanager zu den Profiteuren eines Aufschwungs in Europa gehören.

Europas KI-Profitur

Sowohl Kraus als auch Hodges sehen derzeit gute Voraussetzungen für den Bereich Tech-Hardware in Europa. «Halbleiterunternehmen wie Mycronic aus Schweden oder Comet und Inficon aus der Schweiz könnten vor dem nächsten Aufschwung stehen, auch wenn das genaue Timing schwierig ist», sagt Kraus. Zudem findet er Aktien aus dem Bereich der Energieinfrastruktur wie Sulzer, Burckhardt Compression oder Technip interessant.

«Die Technologie von ASM International wird immer wichtiger»

Ein europäischer Favorit von Hodges ist der Halbleiterausrüster ASM International. Die Niederländer stellen Produktionsanlagen für Halbleiterfertiger wie TSMC, Samsung und Intel her. «Wir beobachten, dass die stetige Verkleinerung der Halbleiter – das sogenannte Moore'sche Gesetz – an ihre physikalischen Grenzen stösst», sagt Hodges. Dies mache die Halbleiterfertigung immer komplexer, wovon ASM International profitiere. Die Niederländer sind Marktführer im Bereich der Atomic Layer Deposition, einer Technologie, die für die präzise Schichtung ultradünner Materialschichten in modernen Chips essenziell ist. Je komplexer die Chipherstellung wird, desto wichtiger wird diese Technologie. «ASM International ist damit eine der besten Möglichkeiten, in Europa vom KI-Trend zu profitieren», sagt Hodges.

Zudem hat der European Fund von Baillie Gifford zuletzt sein Engagement in Healthcare-Aktien ausgeweitet – dies, nachdem vor allem der Biotech-Sektor die letzten Jahre unter einer zurückhaltenden Finanzierung gelitten hatte. Hodges hebt neben Lonza und Novo Nordisk die schwedische Biotech-Gesellschaft Camurus hervor. Sie optimiert bestehende Medikamente mit dem Ziel, ihre Wirkungsdauer zu verlängern.

«Ihre FluidCrystal-Technologie ermöglicht die Injektion von Medikamenten in Form eines Gels, das sich über einen längeren Zeitraum im Körper abbaut», sagt Hodges. Der Vorteil: Die Einnahmehäufigkeit wird reduziert, wodurch die Therapietreue der Patienten steigt. Besonders erfolgreich ist die Technologie beim Medikament Buprenorphin, das zur Behandlung von Opioidabhängigkeit eingesetzt wird. «FluidCrystal ist aber universell einsetzbar und kann auf viele Medikamentenklassen übertragen werden», so Hodges.

Wer breit gestreut in europäische Aktien investieren will, für den bieten sich ETF an. Folgende Produkte eignen sich:

- iShares Core MSCI Europe UCITS ETF, ISIN: IE00B1YZSC51
- Invesco Stoxx Europe 600 UCITS ETF, ISIN: IE00B60SWW18

Unternehmenszahlen (Auswahl)

Geldwerte in Mio. €

Tabelle: themarket.ch – Quelle: Bloomberg

Unternehmen	Börsenwert	Umsatz 2024	Ebitda-Marge	ROIC	EV/Ebitda 2025	Rendite 2024
Instalco	729	1197	9,3%	7,1%	8,7	2,5%
Kingspan	12'838	8608	13,2%	10,9%	12,1	0,9%
FlatexDegiro	2194	480	42,2%	12,3%	-	0,3%
Hemnet	3053	122	50,8%	25,4%	34,5	0,6%
ASM International	17'670	2933	34%	17,7%	13,8	1%
Camurus	2948	163	25,9%	16,5%	25,2	-

ROIC (Kapitalrendite), Ebitda-Marge (Betriebsgewinnmarge) basierend auf letztem vollständigen Geschäftsjahr, EV = Unternehmenswert, Rendite = Dividendenrendite; Stand: 4. April 2025

-13% Einbruch des Absatzes des amerikanischen Autoherstellers Tesla im ersten Quartal 2025 auf weniger als 340 000 Fahrzeuge

Quelle: Tesla

Swiss DOTS

SCHLAGEN SIE ZU MIT KNOCK-OUT WARRANTS

Handeln Sie über 90'000 Hebelprodukte zu CHF 9 flat, exklusiv auf swissquote.com/swissdots

Unsere Partner:



Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/t15



INTERVIEW

«Donald Trump hat die Blase des «American Exceptionalism» platzen lassen»

Marko Papic, Chefstrategie von BCA Research, spricht über die Effekte der Zollpolitik von Präsident Trump, seine Erwartungen an den Goldpreis und den Dollar – und verrät, weshalb er optimistisch für Europa ist. **Von Mark Dittli**



Marko Papic

Marko Papic ist Chefstrategie bei der kanadischen Research-Boutique BCA, wo er zuvor schon als Analyst gearbeitet hatte. Seine berufliche Karriere begann er bei Stratfor, einem geopolitischen Analyse-dienst. Eine weitere Station in seiner Karriere war Clocktower Group. Papic ist Autor des Buches «Geopolitical Alpha: An Investment Framework for Predicting the Future».

für den Schutzschirm der USA bezahlen. Was halten Sie davon?

Ich habe Zweifel an einigen von Mirans Schlussfolgerungen. So behauptet er etwa, dass der Status des Dollars als Reservewährung eine Belastung darstellt, weil er zu einer Aufwertung des Dollars führt und die Wettbewerbsfähigkeit der USA zerstört. Ich halte das für falsch. Von 2001 bis 2008 zum Beispiel befand sich der Dollar in einer Baisse. Zudem: In einer multipolaren Welt sehe ich nicht ein, wie Washington andere Staaten zum Kauf von Anleihen ohne Zins zwingen soll, weil sie Amerika ihre Freiheit verdanken sollen. Niemand ist Amerika etwas schuldig. Auffallend ist, dass Miran auf den ersten vierzig Seiten seines Berichts davon spricht, wie Zölle alle Probleme Amerikas lösen können. Und auf den letzten zehn Seiten gibt er zu, dass die Anwendung hoher, pauschaler Zölle gegen den Rest der Welt zu grossen Verwerfungen führen würde und dass es eine deutlich einfachere Variante gibt: eine Abwertung des Dollars. Das ist es, was die Trump-Regierung meiner Meinung nach tatsächlich erreichen kann.

«In den nächsten drei Jahren dürfte der Dollar um 20 bis 30% sinken»

Ohne die Notwendigkeit eines Mar-a-Lago-Abkommens?

Genau. Es geschieht bereits. Der Bondmarkt bremst Trumps Ambitionen in der Fiskalpolitik, während sein Verhalten andere Länder zur Erkenntnis zwingt, dass sie ihre eigene Fiskalpolitik ankurbeln müssen. Wir sehen eine makroökonomische Verschiebung auf globaler Ebene: Die Wachstumserwartungen in den USA sinken, während sie im Rest der Welt steigen. Aus diesem Grund haben wir in den vergangenen Wochen einen Rückgang des Dollars gegenüber dem Euro gesehen.

Erwarten Sie eine weitere Abschwächung des Dollars?

Ja. In den nächsten drei Jahren dürfte der handelsgewichtete Dollar um 20 bis 30% sinken. Der Dollar war zu teuer, jetzt dreht er. Er wurde durch eine Orgie von Fiskalausgaben in den USA in den letzten acht Jahren in die Höhe getrieben. Trump hat die Blase des «American Exceptionalism» platzen lassen. Nach der fiskalpolitischen Orgie der letzten Jahre dreht der Wind. Deshalb ist das wichtigste Thema im Moment die Tatsache, dass die Rendite zehnjähriger Treasury Notes über 4% verharrt, obwohl der S&P 500 eine Korrektur durchmacht. Das signalisiert uns, dass Investitionskapital aus den USA flieht.

Donald Trump erschüttert die Finanzmärkte. Seine wiederholten Ankündigungen von Einfuhrzöllen, zuletzt eine umfassende Offensive «reziproker» Zölle gegen Dutzende von Handelspartnern, stiften Verunsicherung. In den USA bricht derweil das Vertrauen der Konsumenten ein, eine markante Wachstumsschwäche oder sogar eine Rezession droht.

Marko Papic ist der Meinung, dass sich Anleger nicht zu sehr von Trumps Handelspolitik verunsichern lassen sollten. «Das ist nicht das wichtigste Thema», sagt der Chefstrategie der kanadischen Research-Boutique BCA. Viel wichtiger sei die Tatsache, dass der Dollar an Wert verliere und die Rendite zehnjähriger Treasury Notes kaum unter 4% gefallen sei. «Das signalisiert uns, dass Investitionskapital aus den USA abwandert.» Im Interview mit The Market sagt Papic, worauf sich Investoren vorbereiten müssen und weshalb er auf Europa, China und Gold setzt.

Herr Papic, Donald Trump ist seit gut zehn Wochen im Amt. Mit seiner Handelspolitik schockiert er mittlerweile fast täglich. Wie geht es weiter?

Lassen Sie uns zunächst zwei Grundregeln über Donald Trump etablieren. Erstens sollten Investoren nicht annehmen, dass er kohärente, stabile Präferenzen hat. Er tastet sich an die Sachzwänge heran und entscheidet sich für den politischen Weg des geringsten Widerstands. Das führt an den Märkten zu Unsicherheit, weil das Spektrum an möglichen Szenarien sehr breit ist. Die zweite Regel lautet, dass man die ersten sechzig Tage seiner Präsidentschaft nicht in die Zukunft extrapolieren darf. Wenn wir die Beispiele Ukraine, Kanada oder Mexiko beobachten, dann geht

es mit Trump auf und ab, er erhöht den Druck und senkt ihn wieder. Hin und her.

Derzeit sind die Märkte erheblich durch seine Zollpolitik verängstigt. Zu Recht?

Ja und nein. Es mag sonderbar klingen, aber ich denke, dass wir in zwölf Monaten nicht mehr viel über Zölle sprechen werden.

«Der Bondmarkt diszipliniert den Präsidenten»

Wieso?

Trump will in erster Linie grosse Steuersenkungen durchsetzen, und sein Plan ist es, sie durch Zölle zu finanzieren. Aber er stösst dabei an zwei wesentliche Einschränkungen. Die erste ist der Bondmarkt. Er wird es Trump nicht erlauben, Steuersenkungen in dem Ausmass durchzusetzen, wie er möchte. Wieso? Weil der Bondmarkt weiss, dass Zölle keine nachhaltige Einnahmequelle sind. Die Zolleinnahmen werden im Lauf der Zeit zurückgehen, da sich die globalen Handelsstrukturen ändern. Der Bondmarkt wird also jedes Mal, wenn Trump grosse Steuersenkungen vorschlägt, revoltieren und den Präsidenten disziplinieren.

Was ist die zweite Einschränkung?

Die Geopolitik und die Tatsache, dass Trump in einer multipolaren Welt agiert. Er kann zwar einige Länder tyrannisieren, aber alle Länder zu tyrannisieren, wird negative Folgen für Amerika haben, sowohl geopolitisch als auch wirtschaftlich. Viele Staaten werden

sich überlegen, wo sie künftig Rüstungsgüter kaufen sollen, ob sie lieber Flugzeuge von Boeing oder Airbus kaufen oder ob sie auf KI-Infrastruktur aus den USA oder aus China setzen. Trumps Plan, die Welt zu zwingen, für seine Steuersenkungen zu zahlen, wird nicht funktionieren. Deshalb wird er abgeschwächt werden. Und während er abgeschwächt wird, werden die Finanzmärkte lernen, gelassener damit umzugehen.

Selbst wenn dem so ist: In der kurzen Frist hat Trumps Politik das Potenzial, die Märkte zu erschüttern.

Ja. Kurzfristig befürchte ich, dass das Vertrauen der Konsumenten und der Investoren in den USA derart schweren Schaden nimmt, dass es zu einer Rezession kommt. Trump und seine Berater spielen mit dem Feuer. Ich fürchte, sie verlieben sich in die Idee, dass die US-Wirtschaft eine Phase der Entgiftung braucht. Aber der Bondmarkt sendet hier ein Warnsignal: Trotz einer drohenden Wachstumsschwäche sinkt die Rendite zehnjähriger Treasury Notes kaum. Vor zwei Jahren, als die Märkte nach dem Kollaps der Silicon Valley Bank eine Rezession befürchteten, fielen die Zehnjahreszinsen unter 3,5%. Dito im Spätsommer 2024, als ebenfalls Rezessionsorgen kursierten. Doch dieses Mal halten sich die Bondrenditen über 4%. Das zeigt mir, dass der Bondmarkt Trumps Politik Grenzen setzt.

Seitdem ein fünfzigseitiges Papier von Stephen Miran, dem wirtschaftspolitischen Berater des Präsidenten, im Umlauf ist, herrscht an den Märkten Wirbel um die Idee eines sogenannten Mar-a-Lago-Abkommens. Vereinfacht gesagt könnte Washington den Plan verfolgen, andere Staaten mit Zöllen zu erpressen, damit sie

Ist es auch das, was der steigende Goldpreis signalisiert? Den kommenden Abschwung des Dollars?

Wenn Kapital in grossem Stil aus US-Vermögenswerten abfließt, fließt ein Teil davon in Gold. Das Risiko einer Rezession schafft zusätzliche Investitionsnachfrage nach Gold. Deshalb bin ich der Meinung, dass Gold weiteren Spielraum nach oben hat. Die Gefahr, dass die Trump-Regierung mit dem Reservestatus des Dollars spielt und vom Rest der Welt verlangt, für ihre Steuersenkungen zu bezahlen, halte ich zwar für überzogen. Es ist lächerlich, den Rest der Welt für den Verlust der eigenen Wettbewerbsfähigkeit verantwortlich zu machen. Aber die vergangenen sechzig Tage haben die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass die Trump-Regierung ein Eigentümer mit dem Dollar schießt. Sie könnte einen Aufstand am Dollarmarkt provozieren, bei dem der Greenback auch in einer Rezession fallen würde. In diesem Szenario würde der Goldpreis wahrscheinlich über Ihre kühnsten Träume hinaus steigen.

«Anlagekapital wird aus den USA abgezogen»

Seit Jahresbeginn steht der S&P 500 im Minus. Die Aktienmärkte in Europa und China haben zweistellig zugelegt. Hat diese Entwicklung Luft nach oben?

Ja. Deshalb sage ich Ihnen, dass Trumps Handelspolitik nicht so wichtig ist. Wenn die US-Zölle das wichtigste Thema für die Märkte wären, dann dürfte der Dollar nicht um fast 10% gegenüber dem Euro fallen. Wenn Zölle das wichtigste Thema wären, dann hätten europäische und chinesische Aktien nicht so stark abschneiden dürfen. Trumps Handelspolitik verursacht Volatilität und Lärm, aber sie ist nicht das wichtigste Thema.

Was dann?

Die Erkenntnis, dass die Blase des «American Exceptionalism» den Höhepunkt überschritten hat. Amerikas fiskalpolitische Verschwendungssucht hat ein Ende, deshalb hat der amerikanische Exzeptionalismus ein Ende.

Was bedeutet, dass sich die Kapitalverlagerung in andere Märkte fortsetzen wird?

Genau. Das wird die Geschichte der nächsten fünf Jahre werden. Wir werden eine Rotation aus US-Anlagen erleben. Die Ironie ist, dass viele Leute Trump für diese Verlagerung verantwortlich machen werden, während ich das nicht für fair halte. Trump wird im Handelskrieg zurückkriechen. Davon bin ich überzeugt. Aber das spielt keine Rolle. Die relevante Tatsache ist, dass es die exzessive Fiskalpolitik war, die in den vergangenen Jahren den Höhenflug der amerikanischen Aktienmärkte verursacht hat. Wir können Amerikas Outperformance seit 2010 in zwei Phasen zerlegen: Zunächst, bis etwa 2017, kann man tatsächlich von einer unternehmerischen Ausnahmestellung sprechen. Aber seit 2017, und besonders seit der Pandemie, war die exzessive Fiskalpolitik der relevante Faktor. Die USA haben seit 2020 fiskalpolitisch 400% mehr ausgegeben als Europa. Natürlich hat das dazu geführt, dass US-Aktien in eine Blase getrieben wurden. Jetzt ist diese Phase vorbei. Das bedeutet nicht das Ende von Amerika. Ich denke nur, dass man in den nächsten fünf Jahren in anderen Märkten bessere Renditen erzielen wird.

Gleichzeitig bewegen sich die fiskalpolitischen Hebel in Europa in die andere Richtung, mit Kapitalinvestitionen in Infrastruktur und Verteidigung.

Ja, das ist Teil der makroökonomischen Verlagerung, die ich erwähnt hatte. Friedrich Merz, der künftige deutsche Bundeskanzler, verweist auf Trump, wenn er sagt, Deutschland müsse mehr investieren. Aber um ehrlich zu sein, mag ich es als Analyst gar nicht, dass die Wende der deutschen Finanzpolitik so viel Aufmerksamkeit erhält.



Warum?

Weil es den Anschein erweckt, als sei dies der einzige Grund, Europa positiv zu sehen. Aber es gibt viele Gründe, optimistisch zu sein. Der erste ist die Bewertung. Die Bewertung amerikanischer Aktien ist viel höher als die in Europa. Man könnte denken, das liege daran, dass US-Unternehmen ein besseres Wachstumsprofil haben. Aber in den letzten fünf Jahren war das Wachstum der Unternehmensgewinne je Aktie in Europa und den USA gleich hoch. Die Anleger denken, dass die niedrigen Bewertungen den Status Europas als Freilichtmuseum spiegeln, aber in Wirklichkeit spiegeln sie den Status Amerikas, das in den letzten Jahren Geld wie ein betrunkenen Matrose ausgegeben hat.

Was macht Sie noch bullish für Europa?

Das zweite Thema ist die Energiekrise. In den nächsten Jahren wird dermassen viel Flüssiggas nach Europa gelangen, dass die Energiepreise deutlich sinken werden. Drittens: Ich denke, dass der geopolitische Druck die europäischen Politiker zwingen wird, endlich die Vollendung des Binnenmarktes voranzutreiben. Lesen Sie dazu den Bericht des ehemaligen italienischen Ministerpräsidenten Enrico Letta zur Zukunft des Binnenmarktes. Er konzentriert sich auf Sektoren wie Telecom, Energie oder Finanzdienstleistungen. Ein chinesischer Telecomanbieter hat 400 Mio. Nutzer, ein amerikanischer hat 120 Mio. und ein europäischer 10 Mio. Das sind gute Unternehmen, denen es wegen der Kleinteiligkeit Europas an Skaleneffekten fehlt. Wenn sich Europa einen Ruck gibt, könnten wir eine Welle von Fusionen und Übernahmen sehen. Erst zum Schluss, zusätzlich zu diesen drei Punkten, können Sie auch die Wende der deutschen Fiskalpolitik als bullisches Argument nehmen.

Auch in China setzt die Regierung die fiskalpolitischen Hebel in Bewegung. Sind Sie für China optimistisch?

Ich habe eine optimistische Sicht auf die Märkte. Im September 2024 hatten wir die wichtige Politbüro-Sitzung, die mich zur Aussage veranlasste, dass die Regierung ihren «Whatever it takes»-Moment erlebt hat. Seit her sind die Aktienkurse deutlich gestiegen, obwohl sich, oberflächlich betrachtet, die Wirtschaftskrise fortsetzt. Aber die Politik in China hat gedreht. Wenn die Politik dreht, dann drehen die Märkte und schliesslich auch die reale Wirtschaft. Wir werden in den nächs-

«Der Goldpreis hat noch weiteren Spielraum nach oben»

ten zwölf bis achtzehn Monaten erleben, dass Peking unbefriedigende, wenig enthusiastische, kleine Stimulusmassnahmen ergreift, die für sich genommen wenig überzeugend klingen. Aber sie werden in ihrer Gesamtheit ein Wachstum unterstützen, das es den Börsen ermöglicht, sich gut zu entwickeln.

Welche Anlagen in China gefallen Ihnen besonders?

China befindet sich in einer säkularen Stagnation, einem Umfeld mit geringem Wachstum, niedriger Inflation und niedrigen Zinsen – ähnlich wie die USA nach 2010. Wir wissen, wozu das in Amerika geführt hat: Es war dieses Umfeld des billigen Geldes, das zu Innovationen in Bereichen wie Schieferöl oder Technologie führte. China wird sich weiter in Richtung technischer Innovation entwickeln. Deshalb sind Ereignisse wie die Rehabilitation von Tech-Unternehmern oder der Deep-Seek-Moment so wichtig. Das ist eine gefährliche Entwicklung für Amerika.

Warum?

Wenn die USA eine sehr machiavellistische, egoistische Sicht in Fragen des Handels einnehmen, werden sie die Welt für chinesische Technologie und auch für europäische Investitions- und Rüstungsgüter öffnen. Es wird dazu führen, dass Alibaba ein Anbieter von KI-Cloud-Infrastruktur im globalen Süden wird. Es wird Airbus ermöglichen, die kommerzielle Luftfahrt zu dominieren. Es wird BYD erlauben, die Elektrofahrzeugrevolution zu dominieren und Tesla als Quelle von Innovation zu vernichten. Das Verhalten der Trump-Regierung könnte es China ermöglichen, die eigene Stellung erheblich zu stärken.

Was ist Ihr wichtigster Ratschlag für Investoren mit Blick auf die nächsten Jahre?

Zu viele Profi-Investoren sind faul geworden. Sie halten die «Magnificent Seven» und denken, sie würden einen tollen Job machen,

während sie wie Neurochirurgen bezahlt werden. Wir müssen unsere Ärmel hochkrempeln und arbeiten. Wo werden Sie künftig Alpha finden? Die Antwort: überall und nirgends. Aber lassen Sie mich nochmals betonen, wie bullish ich für Europa bin. Ich sage das gerne zu Europäern, besonders zu Schweizern, die extrem negativ gegenüber Europa eingestellt sind. Europa beheimatet viele tolle Unternehmen, vor allem im Industriesektor.

Europa ist also der richtige Ort für Investoren in den nächsten Jahren?

Ich glaube, das Beste, was Europa passiert ist, waren Putin und Trump. Warum? Weil sie Europa zu dramatischen Reformen zwingen. Ironischerweise denke ich übrigens nicht, dass Amerika Europa völlig im Stich lassen wird. Dieses Risiko wird überbewertet. Zudem denke ich nicht, dass Russland über die Mittel verfügt, Europa anzugreifen. Wir haben also eine Situation, in der die wahrgenommenen Risiken überbewertet werden, während Europa mit existenzieller Kraft auf sie reagiert. Das ist das Beste aus beiden Welten: überbewertete Risiken, unterbewertete Reformen. Als Anleger kann man davon profitieren. Aber wohlgemerkt, ich mag auch Schwellenländer. Das sage ich jedem professionellen Investor, den ich treffe: Ihr müsst anfangen, Fähigkeiten zu entwickeln, um ausserhalb Amerikas zu investieren und mehr zu tun, als nur die «Magnificent Seven» zu kaufen.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

go.themarket.ch/t17



ANALYSE

Handelskonflikte und das Risiko im Tech-Sektor

Die US-Regierung von Präsident Donald Trump verhängt drastische Zölle auf Importe. Besonders exponiert ist die IT-Industrie. The Market zeigt, welche Unternehmen gefährdet sind – und wer für den Handelskonflikt besser gewappnet ist. **Von Christoph Gisiger**

Kaum eine andere Gegend hat in den letzten Jahren einen so kräftigen Wachstumsschub erlebt wie Hai Phong. Das einst verschlafene Fischerdorf im Norden Vietnams hat sich quasi über Nacht zum globalen Produktionsstandort für Hardwarekonzerne aus dem Tech-Sektor wie LG Electronics, Foxconn oder Pegatron gewandelt. Der Boom reflektiert sich in den Exporten: 2024 verzeichnete das südostasiatische Land einen Überschuss von über 120 Mrd.\$ im Aussenhandel mit den USA. Einen grösseren Überschuss hatten nur China und Mexiko (vgl. Grafik 1).

Vietnams Exportindustrie verdankte ihr Wachstum anfänglich vor allem Nike, Adidas und anderen Textilherstellern. Dann begann Donald Trumps erster Handelskrieg. Seine Sanktionen richteten sich ab 2018 vorab gegen China, womit Hai Phong zu einem präferierten Standort der Endfertigung von Tech-Produkten avancierte. Ein Tiefseehafen wurde gebaut, und dank einer neuen Autobahn können IT-Komponenten von Chinas Industrie-Cluster Shenzhen in einem halben Tag an Vietnams Nordküste transportiert werden.

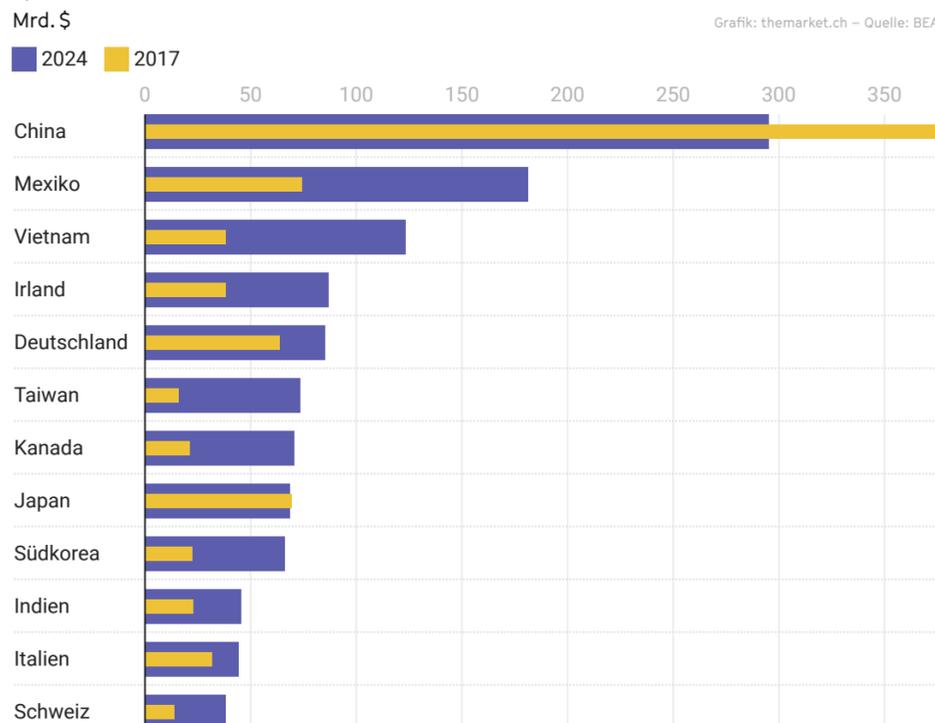
Doch mit dem Aufschwung in Hai Phong ist es möglicherweise bereits vorbei. Im Vergleich zu seiner ersten Amtszeit geht Trump bei Zöllen dieses Mal aggressiver vor. Im Fokus stehen auch Länder wie Vietnam, Thailand, Indonesien oder Indien, in die chinesische IT-Hersteller ausgewichen sind. Die Handelsbilanz Vietnams zeigt, dass die Ausfuhren des Landes in die USA parallel zu seinen Importen aus China gewachsen sind. Die US-Regierung kritisiert denn auch, dass chinesische Unternehmen Vietnam als Hintertür für Exporte nutzen, um Zölle zu umgehen. Entsprechend gross ist die Verunsicherung im Tech-Sektor. Die neue Handelspolitik der US-Regierung wird die IT-Industrie hart treffen: Auf alle Importe in die USA wird ein Grundzoll von 10% verrechnet. Hinzu kommen beträchtliche Gebühren – das Weisses Haus bezeichnet sie als Gegenzölle – für Einfuhren aus diversen Ländern, die zu den wichtigsten Handelspartnern der USA zählen.

Ernstfall für die IT-Industrie

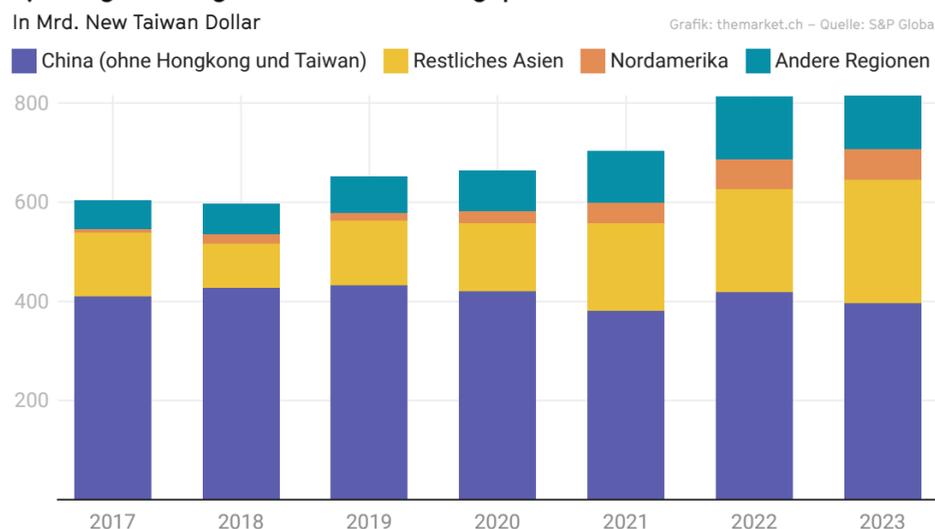
Für Tech-Konzerne ist das ein Worst-Case-Szenario. Die Lieferketten für Chips, Hardware, Komponenten, Maschinen zur Halbleiterproduktion, Rohstoffe und andere Bestandteile elektronischer Geräte sind auf Asien konzentriert. Dort schlägt die US-Regierung am härtesten zu. Für Einfuhren aus China soll ein Tarif von total 54% erhoben werden. «Der restliche Teil Asiens ist ebenfalls ein grosser Verlierer», meint Mark Sobel, Leiter des Think Tank OMFIF und vormaliger US-Spitzendiplomat. «Noch vor wenigen Jahren waren US-Regierungsvertreter hoch erfreut über die Abwanderung von Unternehmen aus China. Doch jetzt wird Unternehmen, die ihren Standort nach Vietnam verlegt haben, um ihre Lieferkette zu sichern, ein massiver Gegenzoll von 46% auferlegt.»

Auch andere Schlüsselstandorte wie Taiwan, Südkorea, Japan, Malaysia und Indonesien sehen sich mit scharfen Auflagen für Exporte in die USA konfrontiert. Eskalieren Handelskonflikte erneut, werden Tech-Konzerne zwischen die Fronten geraten. Wie komplex und anfällig die Lieferketten vieler Hardwarehersteller sind, haben die Verwerfungen während der Pandemie gezeigt. Was Zölle und Sanktionen betrifft, hatte sich der Technologiekrieg zwischen den USA und China schon unter der Biden-Regierung weiter verschärft.

1) Überschuss in der Handelsbilanz mit den USA



2) Anlagevermögen von Tech-Auftragsproduzenten



Daten beziehen sich auf Hon Hai Precision Industry (Foxconn), Pegatron, Wistron, Quanta Computer, Compal Electronics und Inventec; 1 New Taiwan Dollar = 0.03 US-Dollar.

Die meisten Unternehmen wappnen sich deshalb bereits seit Monaten für den Ernstfall. Deutlich erkennen lässt sich das unter anderem an Importen von Computern, Computerperipheriegeräten, Halbleitern und Telecom-Equipment in die USA. Die Einfuhren nahmen bereits im dritten Quartal 2024 deutlich zu und haben gegen Ende des Jahres auf erhöhtem Niveau verharrt.

«Wie komplex die Lieferketten vieler Hardwarehersteller sind, hat sich in der Pandemie gezeigt»

«Unsere Lagerbestände sind relativ hoch, und das ist Absicht», sagte beispielsweise das Management des PC- und Druckerherstellers HP an einer Investorenpräsentation Anfang März. «Wir haben sowohl strategisch Komponenten zugekauft, um den Kostenanstieg ab-

zufedern, als auch [...] unsere Lagerbestände an Fertigprodukten erhöht, um den Effekt abzufedern, wenn Zölle eingeführt werden», sagte CEO Enrique Lores.

Bemühungen, globale Lieferketten flexibler und widerstandsfähiger zu machen, werden seit geraumer Zeit forciert. Erste Impulse dazu gab der Handelskonflikt während der ersten Trump-Administration, worauf der Effort nach der Pandemie verstärkt wurde. So haben Tech-Auftragsfertiger (Electronics Manufacturing Services, EMS), die Smartphones für Apple oder Endgeräte für PC-Anbieter wie HP und Dell Technologies herstellen, vermehrt in Standorte ausserhalb Chinas wie Hai Phong investiert. Diese Verlagerung zeigt sich gut bei den führenden Auftragsproduzenten aus Taiwan. Der Foxconn-Mutterkonzern Hon Hai Precision Industry, Pegatron, Wistron, Quanta Computer, Compal Electronics und Inventec kommen zusammen für mehr als die Hälfte des globalen EMS-Marktes auf. Ihr Anlagevermögen war 2017 noch primär auf China konzentriert. Seither haben sie ihre Präsenz breiter in Asien diversifiziert, wobei sie ebenfalls Werke in Nord- und Lateinamerika aufgebaut haben (vgl. Grafik 2).

In Kürze:

- Tech-Konzerne versuchen, die Lieferketten zu diversifizieren
- Die Produktion in Asien lässt sich aber nicht leicht ersetzen
- Investments in Tech-Aktien werden anspruchsvoller

Profitiert hat davon etwa auch Mexiko. Fast 70% der Server, die in die USA importiert werden, kommen heute aus dem südlichen Nachbarland. Bei TV-Geräten beläuft sich der Anteil auf knapp 80%. Indien wiederum versucht, sich als Produktionsstandort für Mobilfunkgeräte zu etablieren. Die Exporte von Smartphones haben in den letzten vier Jahren von rund 3 auf 16 Mrd.\$ zugenommen. Seit der Apple-Partner Foxconn 2023 mit der iPhone-Produktion in Indien begonnen hat, wachsen Ausfuhren in die USA sprunghaft.

Produktionskosten steigen

Diese Trends dürfte sich angesichts des steigenden Risikos von Handelsrestriktionen und geopolitischen Konflikten akzentuieren. Auf kurze bis mittlere Sicht wird sich an der dominanten Stellung Chinas als verlängerte Werkbank der globalen IT-Industrie jedoch wenig ändern. Chinas Anteil an der Herstellung von IT-Produkten hat sich zwar verringert. Dennoch kommt die Volksrepublik noch immer für mehr als drei Viertel aller US-Importe von Smartphones sowie Notebook-Geräten und Tablets auf. Im Fall von Videospielekonsolen sind es gegen 90% (vgl. Grafik 3).

«Höhere US-Zölle werden voraussichtlich den Produktabsatz von Tech-Unternehmen mit Produktionsschwerpunkt in China beeinträchtigen», berichtet Aras Poon, Kreditexperte bei der Ratingagentur S&P Global. «Diese Unternehmen haben ihre Bemühungen zur Diversifizierung der Produktionstätigkeit ausserhalb Chinas – speziell nach Südostasien – verstärkt, sind aber nach wie vor stark im Land vertreten.»

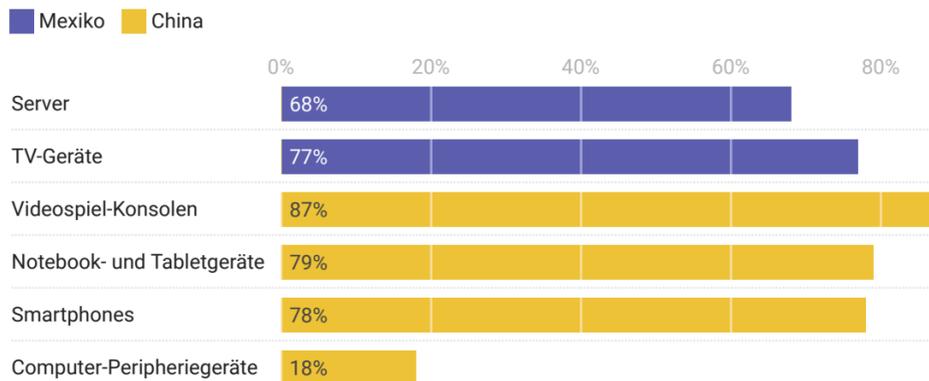
«Chinas Kapazität und Kompetenz bei der Herstellung von Tech-Hardware sind weltweit einzigartig»

Das Hauptproblem besteht darin, dass Chinas Kapazität und Kompetenz bei der Herstellung von Tech-Hardware einzigartig sind. Die Endmontage von Smartphones, Computern und anderen IT-Geräten lässt sich zwar relativ schnell in ein anderes Land verlegen. Bei der Produktion kritischer Komponenten erweist sich dies hingegen als wesentlich schwieriger. Um die hohen Fixkosten zu decken, sind zudem grosse Volumen erforderlich, was für eine zentralisierte Produktion mit Nähe zu Zulieferern und Kunden spricht.

«Wenn überhaupt, gibt es nur wenige Länder, die es bezüglich dieser Eigenschaften mit China aufnehmen können», bemerken dazu

3) Mexiko und China: Anteil an Hardware-Importen in die USA

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



die Branchenkenner von S&P Global in einer Analyse zu den internationalen Lieferketten. China werde von vielen IT-Herstellern geschätzt, weil es ein florierendes Ökosystem von Lieferanten, Infrastruktur und gut ausgebildeten Arbeitskräften biete. «Der Versuch, all dies in einem anderen Wirtschaftsraum zu reproduzieren, ist unweigerlich mit höheren Kosten und geringerer Effizienz verbunden.»

Selektiv investieren

Für Investoren in Technologieaktien werden die Rahmenbedingungen damit anspruchsvoller. Im Zug der grossen Hausse der letzten fünfzehn Jahre hat der Sektor eine markante Bewertungsexpansion erlebt. Angesichts steigender Kosten, geopolitischer Spannungen und höherer Zinsen fragt sich, ob diese Prämie künftig gerechtfertigt ist. Trotz der jüngsten Turbulenzen werden diese Risiken im Aktienkurs der meisten Tech-Unternehmen bisher nur teilweise reflektiert (vgl. Grafik 4).

Am geringsten ist das unmittelbare Risiko bei Softwareunternehmen wie Adobe Systems,

Oracle oder Salesforce. Der weitaus grösste Teil ihrer Kosten entfällt auf Ausgaben für Personal. Von Zöllen auf den Import von Waren sind sie daher kaum betroffen. Anders sieht es in den Segmenten Halbleiter und Tech-Hardware aus. Hersteller wie HP, Hewlett-Packard Enterprise, Dell, Sandisk, Western Digital und Seagate Technology verdienen nur geringe Margen. Sie werden deshalb versuchen, höhere Zölle über Preiserhöhungen weiterzugeben. Angesichts des harten Wettbewerbs und der Abkühlung des Konsums wird das nicht einfach. Ebenso dürften Unternehmenskunden dazu tendieren, den Ersatz von Geräten hinauszuzögern, wenn die Preise steigen. Aktien aus diesem Segment sind in den letzten Tagen denn auch am stärksten unter Druck gekommen.

Selbst die Superstars könnten sich mit Problemen konfrontiert sehen. Apple kann höhere Produktionskosten angesichts verhaltenerer Wachstumsaussichten kaum vollständig überwälzen. Amazon hat zwar ein starkes Cloud-Infrastrukturgeschäft. Im klassischen E-Commerce-Bereich ist der Konzern aber auf einen

4) Nasdaq 100: langfristige Performance

Kursentwicklung inklusive Dividenden (Total Return), in %

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



gut funktionierenden Welthandel angewiesen. Für Microsoft, Alphabet und Meta Platforms ist Europa ein Schlüsselmarkt, wo sich die Regulierung amerikanischer Tech-Unternehmen als Vergeltungsmassnahme gegen US-Zölle verschärfen könnte.

Unter diesen Voraussetzungen empfiehlt sich bei Investments ein selektives Vorgehen. Cisco Systems beispielsweise, der grösste westliche Netzwerkausrüster, konnte bereits im Handelskonflikt von 2018/19 höhere Importkosten erfolgreich an die Kunden weitergeben. Inzwischen hat sie einen wesentlichen Teil der Produktion nach Mexiko verlagert, was sich bei einem neuen Handelsabkommen zum nordamerikanischen Wirtschaftsraum als Vorteil erweisen könnte. Auch erzielt Cisco heute knapp 40% der Einnahmen mit Software, wodurch sich das Exposure gegenüber höheren Zöllen verringert hat.

Für Schnäppchenjäger mit starken Nerven ist Micron Technology einen Blick wert. Die Aktien des grössten US-Herstellers von Speicherchips sind äusserst volatil und sind zuletzt bei der Verkaufswelle im Tech-Sektor arg in Mitleidenschaft gezogen worden. Doch aus fundamentaler Sicht steht es um den Konzern nicht schlecht. Er baut die Produktion in den USA aus und profitiert davon, dass Branchenleader Samsung Electronics technologisch in Rückstand geraten ist. Im Wettlauf mit China auf dem Gebiet künstlicher Intelligenz ist Micron zudem wie Intel ein strategisches Asset der US-Regierung.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/t19



PUBLIREPORTAGE

Schweizer Aktienmarkt: Nachkaufen bei günstigen Gelegenheiten

Geopolitische Spannungen sowie ein globaler Handelskrieg beeinflussen die Finanzmärkte. Aus Sorge vor einer Eskalation kam es auch beim SMITM zuletzt zu einer Korrektur. Mit einem neuen regelbasierten Produkt können Anleger nun Rücksetzer in Chancen umwandeln.

Eine unberechenbare US-Regierung, Zollmassnahmen, welche die Gefahr eines globalen Handelskrieges erhöhen sowie ein weiterhin ungelöster Ukraine-Krieg sorgen derzeit für ein anspruchsvolles Marktumfeld. Der SMITM hat trotz dieser Gemengelage mit einem Zuwachs von knapp einem Zehntel im ersten Quartal einen guten Jahresstart hingelegt. Die Freude währte aber nur kurz: Innerhalb von zwei Tagen wurde dieser Zugewinn wieder vernichtet.

Grund für die scharfe Wende waren die am 2. April verkündeten reziproken Zölle von US-Präsident Donald Trump. Während alle Handelspartner einen Mindestzoll von zehn Prozent auf Warenimporte hinnehmen müssen, kam es für einige Länder noch dicker. In der EU sind es 20 Prozent, in der Schweiz gar 31 Prozent. «Im Moment sind Pharmazeutika, die die Hälfte der Schweizer Exporte in die USA ausmachen, von den neuen Zöllen ausgenommen, wodurch sich die direkte Auswirkung der Zölle auf die Schweizer Wirtschaft verringert», lautet eine erste Einschätzung von UBS CIO GWM. Allerdings dürfte ein schwächeres europäisches Wachstum, allein die Hälfte des Aussenhandels findet mit der EU statt, hierzu lande nicht ohne Folgen bleiben.¹

Schützenhilfe könnte von der Notenbank kommen. Im März hat die SNB den Leitzins bereits das fünfte Mal in Folge auf aktuell 0,25 Prozent gesenkt. Während anschliessend die Mehrheit der Volkswirte von einem Ende des Zyklus ausgingen, verändert die US-Politik nun die Ausgangslage. «Eine starke Aufwertung des Schweizer Frankens könnte den Weg zu einer Zinssenkung der Schweizerischen Nationalbank ebnen,

SMI in Index-Punkten (6 Jahre)



Entwicklung des SMI in den letzten 6 Jahren

wodurch der Leitzins auf 0 Prozent nachgeben würde», konstatieren die UBS-Experten.¹ Wie sich die Währungshüter entscheiden werden, zeigt die nächste geldpolitische Sitzung am 19. Juni.

Verhandlungen im Fokus

Noch ist die Lage rund um die Zoll-Initiativen der US-Regierung relativ fragil. «Zunächst muss abgewartet werden, wie die Reaktionen der durch reziproke Zölle betroffenen Länder und eine mögliche Gegenreaktion der USA ausfallen werden», rät UBS CIO GWM. Die USA könnten beispielsweise verhängte Zölle wieder rückgängig machen, sobald angestrebte Konzessionen seitens der Handelspartner erreicht sind. In ihrem

Basisszenario gehen die Experten davon aus, dass der effektive Zollsatz in den nächsten drei bis sechs Monaten allmählich nachgeben wird.

Sollten die Verhandlungen zwischen der Schweiz und Washington Früchte tragen, würde dies auch den Unternehmen entgegenkommen. Bei der Berichtssaison zum abgelaufenen Geschäftsjahr konnten die heimischen Konzerne durchaus positive Impulse setzen. «Die Ergebnisse waren insgesamt robust, mit etwas mehr positiven Überraschungen und weniger Enttäuschungen im Vergleich zu den Markterwartungen», lautet das Fazit von UBS CIO GWM. Hervorzuheben dabei ist, dass die deutliche Mehrheit der SMITM-Schwergewichte die Erwartungen übertreffen konnte, was sich vor allem auf ein

höheres Umsatzwachstum zurückzuführen lässt.²

Scheibchenweise investieren

Für Anleger stellt sich nach den zuletzt crashartigen Verlusten nun die Frage, ob das tiefere Niveau zum Einstieg genutzt werden sollte. Ein guter Rat könnte sein, nicht sofort sein sprichwörtlich ganzes Pulver zu verschiessen. Vielmehr sind Lösungen gefragt, die mögliche Marktschwankungen besser abfedern können. Eine neue «Buy on Dips Note» aus dem Hause UBS bietet Anlegern dafür die nötige Struktur. Das Partizipationsprodukt ist bis am 23. April in Zeichnung und wird erst an diesem Tag fixiert. Per Emission ist das Produkt dann mit 70 Prozent des Kapitals im SMITM positioniert. Sobald der Index unter ein bestimmtes Niveau fällt, wird der dann tiefere Indexstand zum günstigeren Nachkauf genutzt. So kann die Allokation vollautomatisch erhöht werden. Dazu werden drei Trigger-Level bei 95, 90 und 85 Prozent fixiert. Sollte der Tagesschlusskurs des Index auf oder unter diese genannten Kursniveaus fallen, erhöht sich die Gesamtallokation im SMITM jeweils um 10 Prozent, sodass am Ende eine maximale Positionierung von 100 Prozent am Swiss Market Index erreicht werden kann. Die skizzierte Methodik führt dazu, dass sich der anfängliche Einstiegskurs im SMITM reduziert, sobald ein Trigger-Level ausgelöst wird. Per Verfall am 23. April 2027 partizipiert die Buy on Dips Note unbegrenzt an der gewichteten Wertsteigerung des Index. Neben der vollautomatischen Nachkaufregelung stellt eine regelmässige Ausschüttung das zweite

zentrale Element des strukturierten Produkts dar. Solange das Kapital nicht vollständig im Basiswert investiert ist, wird die Barkomponente mit 5,00 Prozent p.a. verzinst und dieser Bonus kommt vierteljährlich zur Auszahlung.

Quellen:
1) UBS House View - Daily Europe, 04.04.2025
2) UBS «GMW, Investing in Switzerland Recovery with risks», März 2025

Bitte beachten Sie, dass vergangene Wertentwicklungen keine Indikationen für künftige Wertentwicklungen sind.



Jérôme Allet

Leiter Public Distribution für Strukturierte Produkte Schweiz, UBS Investment Bank

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

Stabilität in unsicheren Zeiten: Private Märkte als Antwort auf Volatilität

Angesichts wachsender geopolitischer Unsicherheiten wenden sich Anleger zunehmend den privaten Märkten zu, um zu diversifizieren – doch der Erfolg hängt weiterhin entscheidend von der Wahl der richtigen Partner ab.



Die Welt ist aus den Fugen geraten – zumindest gefühlt. Wer heute investiert, tut das in einem Umfeld voller Fragezeichen: wirtschaftliche Verwerfungen, geopolitische Spannungen, technologische Umbrüche. Kein Wunder also, dass viele Anleger nervös sind.

Vier grosse Trends prägen die makroökonomische Landschaft – bekannt als die „4Ds“: Dekarbonisierung, Deglobalisierung, Demografie und Digitalisierung. Die daraus resultierende globale Neuausrichtung, die bereits seit einigen Jahren im Gange ist, zeigt keine Anzeichen eines Rückgangs. Wohin diese Entwicklung letztlich führt, bleibt offen.

Trotz aller Unsicherheiten eröffnet die heutige Situation auch Chancen. Wer sich flexibel zeigt und bereit ist, neue Wege zu gehen, hat gerade jetzt gute Karten, den Markt zu übertreffen – oft sogar leichter als in ruhigeren Zeiten. Entscheidend ist dabei nicht, dem Strom zu folgen, sondern gezielt nach echten Möglichkeiten zu suchen.

Eine neue Welt

Nach einer kurzen Euphoriephase infolge der Wiederwahl von Donald Trump – angetrieben durch Hoffnungen auf Steuersenkungen und eine lockerere Regulierung – ist der Markt wieder angespannt. Der Volatilitätsindex der CBOE (VIX), oft auch als „Angstbarometer“ des Marktes bezeichnet, bewegt sich derzeit zwischen 15 und 20 – ein Zeichen erhöhter Unsicherheit. Volatilität ist nicht per se das Problem – sie ist vielmehr ein Symptom für ein raueres Marktumfeld und eine Welt, die an Berechenbarkeit verliert.

So brachte es ein CIO kürzlich auf den Punkt: Geopolitische Risiken sind für institutionelle Anleger längst kein Randthema mehr. Die anhaltenden Konflikte in Osteuropa und im Nahen Osten, gepaart mit einer zunehmend konfrontativen US-Handels- und Aussenpolitik, machen eine grundsätzliche Überprüfung etablierter Anlagestrategien unumgänglich.

In Zeiten wie diesen bleibt Diversifikation das bewährte Mittel gegen Unsicherheit – das weiss jeder erfahrene Investor. Doch was unter Diversifikation zu verstehen ist, wandelt sich im aktuellen Umfeld: Für viele bedeutet es, sich schrittweise von den öffentlichen Märkten zu lösen und verstärkt die

Chancen zu nutzen, die private Märkte heute bieten.

Die Privatisierung des Investierens

Private Märkte bieten im Vergleich zu börsennotierten Anlagen eine Reihe von Vorteilen. Zwar sind sie von Natur aus weniger liquide, doch für Investoren mit einem längeren Anlagehorizont kann genau das ein Renditetreiber sein. Gleichzeitig profitieren Managementteams davon, langfristige Strategien umsetzen zu können – frei von den Zwängen und kurzfristigen Erwartungen der Quartalsberichterstattung.

Gerade in der heutigen Marktphase zeigt sich ein zentraler Vorteil privater Anlagen: Sorgfältig ausgewählt, können sie Anleger gegen die Schwankungen der öffentlichen Märkte abschirmen. Doch „sorgfältig ausgewählt“ ist leichter gesagt als getan. In der Praxis erfordert dies fundiertes Know-how, Erfahrung und Zugang zu den richtigen Opportunitäten – denn genau darin liegt der eigentliche Reiz der privaten Märkte: Investitionen zu tätigen, die vom breiten Markt noch nicht korrekt bewertet wurden.

Dass das Interesse weiterhin hoch ist, zeigt eine Umfrage von Adams Street Partners: Trotz geopolitischer Unsicherheiten blicken Anleger optimistisch auf die Entwicklung der privaten Märkte. Zwei Drittel der Befragten planen, ihre bestehenden Engagements auszubauen, und über die Hälfte beabsichtigt, neue Partnerschaften einzugehen.

Private Equity im Aufwind

Nach einer Phase der Turbulenzen befindet sich Private Equity wieder im Aufschwung. Zwar konnte der S&P 500 im Jahr 2024 zum dritten Mal innerhalb von vier Jahren eine bessere Performance als private Anlagen erzielen – doch das lag in erster Linie an den rasanten Zinserhöhungen in den Jahren 2022 und 2023. Diese Entwicklung setzte die Bewertungen unter Druck und erschwerete attraktive Exit-Möglichkeiten, insbesondere nach dem Boomjahr 2021 mit seiner regen Deal-Aktivität.

Im langfristigen Vergleich zeigt sich jedoch ein anderes Bild: Seit Beginn der 2000er-Jahre hat Private Equity die öffentlichen Märkte klar übertroffen. Laut

dem aktuellen „Global Private Markets Report 2025“ von McKinsey & Company sprechen viele Indikatoren dafür, dass sich die Branche bereits spürbar von den Zinsschocks erholt.

Wichtig ist dabei die Unterscheidung: Zwar wird der Begriff „Private Markets“ häufig mit Private Equity gleichgesetzt, umfasst aber ein weitaus breiteres Spektrum – darunter auch Private Credit, Infrastruktur und Real Assets. Besonders Private Credit hat sich in den vergangenen Monaten robust entwickelt: Laut einer Umfrage des Amundi Research Center ist sie mit 55 % der Nennungen derzeit die beliebteste Anlageklasse unter den privaten Vermögenswerten.

Der Imperativ des echten Mehrwerts

Wie bereits angedeutet: Eine sich wandelnde Marktlandschaft verlangt nach neuen Ansätzen – und auch die privaten Märkte stehen vor einem Anpassungsprozess. Eine Analyse der StepStone Group zeigt, dass zwischen 2010 und 2022 rund 61 % der Renditen im Private-Equity-Bereich auf Leverage und Multiple Expansion zurückzuführen waren, während nur 39 % aus tatsächlichem Wachstum und operativer Verbesserung stammten.

Ob finanzielle Hebel auch künftig in gleichem Masse greifen werden, hängt stark von der weiteren Entwicklung von Zinsen und Inflation ab. Einigkeit herrscht jedoch in einem Punkt: Nachhaltiger Erfolg im privaten Marktumfeld setzt heute mehr denn je die Fähigkeit voraus, echten Mehrwert zu schaffen. Dieser Mehrwert kann ganz unterschiedlich entstehen – durch gezielte operative Optimierungen, strategische Neuausrichtung oder die Auswahl eines leistungsstarken Managementteams. Klar ist: Solche wertschöpfenden Massnahmen wirken in jedem Marktumfeld – und besonders dann, wenn Volatilität und Unsicherheit zunehmen.

Erfahrung als Stärke

Sollte die Volatilität anhalten – oder die Weltwirtschaft gar in eine Rezession abgleiten –, wird Investieren zu einer noch differenzierteren Aufgabe. In einem Umfeld, in dem nicht mehr alle gewinnen, verlieren pauschale Einschätzungen ganzer Branchen oder Sektoren an Aussagekraft – denn Erfolg wird ungleich verteilt.

Das gilt auch für die privaten Märkte. Ein grundsätzlich positiver Ausblick allein reicht nicht mehr aus, um eine Erhöhung der Allokation zu rechtfertigen. Der bereits erwähnte Bericht von McKinsey macht deutlich: Die Leistungsunterschiede zwischen starken und schwachen Fonds werden in Zukunft noch grösser. Sind Sie bereit, sich dieser Realität zu stellen? In einer Welt, die von Unsicherheit und Disruption geprägt ist, ist Unabhängigkeit kein Vorteil mehr – sondern ein Risiko. Petiole bringt über 20 Jahre Erfahrung im Bereich der privaten Märkte mit und vereint fundiertes Fachwissen, diszipliniertes Investieren und ein starkes Netzwerk, um Chancen zu erkennen, sorgfältig zu prüfen und langfristig erfolgreich umzusetzen – über alle Marktzyklen hinweg.

Gerade dann, wenn Leverage als Renditetreiber nicht mehr ausreicht, kommt es auf Partner an, die institutionelles Know-how mit modernen Analyse-Tools verbinden – und so Zugang zu den Chancen schaffen, die wirklich den Unterschied machen. Wenn sich das Marktumfeld wandelt, wird eines immer wichtiger: der Zugang zu erfahrenen und vorausschauend agierenden Managern. Genau hier liegt die Stärke von Petiole. Mit fundierter Expertise, einem bewährten Netzwerk und einem klaren Fokus auf Qualität begleitet Petiole Anleger durch komplexe Marktphasen – und identifiziert gezielt Chancen, auch wenn die Sicht unscharf wird.

Denn langfristiger Erfolg in den privaten Märkten ist kein Alleingang. Er entsteht mit dem richtigen Partner an Ihrer Seite.

PETIOLE

Mathias Peter Niederhauser ist seit Oktober 2024 Managing Director Digital Solutions bei Petiole Asset Management AG. Mit mehr als 15 Jahren Erfahrung in der Entwicklung digitaler Strategien gestaltet er aktiv die Zukunft von Petiole Asset Management und trägt massgeblich zur Transformation des Unternehmens bei.

In seiner Funktion ist er verantwortlich für die Umsetzung und Weiterentwicklung einer innovativen Wachstumsstrategie, die auf der kontinuierlichen Integration neuer Technologien basiert. Mathias treibt das Business Development voran, indem er disruptive digitale Lösungen entwickelt, die den Zugang zu privaten Marktanlagen in den Bereichen Private Equity und Private Credit nicht nur erleichtern, sondern revolutionieren. Durch den Einsatz modernster Technologien und einer klaren Vision für die Zukunft sorgt er dafür, dass Petiole Asset Management nicht nur den Anforderungen einer zunehmend digitalisierten Anlegerschaft gerecht wird, sondern auch neue Standards für Transparenz, Effizienz und Nutzererfahrung setzt. Unter seiner Leitung positioniert sich das Unternehmen als führender Innovator im Bereich private Märkte, der den Wandel hin zu einer digitalisierten Investmentwelt aktiv mitgestaltet.



Lernen Sie uns in einem unverbindlichen Gespräch kennen – und erfahren Sie, wie wir Sie auf dem Weg zu Ihren finanziellen Zielen unterstützen können.

INTERVIEW

«Abseits des Mainstreams finden sich teils absurd günstige Gelegenheiten»

Stefan Rehder, Gründer der Münchner Investment-Boutique Value Intelligence Advisors, hält die Börsenschwergewichte für gefährlich überbewertet. Er sucht deshalb nach Qualität in vernachlässigten Werten, von denen es derzeit viele gibt. **Von Gregor Mast**



Stefan Rehder

Stefan Rehder ist ein ausgewiesener Kenner der Value-Szene. Seine Begeisterung für das Thema entstand, als der gebürtige Hamburger in den späten Neunzigerjahren für die Privatbank Schröder, Münchmeyer, Hengst & Co. in den USA arbeitete und dort als Anlageberater führende Value-Investoren betreute. Zurück in Europa, implementierte er den Value-Ansatz 2003 bei der BayernLB. 2009 hat er sich mit der Gründung der Vermögensverwaltungs-Boutique Value Intelligence Advisors einen lang gehegten Wunsch erfüllt. Derzeit verwaltet die Gesellschaft rund 450 Mio. €. Rehder veranstaltet regelmässig die Value Intelligence Conference, an der führende Value-Investoren aus der ganzen Welt auftreten.

Stefan Rehder macht sich Sorgen. Nach jahrelanger Hausse unterscheidet fast niemand mehr zwischen Wert und Preis einer Anlage. Deshalb versammle sich fast das gesamte Anlagekapital in einigen wenigen Mega Caps, die der Gründer der Münchner Investment-Boutique Value Intelligence Advisors inzwischen als gefährlich überbewertet erachtet. «Dieser sorglose Umgang mit den Bewertungen wird zu dauerhaften Kapitalverlusten führen», warnt er im Gespräch.

Allerdings habe die hohe Konzentration auf wenige Indexschwergewichte auch ihr Gutes. «Abseits des Mainstreams finden sich teils absurd günstige Gelegenheiten, weil fast niemand in der grossen Mehrheit der Aktien investiert ist.» Das gelte sogar für Profiteure der künstlichen Intelligenz (KI). Dazu zählt Rehder Produzenten von Speicherchips, die dank dem Aufkommen von KI-Agenten ausgezeichnete Wachstumsaussichten aufweisen.

Im Gespräch erläutert Rehder, wo er weitere günstige KI-Wetten findet, warum er beim Schweizer Schokoladenhersteller Barry Callebaut eingestiegen ist und den Nahrungsmittelmulti Nestlé meidet. Zudem erklärt er, weshalb er neu auch in Platin investiert hat.

Herr Rehder, wie beurteilen Sie das Börsenumfeld?

«Der sorglose Umgang mit den Bewertungen wird zu dauerhaften Kapitalverlusten führen»

Uns bereitet Sorge, dass fast niemand mehr zwischen Wert und Preis unterscheidet. Das billige Geld der vergangenen Jahrzehnte hat fast sämtliche Vermögenswerte in die Höhe getrieben. Mehr als 50% der Anleger investieren passiv, und vom Rest richten sich rund 90% nach dem Momentum aus. Deshalb versammelt sich praktisch das gesamte Kapital in einigen wenigen Indexschwergewichten, die inzwischen gefährlich überbewertet sind. Dieser sorglose Umgang mit der Bewertung wird zu dauerhaften Kapitalverlusten führen.

Was macht Sie da so sicher?

Seitdem die US-Notenbank Mitte September die Zinsen gesenkt hat, sind die Renditen langlaufender Staatsanleihen gestiegen. Das ist höchst unüblich, im Normalfall sinken sie, wenn das Fed die Geldpolitik lockert. Dem Markt scheint zu dämmern, dass die Inflation hartnäckiger sein könnte als erwartet und

dass das in Friedenszeiten rekordhohe Budgetdefizit zur Belastung wird. Über die letzten zwei Jahre wurde das Überangebot an Treasuries von den Banken absorbiert, die ihre bei der US-Notenbank Fed liegenden Reverse Repos – das sind Geldmarktanlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank – in kurzlaufende Staatsanleihen umgeschichtet haben. Inzwischen ist der Bestand an Reverse Repos von 2,5 Bio. auf 78 Mrd. \$ gefallen, diese Finanzierungsquelle wird also demnächst versiegen. Gleichzeitig müssen die USA in den nächsten zwei Jahren rund 30% ihrer Staatsschulden refinanzieren.

Was heisst das?

Dass der Zinstrend gedreht hat, zumindest am langen Ende. Die Zinsen bewegen sich in extrem langen Zyklen von rund dreissig bis vierzig Jahren. Der Abwärtstrend, der in den frühen Achtzigerjahren begonnen hat, dürfte

mit dem Tiefst von 2021 abgeschlossen worden sein. Seither steigen die Zinsen. Damit dürften auch viele der Trends, die von den niedrigen Zinsen begünstigt wurden, rückabgewickelt werden. Dazu zählt die Hausse in vielen Vermögenswerten. Deshalb denken wir, dass die Zeit der Illusion vom anstrengungslosen Wohlstand, die nach Jahren des Aufwärtstrends ohne nennenswerte Korrekturen auch an den Börsen Einzug gehalten hat, vorbei ist.

Warum sollten die Zinsen nicht wieder sinken?

Wir fürchten, dass das Inflationsproblem nicht gelöst ist. Immense Infrastrukturinvestitionen, militärische Aufrüstung oder die Deglobalisierung wirken inflationär. Obwohl sich die Teuerung zurückgebildet hat, verharrt sie schon seit Monaten deutlich über dem Fed-Inflationsziel von 2% und ist jüngst gar gestiegen. Damit nimmt die Gefahr zu, dass es wie in den Siebzigerjahren wegen verfrühter Zinssenkungen zu einer neuerlichen Teuerungswelle kommt, die mit Zinserhöhungen bekämpft werden müsste, was die Wirtschaft abwürgen würde. Die Gefahr einer Stagflation, also einer stagnierenden Konjunktur bei gleichzeitig steigenden Preisen, ist nicht gebannt.

Hat sich durch die Wahl von Donald Trump diesbezüglich etwas geändert?



Donald Trump steht für einen fundamentalen Wandel. Er orientiert sich an der Wirtschaftspolitik des 19. Jahrhunderts, als sich die USA durch hohe Zölle und Aufrüstung von Europa emanzipierten. Dieser zunehmende Protektionismus dürfte ziemlich sicher inflationär wirken und weltweit mehr Verlierer als Gewinner schaffen. Zudem kommt mit dem vom Historiker Russell Napier geprägten Begriff des Nationalkapitalismus womöglich eine neue globale monetäre Ordnung zum Tragen.

Was umfasst diese neue Ordnung?

Trump könnte das Fed entmachten und dessen Rolle auf das Bereitstellen von Liquidität für die Wirtschaft beschränken. Um den Zinsanstieg zu begrenzen, sind neben der Einführung einer Zinskurvenkontrolle, die die Zinsen über das Laufzeitspektrum deckelt, ein Treasury-Kaufzwang oder zumindest starke Kaufanreize für institutionelle und private Investoren denkbar. Um Treasuries erwerben zu können, müssten sie andere Vermögenswerte abtossen. Wegen ihres hohen Gewichts in vielen Portfolios kämen die teuren Mega Caps zusätzlich unter Druck.

Zu diesen Mega Caps zählen Namen wie Alphabet und Microsoft, die auch künftig wachsen werden. Auch die Bewertung scheint nicht völlig von den Fundamentaldaten entkoppelt.

Ja, ein Unternehmen wie Microsoft kann auch künftig 15% wachsen, nur käme die Bewertung trotzdem unter Druck, falls die Zinsen tatsächlich steigen sollten. Eine Rendite des freien Cashflows von 2%, wie Microsoft sie derzeit aufweist, ist einfach nicht attraktiv, wenn Treasuries 5% oder mehr abwerfen. Als wir Microsoft 2011 kauften, betrug die Cashflowrendite über 12%, da war das Unternehmen nicht so davon abhängig, dass optimistische Wachstumsannahmen die Bewertung nachhaltig rechtfertigen. Zudem kann heutzutage das Wachstum der Vergangenheit bei vielen Unternehmen nicht einfach in die Zukunft extrapoliert werden. Bei vielen ehemaligen Gewinnmaschinen wie der US-Kaffeekette Starbucks oder dem Schweizer Nahrungsmittelmulti Nestlé ist der Gewinnmotor nachhaltig ins Stottern geraten.

Ist diese Schwäche nicht nur temporär?

Das glauben wir nicht. Viele Qualitätsunternehmen haben ihre Preissetzungsmacht in den guten Zeiten überreizt, was künftige Preiserhöhungen schwierig macht. Es drohen im Gegenteil sogar Preisnachlässe. McDonald's musste kürzlich das 5-\$-Menü wieder einführen, weil sich viele Familien die teuren Menüs nicht mehr leisten können. Oder nehmen Sie Novo Nordisk: Der Preis für das Blutzucker- und Abnehmpräparat Ozempic ist in den USA zehnmal so hoch wie in

Europa. Da liegt die Versuchung für die kostenbewusste neue US-Regierung nahe, Druck auf das Pricing auszuüben, weil das Einsparpotenzial für die staatlichen Krankenversicherer Medicare und Medicaid riesig ist. Enttäuschungen an der Gewinnfront werden bei hoch bewerteten Aktien für zusätzlichen Druck sorgen. Das gilt auch für Softwareunternehmen wie Adobe.

«Auf Aktien zu verzichten, wäre ein Fehler»

Was ist das Problem bei Adobe?

Das Aufkommen künstlicher Intelligenz wird bei vielen Softwareunternehmen für Disruption sorgen, weil sich wichtige Markteintrittsbarrieren in Luft auflösen. So wird zum Beispiel der Wettbewerbsvorteil durch Habit Formation – also die Gewohnheit und die Bequemlichkeit, beim bestehenden Anbieter zu bleiben, weil ein Wechsel zu aufwendig wäre – aufgeweicht, weil Bedienung und Datentransfer dank KI-Agenten einfacher werden. Ist eine alternative Software dann auch noch günstiger und komfortabler, ist es mit der Preissetzungsmacht vorbei.

Wie schützen Sie sich vor solchen Enttäuschungen?

Wir mögen Unternehmen, die eine hohe Rendite des freien Cashflows aufweisen und deren Wachstum gleichzeitig unterschätzt wird. So halten wir gewissermassen den Spatzen in der Hand und zudem eine günstige Option auf die Taube auf dem Dach. Auf Aktien zu verzichten, wäre wegen der Gefahr der sich fortsetzenden finanziellen Repression ein Fehler, allerdings müssen sich Anleger von den hoch bewerteten Indexlieblingen fernhalten, da diese die hohen Zinsen über den Druck auf die Bewertung spüren werden.

Die hohe Konzentration in den Börsenindizes bereitet Ihnen Sorgen.

Ja, wobei sie auch ihr Gutes hat: Weil sich fast das gesamte Kapital in einigen wenigen Mega Caps versammelt hat, wurde die grosse Mehrheit an Aktien vernachlässigt, was abseits des Mainstreams für teils absurd günstige Gelegenheiten sorgt.

Wo finden Sie diese Gelegenheiten?

Unter anderem in Bereichen, in denen man Value-Investoren gar nicht vermutet. Das grosse Thema dieses Jahr dürfte das Aufkommen von KI-Agenten sein, das sind Apps mit KI-Unterstützung, die einfache Aufgaben selbständig ausführen können. Ihre Verbreitung wird für eine grosse Nachfrage nach KI-konformen Endgeräten wie Smartphones und PC sorgen, die einen 50 bis 100% höheren Bedarf an Speicherchips haben als bisherige Geräte. Dies, weil viele KI-Anwendungen aus Kapazitäts- und Geschwindigkeitsgründen lokal und nicht in der Cloud ablaufen werden. Es gibt weltweit drei Anbieter von solchen DRAM-Chips, sie bilden also ein Oligopol, das für Preissetzungsmacht sorgt. Diese ausgezeichneten Wachstumsperspektiven werden derzeit vom Markt noch ignoriert, weil die Quantensprünge durch KI-Agenten bisher noch nicht greifbar geworden sind. Das sollte sich dieses Jahr ändern.

Können Sie ein Beispiel nennen?

Mit Samsung Electronics und SK Hynix stammen zwei der drei Anbieter von Speicherchips aus Südkorea. Beide sind für sich betrachtet schon sehr günstig, doch über die Holding-Gesellschaften Samsung C&T und SK Square erhalten Sie einen zusätzlichen Abschlag von 50% und mehr. Samsung C&T ist die Privatschatulle der Samsung-Gründersfamilie Lee. Sie hält 5% an Samsung Electronics und 40% an Samsung Biologics. Beide Bereiche sind so viel wert wie die gesamte Marktkapitalisierung von Samsung C&T.

Was braucht es, damit der Abschlag abgebaut wird?

Die Aktienkultur in Südkorea verbessert sich. Das Korea-Value-up-Programm macht langsame, aber stetige Fortschritte, und der Samsung-Konzern spielt dabei eine zentrale Rolle. So hat Samsung Anfang des Jahres erstmalig Aktienvergütungen für das Management eingeführt. Zudem hat die Regierung in Zusammenarbeit mit der Börse und dem nationalen Pensionsfonds zahlreiche Anreize geschaffen, sich aktionärsfreundlicher zu verhalten.

Woher kommt der Abschlag bei SK Hynix?

Der grösste Eigner von SK Hynix ist SK Square, die zu einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,4 handelt. Über SK Square erhalten Sie also einen zusätzlichen Abschlag von 60% auf SK Hynix. Der britische Hedge Fund Palliser macht Druck auf SK Square, den Kurs auf den Buchwert zu steigern. Das Unternehmen hat darauf sehr positiv reagiert und Bereitschaft zum Wandel signalisiert. Es sind deshalb aktionärsfreundliche Massnahmen wie Aktienrückkäufe zu erwarten. Das Wachstum, das sich aus der Verbreitung von KI-Agenten ergibt, ist weder bei SK Square noch bei Samsung C&T eingepreist. Beide Unternehmen bieten somit Wachstum zu einem aussergewöhnlich niedrigen Preis.

Haben Sie weitere Beispiele?

Wachstum zu niedrigen Preisen finden wir auch in scheinbar langweiligen Branchen, zum Beispiel bei Singapore Telecom oder kurz Singtel. Das Unternehmen betreibt in Kooperation mit dem US-Aktivisten KKR Datacenter, deren Rechenleistung dank der Verbreitung von KI-Agenten gefragt sein wird. Die Nachfrage könnte dank der Rechtssicherheit in Singapur zusätzlich unterstützt werden, weil die Daten dort sicherer sind als anderswo.

«Wachstum zu niedrigen Preisen finden wir in scheinbar langweiligen Branchen»

Der Telecomsektor bietet zudem meist stattliche Dividendenrenditen.

Das ist auch bei Singtel so. Die Dividendenrendite beträgt 5% in harten Singapur-Dollar und dürfte dank der Beteiligung des Singapur Staatsfonds Temasek gesichert sein. Die Titel bieten also Rendite und Wachstum. Dazu kommt: Singtel hat keine ernstzunehmende Konkurrenz, und die begonnene Monetarisierung der erfolgreichen Beteiligung am indischen Telecom-Oligopolisten Bharti Airtel dürfte weitere aktionärsfreundliche Massnahmen begünstigen.

Potenzial wird auch den Anwendern von KI zugesagt, etwa im Pharma- und im Biotech-Bereich. Spielen Sie das auch?

Nur indirekt über die wertvollste Beteiligung von Samsung C&T, Samsung Biologics, die zusammen mit der Schweizer Lonza und der chinesischen WuXi Biologics zu den grössten Auftragsfertigern für Biosimilars zählt. Der Biopharma Act, der von Trump bald abgesegnet werden dürfte, verbietet den Verkauf chinesischer Biosimilars in den USA. Deshalb dürften viele bisherige Kunden von WuXi zu Lonza und Samsung Biologics wechseln. Die Nachfrage könnte zusätzlich anziehen, wenn KI dank schnellerer Produktentwicklung für kürzere Produktzyklen sorgen würde.

Was reizt Sie am Schweizer Schokoladenhersteller Barry Callebaut?

Barry ist mit einem Marktanteil von 19% der grösste Hersteller von Schokoladenmasse und verkauft davon einen Grossteil an kleinere Hersteller wie Ritter Sport. Dabei finanziert Barry die Kunden vor, weil zwischen Vertragsabschluss und Lieferung sowie Bezahlung der Schokolade durch den Kunden rund zwölf Monate vergehen. Wegen der stark steigenden Kakaopreise sind das Nettoumlaufvermögen und damit die Schulden in die Höhe geschossen und der freie Cashflow ge-

Die grössten Aktienpositionen

Tabelle: themarket.ch – Quelle: Value Intelligence Advisors

Value Intelligence Fonds	Anteil in %	Value Intelligence ESG Fonds	Anteil in %
Singapore Telecommunications	3,4	Singapore Telecommunications	4,2
KT Corporation	3,0	Newmont	4,1
NongShim	2,8	Samsung C&T	3,5
Newmont	2,7	KT Corporation	3,3
Brenntag	2,6	Brenntag	2,9
Anglo American Platinum	2,4	Fomento Economico Mexicano	2,5
Barry Callebaut	2,3	Anglo American Platinum	2,5
Samsung Electronics	2,1	DTS	2,5
Compagnie de L'Odet	1,9	Barry Callebaut	2,4
U-Haul	1,8	Knorr-Bremse	2,3

Positionen per 28. Februar 2025.

sunken, was den Kurs belastet hat. Das Problem der höheren Preise ist aber temporär.

Wann kommt es zur Entspannung?

Dank der höheren Preise werden zusätzliche Kakaobäume gepflanzt, was den Markt ab 2026 entlasten dürfte. Mit den sinkenden Kakaopreisen werden auch die Bilanz und die Schulden schrumpfen und der freie Cashflow wieder zunehmen. Die Dienstleistungen von Barry als «Chefeinkäufer» und Auftragsfertiger dürften weiterhin gefragt sein, und dank seiner Grösse hat der Konzern mehr Einkaufsmacht als kleinere Anbieter, die künftig auch wegen der jüngsten Turbulenzen am Kakaomarkt vermehrt bei ihm einkaufen dürften. Barry könnte dank der so zu erwartenden Marktanteilsgewinne deutlich wachsen.

Der Kurs von Nestlé, lange der Inbegriff eines Qualitätswerts, hat sich zwischenzeitlich fast halbiert. Wird der Titel irgendwann zum Thema für Sie?

Nestlé hat zwar ein tolles Portfolio an starken Premiummarken. Nur hat sie ihre Preissetzungsmacht ausgereizt und scheint dabei nun an eine Grenze gestossen zu sein. Konsumenten weichen auf günstigere Marken aus. Dieses Trading down ist ein Phänomen, das uns wohl längere Zeit begleiten wird. Dennoch handeln die Titel auf Basis des für 2026 geschätzten Gewinns noch zu einem KGV von 18,7. Die Gewinnrendite, also der Kehrwert des KGV, liegt demnach bei rund 5,3%. Damit ich als Aktionär einen respektablen Ertrag erwarten kann, müsste das Unternehmen also deutlich wachsen. In der Vergangenheit geschah dies über Preiserhöhungen. Das scheint in Zeiten des Trading down deutlich schwieriger zu werden.

Sie mögen Gold. Ist es nach dem extrem guten Lauf noch attraktiv?

Wir halten an unseren Goldpositionen fest, sie dienen uns als Absicherung gegen adverse Szenarien wie eine Stagflation oder eine wei-

tere Inflationierung der Staatsschulden. Goldminen sind zudem im Vergleich zu ihren Goldvorräten historisch niedrig bewertet. Neben Gold halten wir seit kurzem auch Platin. Der Markt befindet sich in einem strukturellen Defizit, weil die Nachfrage das Angebot jährlich um 1 Mio. Unzen übersteigt. In der Folge sind die weltweiten Platinvorräte auf 3 Mio. Unzen geschrumpft. Zum Vergleich: Beim Gold sind es rund 5,5 Mrd. Unzen. Platin ist also wesentlich knapper als Gold, bei dem fast das gesamte je geförderte Angebot noch vorhanden ist.

«Nestlé hat ihre Preissetzungsmacht ausgereizt»

Dennoch ist der Platinpreis auf 1000 \$ je Unze gefallen.

Was dazu geführt hat, dass Platin im Vergleich zu Gold auf einem 85-Jahres-Tief notiert, obwohl es wie Gold monetäre Qualitäten hat. Die Grenzkosten der Förderung dürften rund 1100 \$ betragen. Deshalb wird nicht nur nicht investiert, sondern es werden im Gegenteil sogar Minen geschlossen. Der Incentive-Preis, bei dem es sich für die Minen lohnt, zusätzliches Angebot zu fördern, dürfte sogar noch höher bei einem Unzenpreis von rund 1500 \$ liegen. Und auch wenn der Kurs über 1500 \$ steigen sollte, dauert es rund 18 bis 24 Monate, bis das schnellstverfügbare Angebot – das aus stillgelegten Minen – zutage gefördert werden kann, von neuen Projekten ganz zu schweigen. Der Kurs könnte deshalb langfristig über 1500 \$ klettern.

Ein Grund für den niedrigen Platinpreis dürfte das Nachlassen der Nachfrage aus dem Automobilbereich sein.

Doch auch dort zieht die Nachfrage an, weil der Absatz von Hybridfahrzeugen steigt. Dazu kommt die Ankündigung der russischen Zentralbank, ihre Währungsreserven in Silber und Platin zu diversifizieren. China hat zudem ein 3 Mrd. \$ schweres Wasserstoffprogramm lanciert, das die Nachfrage nach Platin ebenfalls beleben wird. Dazu kommt die Investorennachfrage, die derzeit nur rund 5% der Gesamtnachfrage ausmacht. Vor ein paar Jahren waren es noch 20%.

Kommen die Investoren zurück?

Im Zeitalter der finanziellen Repression dürfte auch Platin einen monetären Status erlangen. Der US-Retailer Costco hat kürzlich Platinmünzen in sein Angebot aufgenommen, die teils nach kurzer Zeit ausverkauft waren. Die Shanghai Precious Metals Exchange hat im ersten Quartal Platin-Futures eingeführt. Wenn der Kurs Fahrt aufnimmt, dürfte die Investorennachfrage deutlich anziehen.

Wie investieren Sie in Platin?

Wir haben in unseren Fonds 2,5% in physisches Platin und 2,5% in den südafrikanischen Platinförderer Anglo American Platinum investiert, der als einziger der Förderer ein akzeptables ESG-Rating aufweist. Unsere Platinpositionen, die koreanischen Holding-Gesellschaften oder ein in Ungnade gefallener Schweizer Schokoladenproduzent sind gute Beispiele dafür, was wir derzeit primär suchen: qualitativ hochwertige Assets mit temporären, aber lösbaren Problemen, die von den Marktteilnehmern vernachlässigt wurden, weil sie dem Zeitgeist vom anstrengungslosen Wohlstand nicht entsprechen.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

go.themarket.ch/t113



 **Zürcher Kantonalbank**

Infrastrukturwende bietet Anlagechancen

Mit einem ehrgeizigen Infrastrukturlpaket wagt Deutschland den Befreiungsschlag: Eine halbe Billion Euro soll in den kommenden Jahren in die Modernisierung der Infrastruktur gesteckt werden. Die Investitionen sind dringend nötig, denn jahrzehntlang wurde zu wenig in Schienen, Strassen, Brücken und Mobilfunknetze investiert. Doch die Unterfinanzierung öffentlicher Güter ist nicht nur ein deutsches Problem, auch auf europäischer Ebene klafft eine milliardenschwere Investitionslücke.

Wie Anlegerinnen und Anleger investieren können

Für Anlegerinnen und Anleger, die an der Infrastrukturwende partizipieren wollen, eröffnet das ZKB Tracker-Zertifikat auf einen europäischen Infrastruktur-Aktienbasket einen einfachen und effizienten Zugang zum Thema. Die Aktiena Auswahl setzt sich aus europäischen Unternehmen zusammen, die in der Bauindustrie sowie im Roh- und Grundstoffsektor aktiv sind. Der Basket ist über verschiedene europäische Länder diversifiziert, wobei die Schweiz und Deutschland einen Schwerpunkt bilden. Die Titel werden zum Initial-Fixing-Zeitpunkt gleichgewichtet in den Aktienkorb aufgenommen.

ZKB Tracker-Zertifikat auf einen europäischen Infrastruktur-Aktienbasket (in CHF und EUR)

Zeichnungsfrist	16. April 2025, 16.00 MEZ
Laufzeit	3 Jahre
Ausgabepreis	CHF 100.00 EUR 100.00
Valor	121 827 020 121 827 021

Kontakt

Emittentin:	Zürcher Kantonalbank, Zürich, S&P Rating AAA
Internet:	zkb.ch/derivate
Telefon:	044 293 66 65

Rechtliche Hinweise

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 VRIS sowie über www.zkb.ch/finanzinformationen kostenlos erhältlich. Wir machen Sie darauf aufmerksam, dass Telefonate mit Handels- und Verkaufseinheiten der Zürcher Kantonalbank aufzeichnet werden. Mit Ihrem Anruf stimmen Sie stillschweigend der Aufzeichnung zu. © 2025 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.

ANALYSE

Diese Titel bieten Stabilität

Unsicherheit ist Gift für Konjunktur und Märkte – und 2025 dürfte davon reichlich bringen, angeheizt durch US-Präsident Donald Trump. The Market präsentiert sechs resiliente Aktien aus Deutschland und der Schweiz für das herausfordernde Umfeld. **Von Manuel Boeck und Arne Gottschalck**

Wenn die Nervosität an den Börsen steigt und die Aktienkurse stark fallen, sind hoch bewertete, zyklische Wachstumstitel besonders betroffen. Sie werden in unsicheren Marktphasen von den Anlegern oft wie eine heisse Kartoffel fallen gelassen. Und unsicher sind die Zeiten: Die Wachstumsaussichten der Weltwirtschaft leiden 2025 unter der US-Zollpolitik von Präsident Donald Trump, den jüngsten Schwächezeichen der US-Konjunktur sowie unter geopolitischen Risiken wie dem Ukrainekrieg und dem Nahostkonflikt.

In diesem Umfeld sind Unternehmen gefragt, die Resilienz beweisen, also widerstandsfähig gegen wirtschaftliche und geopolitische Turbulenzen sind. Denn solche Titel entwickeln sich in Marktverwerfungen grundsätzlich besser als der Gesamtmarkt und erholen sich schneller. «In konjunkturell schwierigen Zeiten gelingt es diesen Unternehmen teilweise auch, Marktanteile auf Kosten schwächerer Konkurrenten zu gewinnen», sagt Patrick Erne, Leiter Research bei der Privatbank Reichmuth & Co.

«Es sind Unternehmen gefragt, die Resilienz beweisen»

Was aber macht ein Unternehmen resilient? Es ist eine Kombination aus qualitativen und quantitativen Kriterien. Stabile Ertragskraft: Unternehmen mit etabliertem, profitabilem Geschäftsmodell, einer starken Marktposition und gut vorhersagbarem Cashflow sind weniger anfällig für Krisen. Geringe Konjunkturabhängigkeit: Geschäftsmodelle, die unabhängig von Konjunkturzyklen sind, erweisen sich als besonders robust. Unternehmen mit essenziellen Produkten oder Dienstleistungen – etwa Nahrungsmitteln, Medikamenten oder Elektrizität – bleiben auch in Krisenzeiten gefragt. Hohe Handlungsfähigkeit: Eine breite Kundenbasis, unabhängige Lieferketten und lokale Produktionsstätten machen Unternehmen flexibler gegenüber geopolitischen Risiken wie Handelskonflikten. Eine solide Bilanz mit geringer Verschuldung sorgt zudem für finanzielle Stabilität auch in schwierigen Zeiten.

The Market hat sechs Unternehmen aus Deutschland und der Schweiz identifiziert, die diese Kriterien erfüllen.

Roche – Krankheiten kennen keine Konjunkturzyklen

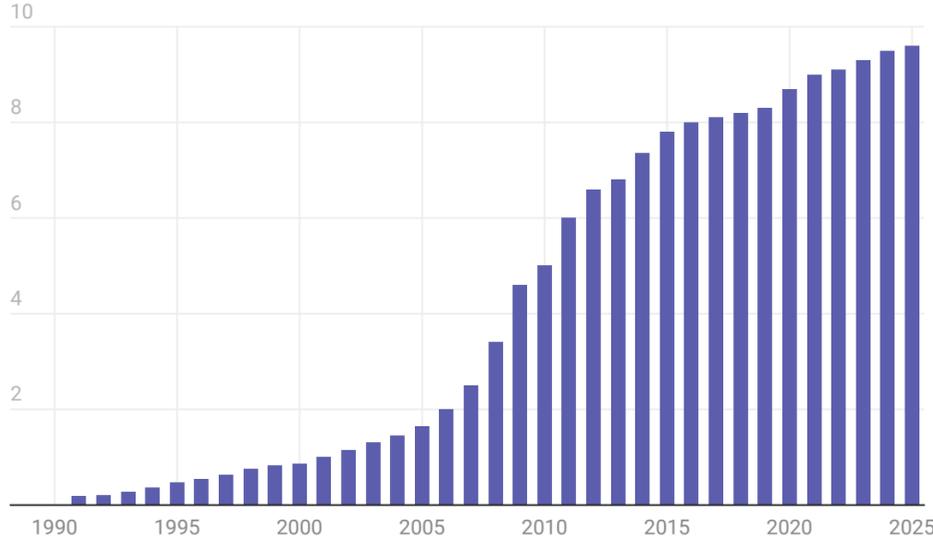
Menschen benötigen medizinische Behandlungen und Arzneimittel, unabhängig von wirtschaftlichen Schwankungen. Auf Medikamente und Therapien kann man auch in Krisenzeiten oder Rezessionen nicht verzichten. Der Pharmasektor gilt als defensiv: Unternehmen profitieren von einer hohen Preissetzungsmacht, die sich aus Patenten und Markteintrittsbarrieren ergibt – Forschung, Entwicklung und Zulassung neuer Medikamente sind kostspielig und langwierig.

Roche, einer der weltweit führenden Pharmakonzerne, zählt in den Bereichen Onkologie, Neurologie und Diagnostik zu den dominierenden Akteuren. Die hohe Profitabilität und die solide Bilanz ermöglichen eine verlässlich wachsende Dividende, die mit der angekündigten Ausschüttung für 2024 das 38. Jahr in Folge gesteigert wurde (vgl. Grafik 1).

1) Roche erhöht zuverlässig die Dividende

Dividende je Genussschein, in Fr.

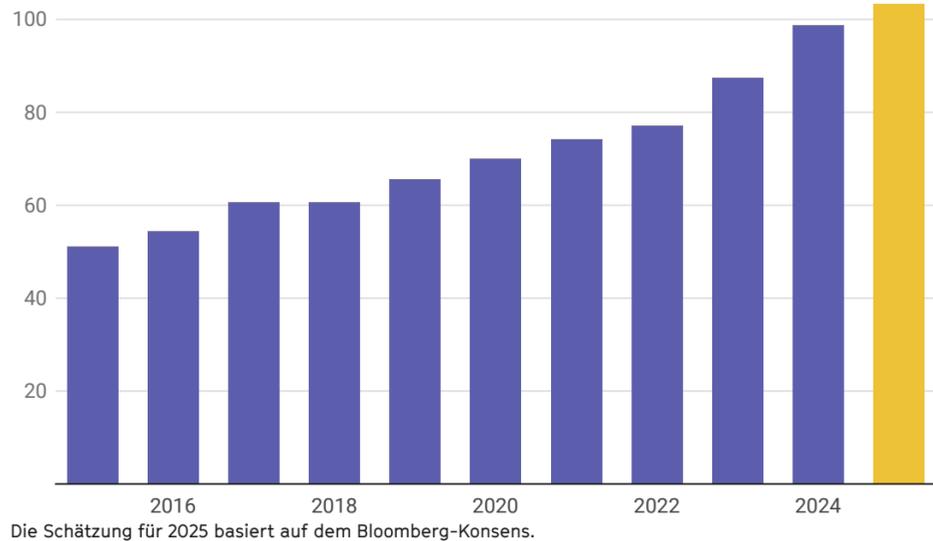
Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



2) Das Kapital der Aktionäre wächst bei BKW stetig

Buchwert je Aktie, in Fr.

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg

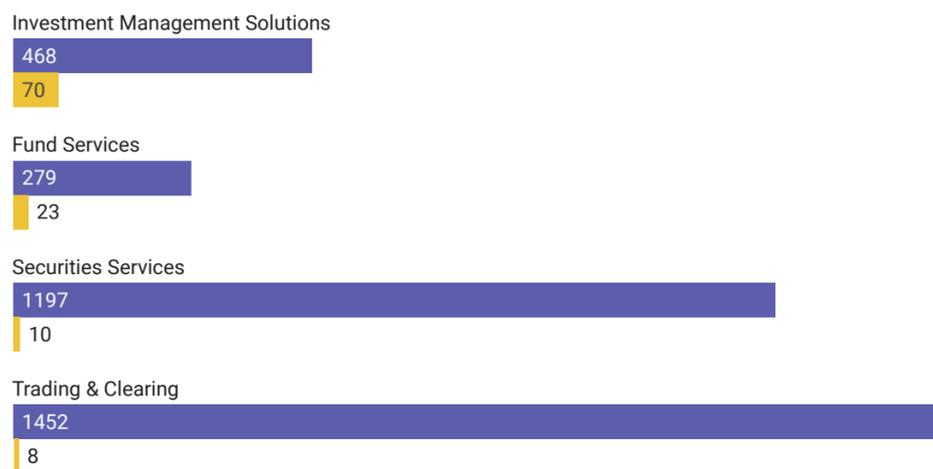


Die Schätzung für 2025 basiert auf dem Bloomberg-Konsens.

3) Deutsche Börse: gestreute Gewinnquellen

Grafik: themarket.ch – Quelle: Deutsche Börse

Ebitda 2024, in Mio. € Veränderung gegenüber Vorjahr, in %



Betriebsgewinn vor Abschreibungen und Amortisationen (Ebitda), sortiert nach der Veränderung zum Vorjahr.

Im Gegensatz zu anderen Pharmakonzernen hat Roche den Vorteil, derzeit auf keine nennenswerten Patentklippen zuzusteuern. CEO Thomas Schinecker betonte gegenüber Investoren, dass das Wachstum in der Pharmasperte bis über das Jahr 2030 hinaus durch die bereits am Markt befindlichen Medikamente gesichert sei. Dennoch: Allein in diesem Jahr werden Daten aus der letzten Entwicklungsphase (Phase III) für vier Medikamentenkandidaten erwartet, allen wird

Blockbuster-Potenzial eingeräumt. Als globaler Konzern ist auch Roche geopolitischen Risiken ausgesetzt. Die US-Regierung droht unter Donald Trump mit Zöllen auf Medikamente. Die starke Präsenz in den USA – nicht zuletzt durch die Tochter Genentech – verschafft Roche aber eine günstigere Ausgangslage. Obwohl sich die Aktien seit ihrem Mehrjahrestief im letzten Jahr deutlich erholt haben, ist die Bewertung nicht anspruchsvoll: Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 13

In Kürze:

- Trump sorgt für grosse Unruhe an der Börse
- Widerstandsfähige Geschäftsmodelle sind nun im Vorteil
- Solche finden sich in ganz unterschiedlichen Branchen

und der Unternehmenswert (EV) im Verhältnis zum Ebitda von 10 (der Gewinn jeweils geschätzt für das Jahr 2025) liegen unter dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre.

«Deutsche Telekom: Gewinnmarge von mehr als 34%»

Deutsche Telekom – telefoniert wird auch in Krisenzeiten

Das Geschäftsmodell der Deutschen Telekom ist vergleichsweise einfach: Es besteht darin, Menschen mit Internet und Telefonanschluss zu versorgen. Dingen also, die heute, aber auch übermorgen gebraucht werden, unabhängig von der Wirtschaftslage. Das trägt zur Resilienz bei wie die breite Aufstellung. Der Konzern erzielt zwei Drittel des Gewinns mit der Tochter T-Mobile US, dem Marktführer in den USA. Beidseits des Atlantiks bedient er eine wachsende Zahl an Kunden. Die Deutsche Telekom hat also eine starke Marktposition und arbeitet in einem Sektor, der steten Ertrag aus den laufenden Verträgen ermöglicht. Dazu kommt, dass sie auf Rang elf der wertvollsten Global Brands steht. Eine starke Marke kann einen Burggraben bilden, weil sie die Visibilität sicherstellt. Allerdings ist ein solcher Graben nicht so tief wie etwa diejenigen, die durch einen technologischen Vorsprung entstehen.

Mit Ausnahme des Jahres 2023 stieg der Umsatz seit zehn Jahren. 2024 lag das Plus bei 3,2%. Im selben Jahr lieferte das Unternehmen eine Gewinnmarge (gemessen am Ebitda) von 34,3% und liegt damit über dem Schnitt der vergangenen zehn Jahre von 31%. Zum Vergleich: Die spanische Telefónica brachte es 2024 auf 23,6%. Das Unternehmen sei daher im Vergleich zur europäischen Konkurrenz besser positioniert, um in sein Netzwerk und das angrenzende Geschäft zu investieren, sagt Tom Ackermans, Fondsmanager des Fidelity Germany Fund. Die Marktposition kann so weiter verbessert werden. Das Verhältnis von Nettoschulden zu Ebitda sank im vergangenen Jahr auf 2,7. Das ist zwar noch relativ hoch, allerdings muss auch das stabile Geschäftsmodell in Rechnung gestellt werden. Ein Qualitätswert, sagt daher Arne Rautenberg, Fondsmanager von UniGlobal. Im Portfoliokontext nimmt die Deutsche Telekom für ihn eine ausgleichende Position ein, gerade in schwierigen Zeiten.

BKW – Energie als Lebenselixier der modernen Gesellschaft

Energie ist das Rückgrat der Wirtschaft, der Gesellschaft und des technologischen Fortschritts. Die Nachfrage nach Strom bleibt

unabhängig vom Konjunkturzyklus bestehen. Davon profitiert auch der Energieversorger BKW, der vor allem in der Schweiz, aber auch in mehreren europäischen Ländern Strom aus Wasserkraft, Windkraft und Photovoltaik produziert und vertreibt. Für die kommenden Jahre rechnet er mit einer steigenden Stromnachfrage, auch dank des Energiebedarfs neuer Rechenzentren und der Elektrifizierung im Verkehr. BKW betreibt eines der grössten Stromnetze der Schweiz. Ingenieur- und Gebäudetechniklösungen für Infrastruktur- und Energieprojekte (mit einer starken Präsenz in der Schweiz, in Deutschland und in Österreich) runden die Geschäftstätigkeit ab.

«BKW ist ein resilientes und antizyklisches Unternehmen»

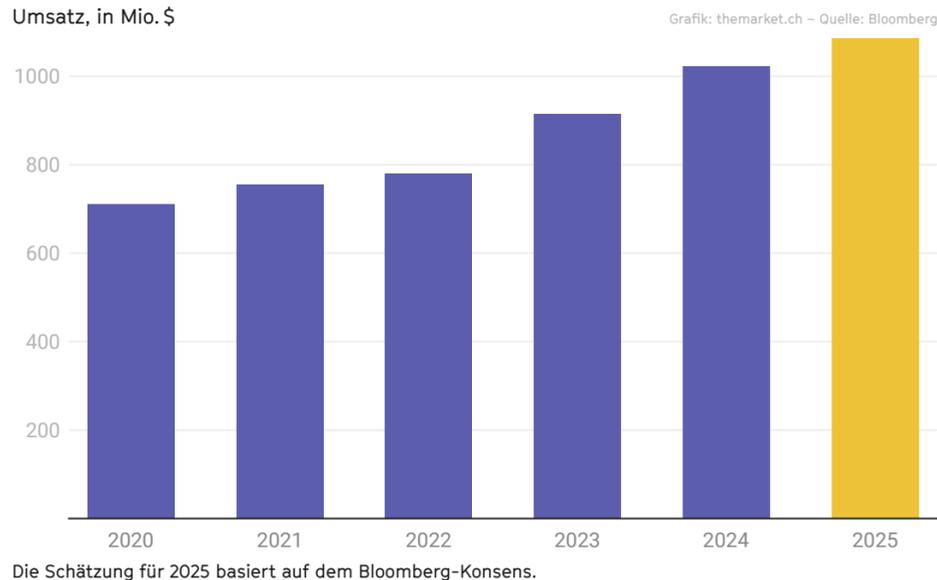
«BKW ist ein resilientes und antizyklisches Unternehmen», sagt Marc Strub, Fondsmanager bei Reichmuth & Co. Im Vergleich zu konventionellen Energiegesellschaften, die stark von den Schwankungen der Öl- und der Gaspreise abhängig sind, ist BKW widerstandsfähiger: Sie sichert Strompreise bis zu drei Jahre im Voraus ab, während die staatliche Regulierung auf den Ertrag stabilisierend wirkt. Die diversifizierte Geschäftstätigkeit sorgt für verlässliche Einnahmen und unterstützt eine konstante Dividendenpolitik – Aktionäre erhalten 35 bis 50% des Reingewinns als Ausschüttung. Die Nettoverschuldung beträgt lediglich das 0,8-Fache des Ebitda, was zusätzliche finanzielle Stabilität bietet.

Diese dem Strommarkt inhärente Konstanz und der steigende Energiebedarf spiegeln sich im Buchwert je Aktie: Diese Kennziffer ist seit 2015 um durchschnittlich 8% pro Jahr gestiegen (vgl. Grafik 2). Die Bewertung liegt nahe am Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre, gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis von 16 und am Verhältnis von Unternehmenswert zu Ebitda von 9 (beides auf Basis der Konsensschätzungen für 2025). Das zeigt: Die Verdopplung des Aktienkurses in den letzten fünf Jahren geschah nicht aufgrund eines Anstiegs der Bewertung, sondern im Einklang mit dem steigenden Gewinn.

Deutsche Börse – nicht alle Eier in denselben Korb

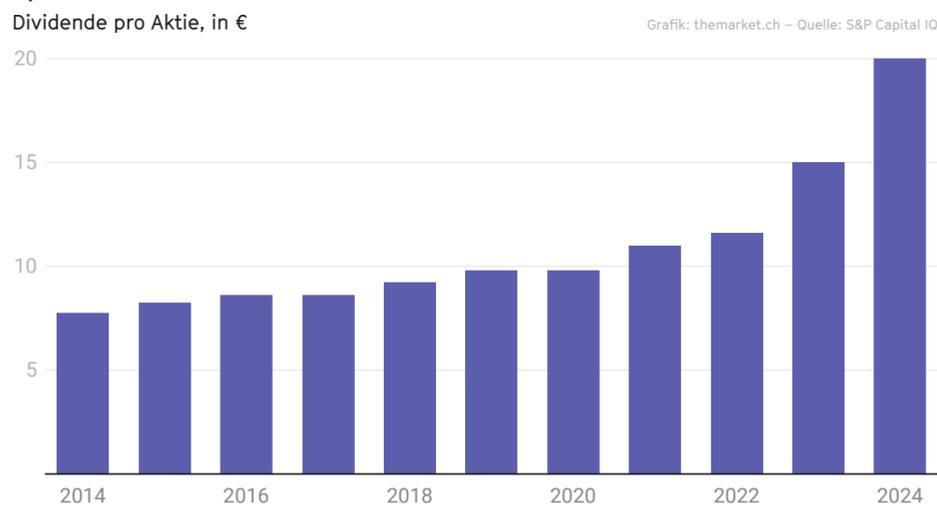
Wertpapierhandelsplätze haben die Resilienz in ihrem Geschäftsmodell eingebaut. Schliesslich verdienen sie an Handelsgeschäften und gehören zu den wenigen Gewinnern, wenn die Unsicherheit steigt und die Kurse stärker schwanken. Ausserdem setzt die Deutsche Börse auf ein breit diversifiziertes Angebot. Die Bedeutung des Aktienhandels zum Beispiel sinkt. Wichtiger werden, gemessen am Nettoerlös, die Derivate, mit denen sich Investoren absichern oder spekulieren. Noch dazu nimmt die Deutsche Börse auch erhebliche Zinsen ein, auf die von Kunden beim Wertpapierverwahrer und Geschäftsabwickler Clearstream hinterlegten Gelder, die meist zur Absicherung für Handelsgeschäfte der Kunden dienen. Zur Diversifikation trägt

4) Accelleron liefert beständiges Umsatzwachstum



Die Schätzung für 2025 basiert auf dem Bloomberg-Konsens.

5) Munich Re: mehr für die Aktionäre



auch der Erwerb des Anbieters von Software für Vermögensverwalter Simcorp im Jahr 2023 bei, dessen Umsatz zu 60% wiederkehrend und damit kalkulierbar ist.

am geschätzten Gewinn für 2025) mit 25 über dem Schnitt der vergangenen zehn Jahre von 20. Doch angesichts des inzwischen stärker diversifizierten Geschäfts ist das angemessen.

«Deutsche Börse setzt auf ein diversifiziertes Angebot»

Durch diese breite Aufstellung über vier wenig korrelierte Segmente berücksichtigt das Unternehmen quasi die Anlageregulierung Nummer eins, nicht alle Eier in denselben Korb zu legen (vgl. Grafik 3). Dazu kommt: Börsen haben eine Art Burggraben, sagt Fondsmanager Michael Illig, der den Fonds Flossbach von Storch Global Quality verwaltet: «Für bestimmte Finanzinstrumente, beispielsweise Schweizer Aktien oder Derivate auf deutsche Bundesanleihen, gibt es in der Regel einen dominanten Handelsplatz mit der höchsten Liquidität.» In der Summe sorgt das für verlässliche Einnahmen und starke Margen.

Die Ebitda-Marge lag 2024 bei 52,9% und soll bis 2027 auf 60% klettern, schätzen die bei S&P Capital IQ gebündelten Analysen. Zwar lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis (gemessen

Accelleron – widerstandsfähig durch starkes Servicegeschäft

Industrieunternehmen unterliegen Schwankungen, seien es Konjunktur-, Investitions- oder Rohstoffzyklen. Auch Zins- und Kreditzyklen können Investitionen hemmen oder fördern. Eine Möglichkeit, dieses Auf und Ab abzufedern, ist ein starkes Servicegeschäft mit wiederkehrendem Ertrag, wofür das Schweizer Unternehmen Accelleron ein Paradebeispiel ist: Der Hersteller von Turboladern für Grossmotoren – eingesetzt in Schiffen, Lokomotiven oder Kraftwerken – erzielt als globaler Markt- und Technologieführer drei Viertel seines Umsatzes mit Wartung und Ersatzteilen. «Das sorgt für eine hohe Visibilität und reduziert die Zyklichkeit des Geschäfts», sagt Omar Brem, Leiter Research bei der Zürcher Kantonalbank.

Accelleron profitiert von hohen Markteintrittsbarrieren, denn der Aufbau einer profitablen installierten Basis dauert rund fünfzehn Jahre. Sie betreut weltweit mehr als 180 000 Turbolader und hat ein einzigartiges Servicenetz mit mehr als hundert Stützpunk-

ten. «Die Wartung muss alle 5000 bis 7000 Betriebsstunden durchgeführt werden. Sie kann zwar verschoben oder vorgezogen werden, ist aber unumgänglich», sagt David Windisch, Fondsmanager beim Finanzdienstleister Rothschild & Co. Das sorgt für eine hohe Umsatztransparenz über Jahre.

«Accelleron bietet eine hohe Umsatztransparenz»

In finanzieller Hinsicht überzeugt Accelleron mit einer niedrigen Nettoverschuldung (Faktor 0,9 zu Ebitda) und einer hohen Rendite auf das investierte Kapital (ROIC), was auf einen effizienten Kapitaleinsatz hinweist. Trotz der Kursverdopplung seit der Abspaltung vom Schweizer Technologie- und Industriekonzern ABB im Herbst 2022 ist die Bewertung von Accelleron nicht weit vom Durchschnitt entfernt. Allerdings gilt mit einem KGV von 21 hier eindeutig das Sprichwort: «Qualität hat ihren Preis.»

Munich Re – Profiteur des Klimawandels

Rückversicherer sind Risikospezialisten. Die wenigen Akteure im Markt verfügen über grosse Erfahrung und Fachwissen, welche Risiken von anderen Versicherern sie zu welchem Preis absichern wollen, um damit selbst Geld zu verdienen. Naturkatastrophen etwa, deren Häufigkeit wegen des Klimawandels steigt. Entsprechend werde auch die Nachfrage nach Rückversicherungen steigen, so der Konsens auf dem Branchentreffen in Monte Carlo im September. Allerdings dürften die dafür erzielten hohen Preise irgendwann einmal sinken; unter anderem, weil die Kunden nicht jede Preiserhöhung akzeptieren. Umso wichtiger, dass der weltgrösste Rückversicherer Munich Re darauf vorbereitet ist.

Ist er, auch wegen des konservativen Umgangs mit Zahlen. 2024 zum Beispiel lag die Grossschadenbelastung fast exakt auf dem budgetierten Wert, wie CEO Joachim Wenning im Brief an die Anleger schrieb. Er ist trotz der langen Geschichte seit dem Gründungsjahr 1880 erst der neunte CEO, was für die Stabilität des Geschäfts spricht, allen Krisen zum Trotz. Zur Stabilität gehören auch Investitionen, wie zum Beispiel in eine künstliche Intelligenz (KI), der das Beratungshaus McKinsey grosses Potenzial beimisst. Ein weiterer Aspekt ist Streuung: Neben dem Rückversicherungsgeschäft gehört der Erstversicherer Ergo zum Portfolio, der zuletzt die US-Plattform Next Insurance mit Fokus auf kleine und mittlere Unternehmen (KMU) übernommen hat. «Die Stärke von Munich Re ist ein Mix aus Erfahrung, Grösse, globaler Präsenz und finanzieller Stabilität», sagt Christian Kahler, Vermögensverwalter und Fondsmanager bei Kahler & Kurz.

Die Zahlen passen dazu: Die Solvenzquote beispielsweise, sie gibt Auskunft über die Finanzkraft, lag 2024 bei 287% und damit oberhalb des Zielkorridors von 175 bis 220%. Ausserdem wurde seit über fünfzig Jahren die Dividende nicht gekürzt, sagt Kahler (vgl. Grafik 5). Trotz des Kursanstiegs sind die Bewertungsmultiplikatoren nicht hoch: Der Kurs im Verhältnis zum 2025 erwarteten Gewinn liegt bei 13 und damit nur moderat über dem Durchschnittswert des vergangenen Jahrzehnts.

Ausgewählte resiliente Aktien aus Deutschland und der Schweiz

Tabelle: themarket.ch – Quellen: Bloomberg und S&P Capital IQ

Unternehmen	Börsenwert, in Mrd. €	Umsatz 2024, in Mrd. €	Operative Marge	ROIC	EV/Ebitda 2025	Verschuldungsquote	Dividendenrendite 2024	FCF-Rendite
Accelleron	3,6	0,9	23,3%	22,2%	14,5	0,9	2,4%	4,2%
BKW	8,8	4,8	16,3%	7,4%	9,4	0,8	2,3%	3,2%
Deutsche Börse	50,3	5,8	49,6%	10,7%	16,6	1,7	1,5%	4,2%
Munich Re	75,7	62,1	12,8%	5,5%	8,8	0,0	3,5%	3,7%
Deutsche Telekom	167,4	115,8	22,7%	7,8%	7,4	2,7	2,7%	8,5%
Roche	231,1	63,5	22,2%	15,9%	9,9	1,1	3,7%	6,7%

Operative Marge = Ebit-Marge wie vom Unternehmen zuletzt ausgewiesen, ROIC = Rendite auf das investierte Kapital basierend auf letztem vollständigen Geschäftsjahr, EV = Unternehmenswert, Verschuldungsquote = Nettoverschuldung/Betriebsgewinn (Ebitda) wie vom Unternehmen zuletzt ausgewiesen, FCF-Rendite = Free Cashflow/Unternehmenswert, Tabelle sortiert nach Börsenwert; Stand: 4. April 2025

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:
go.themarket.ch/t115

Arne Gottschalck hält Anteile an Roche, Deutsche Börse und Deutsche Telekom.

ANALYSE

Welche europäischen Rüstungsaktien profitieren

Die USA sparen am Verteidigungsetat, während Europa nachrüstet. Ein starkes US-Geschäft wird zum Nachteil, was teils auch deutsche Rüstungsanbieter trifft. Die Gewinner sind zwei deutsche Börsenstars sowie drei noch wenig bekannte Aktien. **Von Mark Böschen**

Der Kursanstieg europäischer Rüstungsaktien hat sich seit dem Eklat im Weissen Haus zwischen US-Präsident Donald Trump und dem ukrainischen Präsidenten Wolodimir Selenski beschleunigt. Der angehende deutsche Kanzler Friedrich Merz gab das neue Motto der Verteidigungspolitik bekannt: «Whatever it takes.» Die Koalitionäre wollen Rüstungsausgaben weitgehend von der Schuldenbremse ausnehmen. Die Regierungschefs der Europäischen Union billigten derweil am 6. März den Plan der EU-Kommission, bis zu 800 Mrd. € für die Aufrüstung zu mobilisieren.

Die Verteidigungsausgaben in Europa werden weiter steigen und werden teilweise von den EU-Schuldenregeln ausgenommen. Daher lohnt für Anleger der Blick darauf, welche Rüstungsunternehmen besonders stark von Europas Nachrüstung profitieren – und welche dagegen eher von Donald Trumps Sparbemühungen beim US-Verteidigungsetat bedroht sind. Unter den grössten Gewinnern sind auch drei Überraschungen.

Europa: weitgehend abgerüstet

Der Nachholbedarf in Europa ist riesig. Die meisten europäischen Staaten hätten im Kriegsfall nur Munition für wenige Tage, sagt Marc Festa, Fondsmanager bei Alken Asset Management in London. Das Nato-Ziel liege dagegen bei dreissig Tagen und dürfte künftig auf sechzig Tage erhöht werden. Der Bedarf an Rüstungsgütern werde von Investoren und Analysten weiter unterschätzt: «Die Märkte haben vielleicht eine Erhöhung des Nato-Ziels der Rüstungsausgaben auf 2,5% eingepreist, aber noch nicht auf 3% oder mehr.»

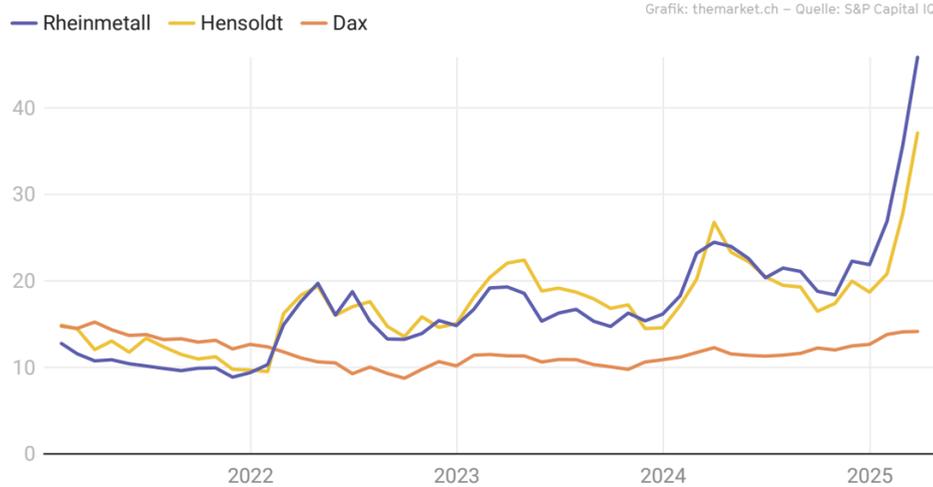
«Der Nachholbedarf in Europa ist riesig»

Viele Analysten gingen fälschlicherweise noch immer davon aus, dass der Höhepunkt der Nachfrage vor 2030 erreicht werde, sagt Festa. Dabei werde allein die Neuausstattung der Streitkräfte mit ausreichend Munition zehn Jahre in Anspruch nehmen. Wer jetzt Artilleriegeschosse oder auch Kampfflugzeuge bestelle, werde 2028 oder 2029 geliefert. Bedient würden von Europas Herstellern vorrangig die Ukraine und dann andere europäische Staaten. Aussereuropäische Staaten wie Indien oder Saudi-Arabien kommen derzeit kaum an die Reihe, was weitere, aufgeschobene Nachfrage für die Folgejahre bedeutet. Die Erwartung eines zehn Jahre dauernden Nachrüstungszklus in Europa wird von den JPMorgan-Analysten geteilt. «Now it's for real» («Jetzt geht es wirklich los»), lautet der Titel einer Branchenstudie von Anfang März, in der sie die Kursziele um durchschnittlich 25% angehoben haben.

Viele Investoren haben Waffenhersteller lange gemieden und sind daher mit den Unternehmen dieser Branche kaum vertraut. Wenn es zu Ereignissen wie dem Eklat im Weissen Haus Ende Februar kommt, steigen oft die Aktien sehr vieler Hersteller – obwohl einige nur einen geringen Anteil ihres Umsatzes in Europa erzielen. Andere Unternehmen, die immer wieder als Rüstungsprofiteure bezeichnet werden, erwirtschaften wiederum nur einen kleinen Teil ihres Umsatzes mit Rüstung: Beim Flugzeughersteller Airbus beträgt der Anteil lediglich 22% und beim Triebwerkspezialisten MTU Aero bloss 9%, schätzen die Analysten von JPMorgan. Sie

1) Die Bewertung deutscher Rüstungsaktien ist rasant gestiegen

Kurs-Gewinn-Verhältnis



2) Wer besonders stark von Europas Aufrüstung profitiert

Umsatzanteil, in %

Tabelle: themarket.ch – Quelle: JPMorgan, Unternehmen

Unternehmen	Land	Rüstung	Europa	Nordamerika	Ukraine
Theon	GR	100	82	11	
Hensoldt	DE	97	86	2	7
QinetiQ	GB	96	62	26	
BAE Systems	GB	95	37	43	
Leonardo	IT	83	53	26	1
Rheinmetall	DE	72	76	4	29
Babcock	GB	68	90	6	1
Renk	DE	67	55	30	
Exosens	FR	65	67	14	3
Thales	FR	53	69	8	1

eignen sich daher kaum für Investitionen in den Nachrüstungstrend.

Gerade in Europa dürften die Rüstungsausgaben in den kommenden Jahren stark steigen. In den USA könnten sie dagegen sogar zurückgehen, was sich in den vergangenen Monaten auch in den Aktienkursen führender US-Rüstungskonzerne spiegelte. US-Verteidigungsminister Pete Hegseth hat seine Beamten angewiesen, einen Plan zur Kürzung der Verteidigungsausgaben um 8% vorzulegen. Ausserdem gewährt er Elon Musks Team zur Effizienzsteigerung in der Regierung (DOGE) Zugang zum Pentagon. Musk hatte in der Vergangenheit die Vertragskonditionen vieler Rüstungsgeschäfte als nachteilig für die Regierung kritisiert. Früher wollten europäische Rüstungsunternehmen auf den US-Markt expandieren, weil sich dort höhere Preise erzielen liessen, sagt Alken-Fondsmanager Festa: «Jetzt ist es besser, in Europa tätig zu sein.»

Die Investoren sind dabei, dieses transatlantische Gefälle einzupreisen, konstatiert Anlagestrategie Christopher Wood von der Investmentbank Jefferies: Im ersten Quartal ist der europäische Rüstungsindex MSCI Europe Aerospace and Defense Index 34% gestiegen und damit deutlich stärker als sein US-Pendant S&P 500 Aerospace and Defense Index.

Unterschätztes Risiko bei Renk

Renk ist ein gutes Beispiel dafür, wie Anleger wegen des allgemeinen Trends zur Aufrüstung das US-Risiko und die unternehmensspezifischen Risiken unterschätzen. Das Un-

ternehmen erzielt nur zwei Drittel des Umsatzes mit Produkten für militärische Anwendungen, schätzt JPMorgan. Noch dazu beträgt der Europa-Anteil seines Rüstungsgeschäfts nur 55%. Rund 30% entfallen dagegen auf die USA. Ausserdem könnten Liebherr, ZF und Rolls-Royce bald in den Markt von Renk einsteigen. The Market hat die Kaufempfehlung für Renk daher Mitte Februar zurückgezogen und stattdessen auf Rheinmetall und Hensoldt verwiesen.

«Besonders profitiert haben Rheinmetall und Hensoldt»

An der Börse besonders profitiert hat Rheinmetall. Sie fertigt die dringend benötigte Munition sowie Panzer. The Market hatte die Aktien erstmals Mitte April 2024 empfohlen, seither hat sich der Kurs von rund 550 € mehr als verdoppelt. Den Elektronikspezialisten Hensoldt empfahl The Market Anfang August 2024 bei einem Kurs um 33 €, auch diese Titel haben ihren Wert zwischenzeitlich mehr als verdoppelt. Vor diesem Hintergrund drängt sich die Frage auf, ob Rheinmetall und Hensoldt immer noch die beste Wahl für Anleger sind, die auf die Aufrüstung setzen wollen, oder ob es bessere Alternativen gibt.

Der Schiffs- und U-Boot-Spezialist Babcock ist ein Beispiel, das bisher kaum auf dem Radar von Investoren auftauchte. Zu Unrecht.

In Kürze:

- Rüstungskonzerne profitieren von Europas Nachrüstung
- Babcock, Exosens und Theon sind kaum auf dem Radar
- Rheinmetall und Hensoldt bleiben interessant

«Babcock ist das unentdeckte Rüstungsunternehmen, das nach einer Reihe von Verkäufen 74% Umsatzanteil in diesem Bereich erzielt», urteilen die JPMorgan-Analysten. Noch im März 2024 habe der Wert bei nur 68% gelegen, obwohl Babcock da sechs Unternehmen mit anderen Zielmärkten verkauft hatte.

Babcock versorgt als Dienstleister die Flotte von Nuklear-U-Booten Grossbritanniens (rund 40% des Gewinns auf Stufe Ebita für 2024) und einen grossen Teil der übrigen Kriegsschiffe des Landes (26% des Ebita). Weitere 27% Gewinnanteil entfallen auf Militärfahrzeuge an Land, der Rest auf Hubschrauber und Flugzeuge. Der Konzern ist durch einen britischen Umsatzanteil von 70% stark mit den heimischen Verteidigungsausgaben verbunden. Premierminister Keir Starmer hat bereits im Sommer 2024 angekündigt, die Verteidigungsausgaben von zuletzt 2,3% bis 2027 auf 2,5% des Bruttoinlandprodukts anzuheben – mit dem Ziel, sie anschliessend auf 3% zu steigern.

Noch 2020 machte Babcock weniger als die Hälfte des Umsatzes im Militärsektor. In der Dekade bis 2014 trieb eine Übernahmeserie unter der Ägide des früheren CEO Peter Rogers Umsatz, Gewinn und Aktienkurs mit Investitionen von mehr als 3 Mrd. £ in die Höhe. Doch einige Käufe waren nur schwer integrierbar, und die Verschuldung schwoll auf das 2,4-Fache des Ebitda an. 2015 bis 2017 folgten fünf Gewinnwarnungen. Babcock steckte in der Krise, der Aktienkurs fiel von 2014 bis 2021 in der Spitze um 80%. Dann trat das neue Führungsteam aus CEO David Lockwood und Finanzchef David Mellors an, die durch Teilverkäufe den Konzern auf Rüstung fokussierten.

Noch immer belasten einige langfristige Serviceverträge mit niedriger Marge die Profitabilität – insbesondere der Vertrag zur Betreuung der Fregatten des Typs 31 für die britische Navy. Babcock hat dafür bereits 190 Mio. £ an Belastungen verbucht, knapp die Hälfte davon im Juli 2024. In den kommenden Jahren dürfte dieses Hindernis für das Ebitda-Margenziel von «8% oder mehr» wegfallen, falls das Management beim Abschluss neuer Verträge diszipliniert bleibt. Die Nettoverschuldung wird gemäss Schätzung der bei Bloomberg erfassten Analysten per Ende März 2025 unter den Ebitda sinken.

Anfang Februar hob Babcock wegen des starken Wachstums des Nuklear-U-Boot- und Kriegsschiffgeschäfts ausserdem die Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr auf 4,9 Mrd. £ an. Im Januar hatte sie einen 17-Jahres-Dienstleistervertrag von der französischen Marine und Luftwaffe über 800 Mio. € erhalten. Das Auftragsbuch umfasst fast 10 Mrd. £ und liegt somit mehr als 50% über dem für 2025 erwarteten Umsatz. Die Vertragslaufzeit von durchschnittlich zwölf

3) Exosens, Theon und Babcock sind relativ günstig

Tabelle: themarket.ch – Quelle: Bloomberg

Unternehmen	Börsenwert, in Mrd. €	KGV	EV/Ebitda	EV/Umsatz	KBV
Rheinmetall	57,1	43	22	4,7	13,9
Renk	4,1	31	17	3,4	11,0
Hensoldt	6,6	32	15	2,7	8,1
Thales	48,8	25	15	2,4	6,7
Theon	1,6	19	14	3,4	8,5
BAE Systems	53,1	20	13	1,7	4,0
Exosens	1,6	31	12	3,8	4,4
Leonardo	22,3	23	12	1,4	2,8
Babcock	4,1	15	8	0,8	5,9
QinetiQ	3,0	14	7	1,2	2,3

Gewinn (beim Kurs-Gewinn-Verhältnis, KGV), Ebitda und Umsatz: Schätzung für 2025, Buchwert (beim Kurs-Buchwert-Verhältnis, KBV): letzter Finanzbericht; Stand: 4. April 2025

Jahren bringt ebenfalls Planungssicherheit. Für die kommenden Jahre bis 2028 sagen die Analysten ein Wachstum des Gewinns pro Aktie von 10 bis 14% pro Jahr voraus. Die Babcock-Aktien sind mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15 markant niedriger bewertet als Rheinmetall (KGV 43, jeweils gemessen an der durchschnittlichen Gewinn-schätzung der Analysten für 2025).

Zwei profitable Börsenneulinge

Alken-Fondsmanager Festa investiert unter anderem in zwei kleinere Rüstungsunternehmen, die beide erst seit 2024 an der Börse sind: Exosens und Theon. Die griechische Theon stellt Nachtsichtgeräte her, die von Soldaten getragen oder in Militärgerät eingebaut werden. Die französische Exosens fertigt zentrale Komponenten solcher Nachtsichtgeräte, die von Theon, aber auch von

Hensoldt und Thales verbaut werden. Theon betreibt auch ein Gemeinschaftsunternehmen mit Hensoldt.

«Exosens und Theon fallen durch eine sehr hohe Marge auf»

Exosens und Theon fallen durch eine sehr hohe Ebitda-Marge auf, mit der sie die meisten Branchenkonkurrenten deutlich übertreffen. Beide profitieren von ihrer starken Stellung bei einem Nischenprodukt. Theon hat in ihren Zielmärkten einen Marktanteil von gut 70%, schätzt JPMorgan. Zielmarkt ist vor allem Europa. Der Weltmarkt ist aus sicherheitspolitischen Gründen fragmentiert: Exo-

sens hat zwei Hauptwettbewerber in den USA, die aber nicht exportieren dürfen. Das Unternehmen gehört zu 46% der Private-Equity-Gesellschaft HLD, die 1993 von dem ehemaligen Lazard-Partner Jean-Bernard Lafonta gegründet worden ist. Sie dürfte in den kommenden Jahren ihre Anteile verkaufen, dieser Aktienüberhang und die Erwartung grosser Verkäufe sind ein Belastungsfaktor für den Aktienkurs.

Theon ist dagegen auch nach dem Handelsstart in Amsterdam zu 76% in Besitz von Christian Hadjiminias, der das Unternehmen 1997 gründete. Der an der Columbia University und an der Wharton Business School ausgebildete Unternehmer ist auch Gründer des Industriekonglomerats EFA. Anders als Exosens ist Theon schuldenfrei.

Beim erwarteten Wachstum für 2026 sind unter den Nachrüstern Europas zwei deutsche Unternehmen führend: Rheinmetall und Hensoldt. Sie haben weniger als 5% Umsatzanteil im schwieriger werdenden US-Markt und erfüllen so das wichtigste Kriterium für die Auswahl von The Market. Bei Rheinmetall macht die Belieferung der Ukraine rund 30% des Geschäfts aus. So stark ist kein anderes Rüstungsunternehmen mit dem Krieg verbunden. Doch selbst wenn es zu einem Waffenstillstand mit Russland kommen sollte, bliebe fraglich, wie lange Russland stillhalten würde. Die Ukraine dürfte weiterhin ein vitales Interesse daran haben, ihre Verteidigungsfähigkeit zu stärken.

Die Aktien von Rheinmetall und Hensoldt sind nach dem fulminanten Kursanstieg gemessen an dem für 2025 und 2026 erwarteten Gewinn nicht mehr günstig. Für Anleger gilt es, die Bewertung im Auge zu behalten. Auch wenn das Wachstum über 2026 hinaus durch das üppig gefüllte Auftragsbuch und Europas Nachrüstungsbedarf gerade bei Mu-

niton und Panzern abgesichert ist. Alken-Fondsmanager Festa, der schon vor dem russischen Angriff auf die Ukraine zu Kursen um 90€ Rheinmetall-Aktien gekauft hatte, hat bei rund 600€ einige verkauft. «Bei Rheinmetall unterschätzen die meisten immer noch das Potenzial», sagt er.

Von Trump bedroht

Viele Unternehmen scheiden wegen ihres beträchtlichen US-Geschäfts als Europa-Nachrüstungswette aus: der britische Drohnenhersteller QinetiQ (26% Nordamerika-Anteil), der italienische Rüstungskonzern Leonardo (26%) sowie der britische Luftfahrt- und Rüstungskonzern BAE Systems (43%). Bei Leonardo handelt es sich zudem um eine riskante Turnaround-Wette. Leonardo sei das letzte europäische Rüstungsunternehmen, dem ein grosses Effizienzprogramm und ein Kulturwandel noch bevorstünden, urteilen die JPMorgan-Analysten: «Leonardo hat noch viel zu tun, bevor sie als High-Quality-Rüstungsgesellschaft wie BAE Systems oder Thales gelten kann.»

Der französische Elektronikspezialist Thales hat nur 8% US-Anteil beim Rüstungsumsatz. Allerdings entfällt nur gut die Hälfte des Geschäfts auf militärische Anwendungen. Bei der zivilen Luftfahrt leidet Thales unter Lieferengpässen bei Kunden, das Weltraumgeschäft (Umsatzanteil: 13%) ist strukturellen Veränderungen im Markt unterworfen.

The Market hält Rheinmetall und Hensoldt weiterhin für die attraktivsten Aktien, um in die Aufrüstung Europas angesichts der bedrohlichen Sicherheitslage zu investieren. Babcock ist wegen der starken Marktposition in Nischen der europäischen Rüstungsbranche und aufgrund der niedrigen Bewertung ebenfalls aussichtsreich. Das Gleiche gilt für die Nischenspieler Exosens und insbesondere die finanzkräftigere Theon, die durch auffallend hohe Werte bei Ebitda-Marge und Rendite auf das eingesetzte Kapital überzeugt.

4) Aussichtsreiche Aktien für Europas sicherheitspolitische Zeitenwende

Tabelle: themarket.ch – Quelle: Bloomberg

Unternehmen	Börsenwert, in Mrd. €	Umsatz, in Mrd. €	Ebitda, in Mrd. €	Ebitda-Marge	Ebitda-Wachstum 2026	ROIC	Nettoschulden zu Ebitda
Rheinmetall	57,1	12,7	2,5	18%	43%	13,1%	0,9
Hensoldt	6,6	2,6	0,5	16%	23%	7,6%	2,0
Babcock	4,1	5,9	0,6	8%	12%	12,5%	1,2
Exosens	1,6	0,5	0,1	30%	12%	8,9%	1,2
Theon	1,6	0,4	0,1	25%	16%	33,2%	-0,3

Umsatz und Ebitda (Betriebsgewinn vor Abschreibungen und Amortisationen) geschätzt für 2025. Nettoschulden zu Ebitda, Return on Invested Capital (ROIC): 2024; Stand: 4. April 2025

30 Anzahl Tage, für die europäische Staaten im Kriegsfall Artilleriemunition haben sollten gemäss Ziel der Nato

Quelle: Alken Asset Management

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/t117



Wo Ihre finanziellen Ziele im Mittelpunkt stehen.

Ihre ganz persönlichen Vorstellungen verdienen eine individuelle Beratung. Erleben Sie ein Private Banking, bei dem Sie und Ihre Ziele an erster Stelle stehen.

EFG Private Banking

ZÜRICH GENÈVE LUGANO CHIASSO GSTAAD LAUSANNE LOCARNO ST.MORITZ VADUZ | EFG.COM



Feste Autorinnen und Autoren von The Market



Lyn Alden

Ihr neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118a

Gründerin von Lyn Alden Investment Strategy. Spezialisiert auf Asset-Allocation-Themen. Autorin eines viel beachteten Investmentnewsletters.



Thierry Borgeat

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118b

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



Alfons Cortés

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118c

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



Kevin Duffy

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118d

Mitgründer von Bearing Asset Management, einer auf Makrotrends spezialisierten Investmentboutique in den USA.



Jens Ehrhardt

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118e

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



Patrick Eugster

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118f

Herausgeber des Newsletters «Besser Investieren» und Vermittler von Finanzwissen für die Allgemeinheit via Video, Podcast und Blogartikel.



Peter Frech

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118g

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



Louis-Vincent Gave

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118h

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



Daniel Haase

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118i

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



Peter E. Huber

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118j

Gründer und Geschäftsführer von Huber Portfolio GmbH in Oberursel DE. Spezialisiert auf antizyklische Investitionen an Aktien- und Bondmärkten.



Alexander M. Ineichen

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118k

Gründer von Ineichen Research and Management, die sich auf Research im Zusammenhang mit Risikomanagement und Nowcasting spezialisiert.



Jürg Lutz

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118m

Verwaltet beim Schweizer Vermögensverwalter PK Assets die Anleihenportfolios von Pensionskassen. Hat über dreissig Jahre Erfahrung am Bondmarkt.



Howard Marks

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118n

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



Michael Pettis

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118o

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



Heinz-Werner Rapp

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118p

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



Anne Stevenson-Yang

Ihr neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118q

Mitgründerin von J Capital Research, die vor Ort recherchiert und sich durch das fundierte Wissen zum chinesischen Aktienmarkt auszeichnet.



Daniel Woker

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118r

Ehemaliger Botschafter der Schweiz in Australien, Singapur und Kuwait. Mitgründer (zusammen mit Philippe Welti) von Share-an-Ambassador.



Jörg Wuttke

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118s

Partner bei DGA Albright Stonebridge Group in Washington. Zuvor war er Präsident der EU-Handelskammer in China.



Nicolas Zahn

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118t

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



Felix W. Zulauf

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/t118u

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



Was The Market auszeichnet

The Market bietet unabhängige Analysen der Finanzmärkte, filtert den Lärm, hebt Relevantes hervor und hilft, informierte Investmententscheidungen zu treffen: besser informiert, besser investiert.

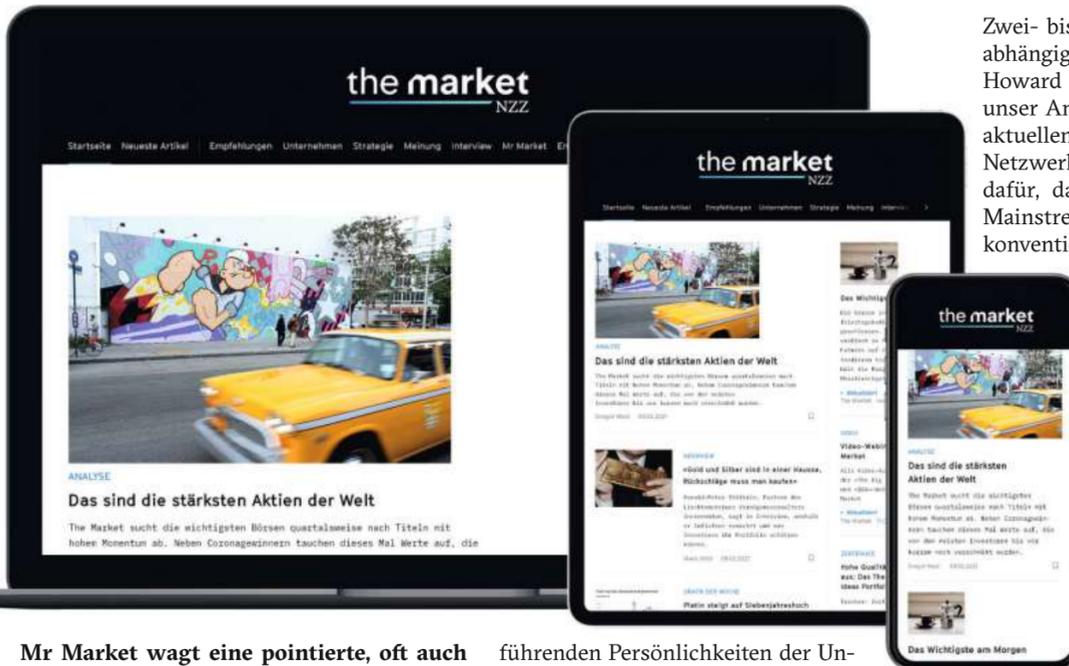
In der heutigen, schnelllebigen Welt der Finanzmärkte ist es eine Herausforderung, sich nicht von der schieren Flut an Informationen überwältigen zu lassen. Unzählige Nachrichten, Gerüchte und Trends buhlen um die Aufmerksamkeit von Investorinnen und Investoren – doch was ist wirklich relevant und was nur Lärm? Genau hier setzt The Market an. Als unabhängige Finanzplattform bieten wir Ihnen, unseren Leserinnen und Lesern, täglich tiefgründige Analysen, damit Sie fundierte Entscheidungen an den Märkten treffen können.

Besser informiert

Die Unabhängigkeit von The Market ist zentrales Element unseres Selbstverständnisses. Die Redaktion ist frei von den Einflüssen grosser Finanzinstitute oder Konzerne und kann sich ganz auf das konzentrieren, was wirklich zählt: qualitativ hochwertige Analysen, die auf Fakten und Fachwissen basieren. Unser Ziel ist es, die Interessen der Leserinnen und Leser in den Vordergrund zu stellen. Dabei trennt The Market das Wichtige vom Unwichtigen und liefert einen klaren Blick auf das, was an den Märkten geschieht – und warum es für Anlageentscheide relevant ist.

«Mr Market bietet eine pointierte Perspektive auf das Marktgeschehen»

The Market versteht sich als verlässliche Informationsquelle in einer oft undurchsichtigen Finanzwelt. Wir bieten Orientierung durch wöchentliche Kolumnen und Marktübersichten. Und wir liefern täglich mindestens eine wertvolle Investitionsidee. Im durchdachten Mix aus präzisen Analysen und gut begründeten Meinungen liegt der Mehrwert, den The Market bietet.



Zwei- bis dreimal die Woche bereichern unabhängige Autoren wie Alfons Cortés, Howard Marks und Louis-Vincent Gave unser Angebot mit ihren Einschätzungen zu aktuellen Themen der Finanzwelt. Dieses Netzwerk aus profilierten Stimmen sorgt dafür, dass unsere Leserschaft abseits des Mainstreams Zugang zu frischen und unkonventionellen Überlegungen rund ums Investieren erhält.

Besser investiert

Darin liegt der Kern unserer Arbeit: The Market möchte der Leserschaft zu fundierteren und besseren Investitionsentscheidungen verhelfen. Dabei zeichnen wir uns durch Unabhängigkeit, einen klaren Fokus und höchste Ansprüche an die Qualität der Inhalte aus. The Market verzichtet bewusst auf Masse an Informationen oder oberflächliche Berichterstattung. Wir bieten Ihnen ein durchdachtes und hochwertiges Angebot, das genau die Informationen liefert, die für Sie als Investorin oder Investor von Bedeutung sind.

Das Redaktionsteam von The Market besteht aus erfahrenen Finanzjournalistinnen und Finanzjournalisten, die sich der Aufgabe verschrieben haben, die komplexen Zusammenhänge der Finanzmärkte verständlich und klar darzustellen. Dabei nehmen wir uns die Freiheit, auch Meinung zu zeigen, denn wir sind überzeugt, dass fundierte und pointierte Aussagen wertvolle Orientierung bieten – besonders in Zeiten, in denen Unsicherheit und Volatilität die Märkte prägen.

Besser informiert, besser investiert: The Market filtert das Relevante heraus und bietet Ihnen die Informationstiefe und die Einordnung, die Sie benötigen, um mit Weitblick Ihre Entscheidungen zu treffen. In einer Welt, die sich immer schneller verändert, helfen wir, den Überblick zu behalten und die Chancen zu erkennen, die andere übersehen.

Mr Market wagt eine pointierte, oft auch kontroverse Perspektive auf das Marktgeschehen. Unser Team kommentiert aktuelle Ereignisse und gibt Ihnen Einschätzungen, die helfen, Marktbewegungen besser einzuordnen. Ob es um eine Gewinnwarnung, eine unerwartete Fusion oder andere marktbewegende Nachrichten geht – The Market gibt Ihnen die Werkzeuge in die Hand, um aus der Fülle an Informationen das herauszufiltern, was für die Anlagestrategie entscheidend ist.

In der Rubrik **Hinter der Headline wirft The Market einen genauen Blick hinter die Schlagzeile**. So erfahren die Leserinnen und Leser beispielsweise, welche Auswirkungen ein unerwarteter Zinsentscheid der Notenbanken auf die Märkte hat oder was die Abwertung des Dollars für ihre Investition bedeutet. Die Redaktion geht immer über die reine Berichterstattung hinaus und bietet fundierte Einblicke und Analysen.

Ein Highlight des Angebots sind **regelmässige tiefgehende Interviews**. Jede Woche führt das Redaktionsteam Gespräche mit Ökonomen, herausragenden Investoren oder

führenden Persönlichkeiten der Unternehmenswelt. Das bietet unserer Leserschaft nicht nur spannende Einblicke in das Denken der Interviewpartner, sondern eröffnet auch neue Horizonte und Denkanstösse, die Sie in der Investmentstrategie weiterbringen können. Dank der Interviews haben die Abonentinnen und Abonenten die Möglichkeit, aus erster Hand zu erfahren, was erfolgreiche Investorinnen und Investoren, CEO oder Verwaltungsratspräsidenten beschäftigt sowie welche Trends und Entwicklungen sie für die Zukunft der Märkte sehen.

«Mit profilierter Stimme eröffnen wir den Zugang zu frischen Überlegungen»

Das Programm von The Market wird durch **Meinungsbeiträge von führenden externen Expertinnen und Experten ergänzt**.

Die Redaktion von The Market Schweiz



Gabriella Hunter
Chefredaktorin
(Zürich)



Mark Dittli
Redaktor
(Zürich)



Sandro Rosa
stv. Chefredaktor
(Zürich)



Christoph Gisiger
Redaktor
(Los Angeles)



Manuel Boeck
Redaktor
(Zürich)



Henning Hölder
Redaktor
(Zürich)

Die Redaktion von The Market Deutschland



Mark Böschen
Leitung Redaktion
Deutschland
(Hamburg)



Arne Gottschalck
Redakteur
(Hamburg)



Ulrich W. Hanke
Redakteur
(Frankfurt)



Angela Maier
Redakteurin
(München)

ANALYSE

Gold strebt nach oben, Silber dürfte folgen

Der Goldpreis eilt von Rekord zu Rekord. Die zunehmende globale Verschuldung, die geo- und handelspolitische Unsicherheit sowie die hohe Nachfrage der Notenbanken sorgen für Unterstützung. Zieht Silber nach und bricht nun ebenfalls nach oben aus? **Von Sandro Rosa**

US-Präsident Donald Trump sorgt mit drastischen Importzöllen und Annexionsgelüsten für Nervosität, Deutschland und China öffnen plötzlich die fiskalpolitischen Schleusen, und Rüstungsausgaben werden rund um den Globus hochgefahren. Die bis vor kurzem als unverwundbar geltende US-Wirtschaft sendet Abkühlungssignale.

Kein Wunder, macht sich unter Anlegern zunehmend Nervosität breit. Die Verunsicherung spiegelte sich zuletzt in volatileren und fallenden Aktienmärkten, sinkenden Zinsen, vor allem aber in einem kräftig steigenden Goldpreis.

Gesuchter sicherer Hafen

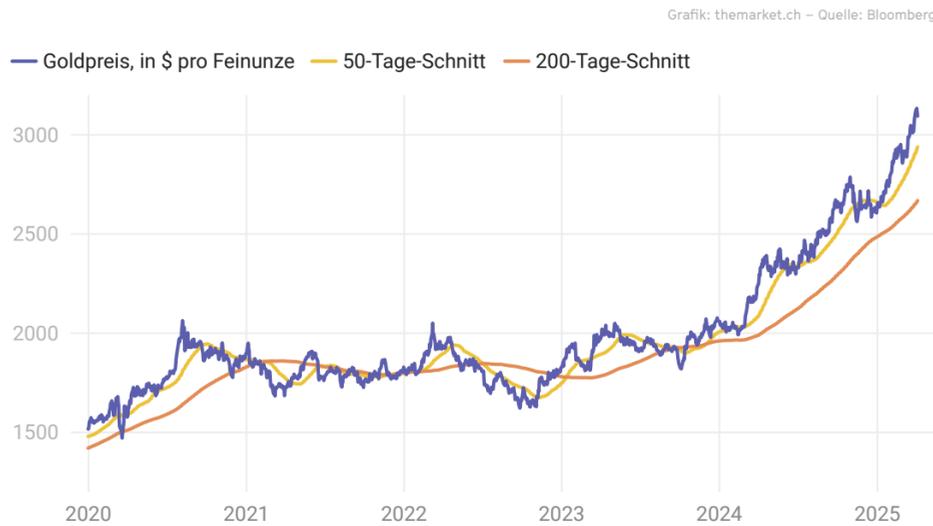
Dieser überstieg am 14. März erstmals die Marke von 3000 \$ pro Feinunze. Allein seit Jahresbeginn hat sich die Notierung um rund 15% erhöht (vgl. Grafik 1), und über die vergangenen zwölf Monate hat Gold (+32%) den US-Leitindex S&P 500 (+0,2%) abgehängt. Auch in Franken, Euro oder Pfund notiert der Preis für das Edelmetall auf Rekordhoch.

«Investoren flüchten in Vermögenswerte, die kein Gegenpartierisiko aufweisen»

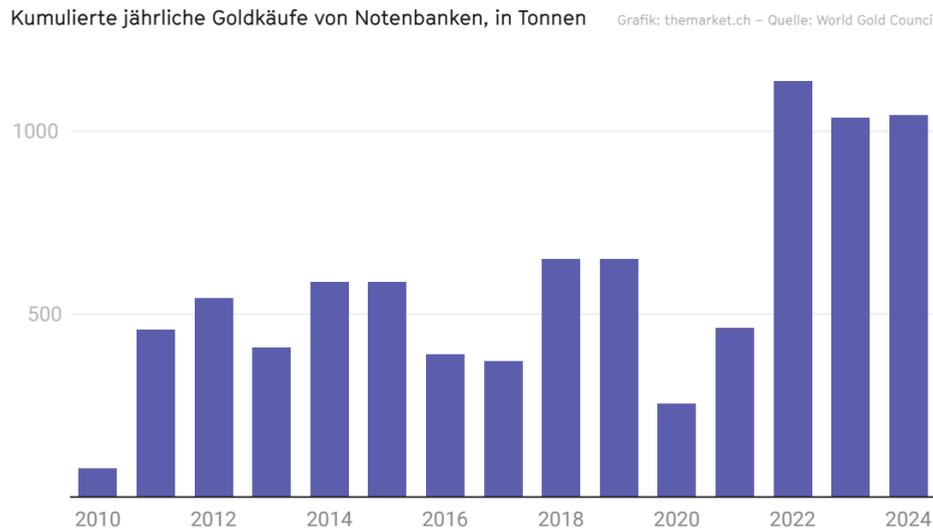
Anleger schätzen, dass das Metall beständig ist und sein Angebot nur langsam zunimmt. Gemäss dem Vermögensverwalter Kopernik wächst das globale Goldangebot um bloss etwa 2% pro Jahr. Deutlich rasanter wachsen die globalen Schulden. Wie der vor kurzem publizierte OECD Global Debt Report illustriert, haben die Industrieländer die Ausgabe von neuen Staatsanleihen in den vergangenen zehn Jahren von 8 auf 15,7 Bio. \$ im Jahr 2024 verdoppelt. Für das laufende Jahr sollen die neuen Schulden auf rekordhohe 17 Bio. \$ klettern. Nicht besser sieht es in den Schwellenländern aus: Sie haben die neu ausgegebenen Staatsanleihen von 1,4 auf 2,8 Bio. \$ erhöht. Ein Ende des Trends ist nicht in Sicht.

Damit fragt sich, wer all diese Papiere absorbieren soll und wie es um die Schuldentragbarkeit für die Staaten steht, wenn die Zinsen steigen. Die USA geben schon heute mehr für den Schuldendienst aus als für die Verteidigung. Länder wie Frankreich weisen ebenfalls seit Jahren erhebliche Fiskaldefizite aus – und nun springt auch noch Deutschland auf den Zug auf. «Volkswirtschaften, die durch eine extreme Verschuldung belastet sind, erreichen unweigerlich einen Punkt, an dem Anleiheninvestoren beginnen, entweder erhöhte Ausfallrisiken oder die Notwendigkeit einer inflationären Politik zum Abbau der Schuldenlast einzupreisen», warnt Tavi Costa vom Vermögensverwalter Crescat Capital. Nicht wenige Marktteilnehmer befürchten

1) Gold: Die Marke von 3000 \$ ist überwunden



2) Notenbanken kaufen fleissig Gold



deshalb eine neue Phase der finanziellen Repression, in der die Notenbanken die Leitzinsen stark senken und langfristige Staatsanleihen aufkaufen, um die Renditen am langen Ende der Zinskurve zu drücken.

Die jüngste Drosselung des Bilanzabbaus durch die US-Notenbank (Fed) könnte ein erster Hinweis sein. Zudem hat in den USA, der Eurozone und auch in der Schweiz bereits ein neuer Zinssenkungszyklus eingesetzt, was das Halten von Gold wieder attraktiver macht. Gedankenspiele der Trump-Regierung, wonach ausländische Gläubiger der USA eine Umwandlung ihrer Schuldpapiere in unverzinsten Jahrhundertanleihen akzeptieren sollen, sind wenig vertrauensfördernd und lassen Anleger in Vermögenswerte ohne Gegenpartierisiko flüchten.

Notenbanken stocken auf

Gold rückte bereits in den Vordergrund, als der Westen die Reserven der russischen Zentralbank nach dem Einmarsch in die Ukraine einfro. Seither machen sich Währungshüter

vermehrt Gedanken darüber, wie sie ihre Reserven diversifizieren können. Insbesondere in den Schwellenländern lässt sich seit her ein Umschichten in Gold beobachten, um ihre Abhängigkeit insbesondere vom Dollarsystem zu mindern. So haben die Zentralbanken seit 2022 jedes Jahr mehr als 1000 Tonnen Gold gekauft (vgl. Grafik 2). Für das laufende Jahr rechnet die Grossbank UBS mit Käufen von 950 bis 1000 Tonnen – wiederum deutlich mehr als der langjährige Durchschnitt von etwas unter 500 Tonnen. Da die Minderung der Abhängigkeit von Dollarvermögenswerten ein strategisches Ziel vieler Notenbanken darstellt, ist ihre Preissensitivität zudem gering.

Bislang gehörten vor allem Notenbanken aus Schwellenländern wie China, Indien, Polen und der Türkei zu den fleissigen Käufern. Was aber, wenn auch das Fed seine Reserven aufstocken würde? Tavi Costa von Crescat Capital ist überzeugt, «dass die Vereinigten Staaten letztlich eingreifen müssen, indem sie ihre Goldreserven ausbauen, um ein gewisses Mass an fiskalischer und geldpolitischer Dis-

In Kürze:

- Unsicherheit und Inflations-sorgen beflügeln Gold
- Notenbanken sind gewichtige Käufer
- Silber ist zurückgeblieben und birgt Aufholpotenzial

ziplin wiederherzustellen, das im Verhältnis zu ihren wachsenden Schuldenverpflichtungen steht». Behält er recht, dürfte Gold einen beträchtlichen Schub erhalten.

Zögerlicher Zufluss in ETF

Trotz Rekordjagd und Notenbankkäufen hält sich das Interesse der breiten Öffentlichkeit in Grenzen. Zwar liess sich zuletzt wieder ein Zufluss in ETF erkennen, das Ausmass ist indes überschaubar. Vom zyklischen Tief Anfang 2024 bei 80,5 Mio. Unzen haben die vom Datenanbieter Bloomberg erfassten Gold-ETF bis heute einen Anstieg um lediglich rund 7,5 Mio. Unzen erfahren. Das Höchst vom Herbst 2020 bei 111,3 Mio. Unzen, als Gold bei rund 1900 \$ notierte, ist noch weit entfernt. Es besteht demnach reichlich Aufholpotenzial.

«Das Interesse der breiten Öffentlichkeit an Gold ist immer noch vergleichsweise gering»

Nach dem rasanten Anstieg dürfte sich mancher Anleger fragen, ob das Edelmetall nicht zu teuer geworden ist. «Nein», sagen die Analysten vom Vermögensverwalter Kopernik. Sie setzen u.a. die US-Goldreserven ins Verhältnis zur Basisgeldmenge und kommen zum Schluss, der Goldpreis sei immer noch zu tief. So hat das Fed die Geldmenge seit 2008 von 900 Mrd. auf derzeit 5,6 Bio. \$ ausgeweitet, was einem jährlichen Wachstum von 12% entspricht. Derweil verharren die offiziellen Goldreserven der USA seit vielen Jahren konstant knapp über 8000 Tonnen.

Weiterer Aufwärtsdruck

Trotz rekordhohem Goldpreis erreicht der Golddeckungsgrad derzeit gegen 14%. Der Durchschnitt der vergangenen hundert Jahre betrug rund 42%. «Damit sich dieses Verhältnis normalisiert, muss entweder die Geldmenge drastisch sinken, was angesichts der Verschuldung in den USA extrem unwahrscheinlich ist, oder der Goldpreis muss weiter steigen», schliessen die Kopernik-Strategen. Mittlerweile werden auch die Banken opti-

Tabelle 1: an der Schweizer Börse gehandelte Gold-ETF

Tabelle: themarket.ch – Quellen: Bloomberg, SIX

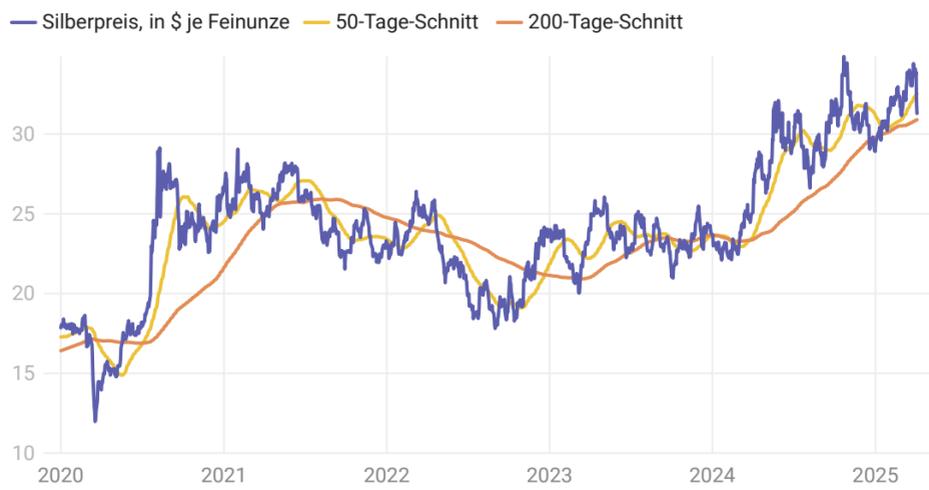
ETF	ISIN	Ticker	Handels-währung	Währungs-gesichert	TER, in %	Fondsvolumen, in Mio.	Kursveränderung über 12 Monate, in %
iShares Gold CHF Hedged ETF (CH)	CH0104136285	CSGLDC SE Equity	CHF	Ja	0,22	462	26,2
Raiffeisen ETF - Solid Gold Ounces A-Klasse CHF	CH0134034849	RGLDO SE Equity	CHF	Nein	0,27	438	25,4
Swisscanto (CH) Gold ETF EA CHF	CH0139101593	ZGLD SE Equity	CHF	Nein	0,40	13'258	24,3
UBS ETF (CH) - Gold (USD) A-dis	CH0106027193	AUUSI SE Equity	USD	Nein	0,23	3825	31,5

6,6% Durchschnittliche reale Rendite für US-Aktien pro Jahr seit 1900, in Dollar

Quelle: UBS Global Investment Returns Yearbook 2025

3) Silber: Wann kommt es zum Ausbruch nach oben?

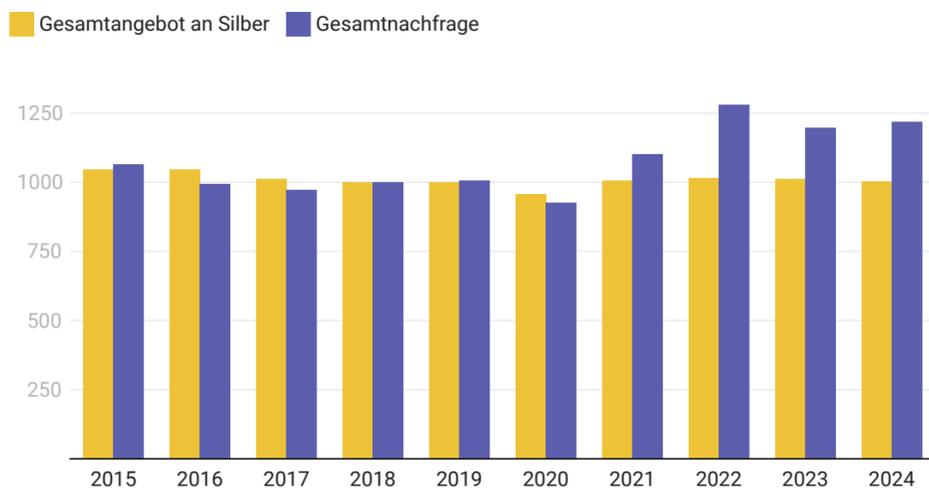
Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



4) Silber: Nachfrage seit Jahren deutlich grösser als Angebot

In Mio. Unzen

Grafik: themarket.ch – Quelle: The Silver Institute



mistischer. Vor kurzem kommunizierte UBS, dass sich der Goldpreis gemäss ihrem Aufwärtsszenario entwickelt, weshalb sie neu mit einem Anstieg auf 3200 \$ rechnet. Auch die Zürcher Kantonalbank meint, «der Grundtenor bleibt aufwärts gerichtet». Goldman Sachs hat ihr Preisziel auf 3300 \$ erhöht, und Rohstoffanalyst Michael Widmer von Bank of America hat seine Prognose für den Goldpreis auf 3500 \$ pro Unze angehoben.

Zollankündigungen Donald Trumps für massive Abgaben sorgten. Innerhalb von zwei Tagen wurden die Preisavancen von rund drei Monaten zunichtegemacht. Seit Jahresbeginn resultiert immerhin noch ein Plus von rund 1,5% (vgl. Grafik 3).

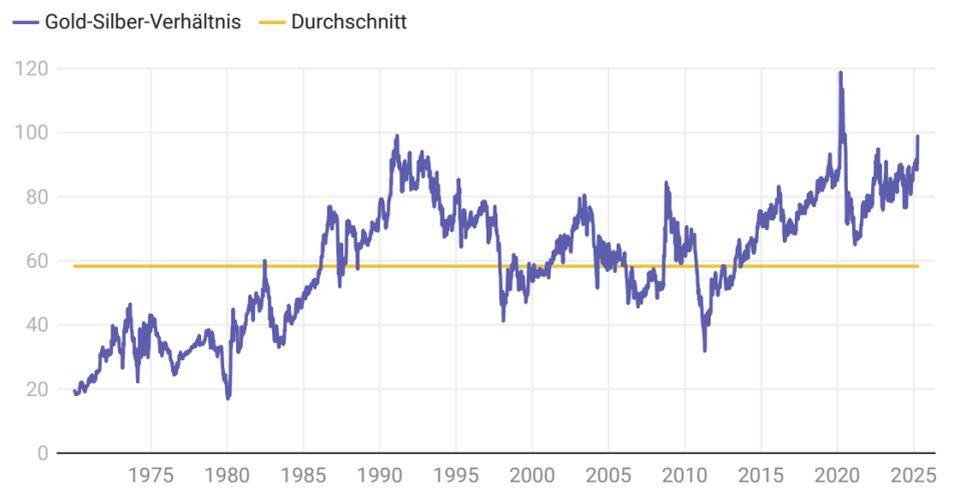
«Seit 2021 übersteigt die Nachfrage nach Silber das Angebot deutlich»

Der Trend dürfte dennoch bald wieder nach oben zeigen. Denn während Gold nur knapp unter dem Rekordhoch notiert, ist der Silberpreis immer noch weit vom historischen Höchst von rund 50 \$ entfernt – berücksichtigt man die Inflation, fällt der Abstand noch weitaus grösser aus. Dass Gold zudem lange die Nase vorn hatte, ist ungewöhnlich, denn historisch war Silber eine «High-Beta-Version» von Gold: Befand sich Gold in einem Bullenmarkt, verzeichnete Silber in der Regel kräftigere Avancen, musste im Gegenzug in Bärenmärkten dafür stärker Federn lassen.

«Der vergleichsweise flache und weniger liquide Markt von Silber macht es im Vergleich zu Gold volatil», warnt deshalb auch Roukaya Ibrahim, Rohstoffstrategin beim kanadischen Analysehaus BCA Research. Im Vergleich zu Gold ist der Anteil der industriellen Nachfrage zudem deutlich höher – rund 70% der

5) Im Vergleich zu Gold ist Silber günstig

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



Silberproduktion werden industriell genutzt (beim Gold sind es nur rund 7%), lediglich 30% entfallen auf Schmuck und Investitionen. Begehrt ist Silber unter anderem, weil es ein ausgezeichneter Strom- und Wärmeleiter, aber auch flexibel und korrosionsbeständig ist, weshalb es häufig für Solarpanels und elektronische Komponenten verwendet wird. Seit Jahren ist die Nachfrage robust und übersteigt das Angebot deutlich. Wie Daten des Silver Institute, der Branchenorganisation der Silberproduzenten, zeigen, besteht seit 2021 ein deutlicher Nachfrageüberhang. Allein 2024 belief sich das geschätzte Silberdefizit auf 215 Mio. Unzen (vgl. Grafik 4). Besserung ist nicht in Sicht.

zeigt. In den 24 Monaten nach der letzten Zinserhöhung des Fed stieg der Silberpreis – mit der Ausnahme der Periode, als die Technologieblase platzte – in der Vergangenheit jeweils deutlich.

Auch punkto Silber warten ETF-Investoren ab. Die von Bloomberg erfassten Silber-ETF halten derzeit etwa 720 Mio. Unzen, was deutlich unter dem im Februar 2021 erreichten Höchst von 1000 Mio. Unzen liegt. Anders als bei Gold liess sich in den vergangenen Wochen keine Belebung erkennen – trotz festem Silberpreis. Kehrt das Interesse der ETF-Anleger zurück, sorgt das für zusätzlichen Rückenwind.

Hoher Bedarf in der Photovoltaik

Einerseits tendiert die Fördermenge der Minen seit rund zehn Jahren leicht nach unten. Andererseits hat die Nachfrage nach physischem Silber zugenommen. Insbesondere im Bereich der Photovoltaik (sprich: Solarzellen) ist der Bedarf in der vergangenen Dekade in die Höhe geschneit – von rund 60 Mio. Unzen 2015 auf 230 Mio. Unzen im abgelaufenen Jahr. Und es sieht nicht danach aus, dass der Trend hin zu grünen Energien bald abflaut. Neue Verfahren wie die TOP-Con-Technologie benötigen tendenziell sogar mehr Silber pro Solarpanel, sodass der Bedarf hoch bleiben sollte.

«Im historischen Vergleich mit Gold ist Silber überaus günstig bewertet»

Auch die relative Bewertung ist unüblich attraktiv. Das Verhältnis von Gold- zu Silberpreis schwankte in den vergangenen fünfzig Jahren zwischen ungefähr 17 und 120 – derzeit erhält man für eine Unze Gold fast 100 Unzen Silber (vgl. Grafik 5). Das liegt deutlich über dem langfristigen Durchschnitt von knapp unter 60. Sollte der Silberpreis zu diesem Wert zurückkehren (bei gleichzeitig stabilen Goldnotierungen), würde das einen Anstieg um rund 70% auf mehr als 50 \$ pro Unze implizieren. «Aus der Perspektive der geologischen Reichhaltigkeit gibt es 28 Unzen Silber für jede Unze Gold, was viel niedriger ist, als das aktuelle Marktverhältnis impliziert», schreiben die Experten des Vermögensverwalters Kopernik – auch das lässt höhere Notierungen erwarten. Das Gleiche gilt zudem, wenn man Silber ins Verhältnis zur Geldmenge setzt.

Marktbeobachter erwarten jedenfalls einen anhaltenden Aufwärtsdruck auf den Preis des Edelmetalls: «Der Silberpreis scheint nach oben zu explodieren, da das Angebot sehr knapp und physisches Silber nur schwer zu bekommen ist», meint Heinz Isler, Berater institutioneller Investoren in Genf mit langjähriger Erfahrung im Rohstoffsektor. Dominic Schnider, Analyst bei UBS, ist ebenfalls optimistisch: «In unserem Basisszenario, das von einer leichten Erholung der Industrieproduktion ausgeht, dürften Silber und Kupfer besser abschneiden als Gold.» Eine ausgeprägtere Verlangsamung des US-Wachstums stelle allerdings ein Risiko dar. Rohstoffanalyst Ole Hansen von der Saxo Bank geht davon aus, dass der Silberpreis in diesem Jahr auf 44 \$ pro Unze klettern wird.

Wer Silber ins Portfolio mischen möchte, findet eine Auswahl von an der Schweizer Börse kotierten ETF (vgl. Tabelle 2).

Fruchtbares Umfeld

Der Zinszyklus spricht ebenfalls für das Edelmetall, wie Ronald Stöferle vom Liechtensteiner Vermögensverwalter Incrementum in seinem «In Gold We Trust»-Report auf-

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/t121



Tabelle 2: an der Schweizer Börse gehandelte Silber-ETF

Tabelle: themarket.ch – Quellen: Bloomberg, SIX

ETF	ISIN	Ticker	Handels-währung	Währungs-gesichert	TER, in %	Fondsvolumen, in Mio.	Kursveränderung über 12 Monate, in %
Swisscanto (CH) Silver ETF EA CHF	CH0183135976	ZSIL SE Equity	CHF	Nein	0,60	2420	3,9
Swisscanto (CH) Silver ETF EA USD	CH0183136008	ZSILUS SE Equity	USD	Nein	0,60	2420	9,6
Swisscanto (CH) Silver ETF EAH CHF	CH0183136024	ZSILHC SE Equity	CHF	Ja	0,60	2420	5,1
UBS ETF (CH) - Silver (USD) A-dis	CH0118929048	SVUSA SE Equity	USD	Nein	0,45	276	10,2

IMPRESSUM

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

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

Folgen Sie The Market

X: [@TheMarket_CH](https://twitter.com/TheMarket_CH)
 LinkedIn: [/company/the-market-ch](https://www.linkedin.com/company/the-market-ch)
 Facebook: [/TheMarketCH](https://www.facebook.com/TheMarketCH)
 Newsletter: go.themarket.ch/newsletter

Leserservice

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

Abonnement

Probe-Abo 1 Monat: CHF 1.-
go.themarket.ch/beilage
 Abo 1 Monat: CHF 37.-
 Abo 6 Monate: CHF 210.-
 Abo 1 Jahr: CHF 369.-

Kombi-Spezialpreis für NZZ-Abonnentinnen und -Abonnenten:

Abo 6 Monate: CHF 169.-
 Abo 1 Jahr: CHF 296.-

Redaktion

Gabriella Hunter (GAH), Chefredaktorin
gabriella.hunter@themarket.ch

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

Manuel Boeck (MBO)
manuel.boeck@themarket.ch

Mark Bösch (MB)
mark.boesch@themarket.ch

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

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

Arne Gottschalck (AG)
arne.gottschalck@themarket.ch

Ulrich W. Hanke (UWH)
ulrich.hanke@themarket.ch

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

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

Angela Maier (AM)
angela.maier@themarket.ch

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

Carla Palm (PA)
carla.palm@themarket.ch

Freie Autorinnen und Autoren

Lyn Alden (New York)
 Charles Biderman (Sacramento)
 Thierry Borgeat (Zürich)
 Marc Chandler (New York)
 Alfons Cortés (Vaduz)
 Kevin Duffy (Philadelphia)
 Jens Ehrhardt (München)
 Patrick Eugster (Zürich)
 Peter Frech (Zürich)
 Louis-Vincent Gave (Hongkong)
 Stefan Gerlach (Zürich)
 Dylan Grice (London)
 Daniel Haase (Hamburg)
 Erwin W. Heri (Zürich)
 Peter E. Huber (Frankfurt)
 Alexander M. Ineichen (Zug)
 Ralf Kubli (Zürich)
 Jürg Lutz (Zürich)
 Martin Lück (Frankfurt)
 George Magnus (London)
 Howard Marks (Los Angeles)
 Simon Mikhailovich (New York)
 Michael Pettis (Peking)
 Heinz-Werner Rapp (Bad Homburg)
 David Rosenberg (Toronto)
 Bill Smead (Phoenix)
 Anne Stevenson-Yang (New York)
 Ronald-Peter Stöferle (Schaan)
 Zoltan Szelyes (Zürich)
 Beat Thoma (Zürich)
 Philippe Welti (Zürich)
 Bryan Whalen (Los Angeles)
 William R. White (Toronto)
 Daniel Woker (Zürich)
 Georg von Wyss (Schwyz)
 Jörg Wuttke (Washington)
 Nicolas Zahn (Zürich)
 Luigi Zingales (Chicago)
 Felix W. Zulauf (Zug)

Beratung und Verkauf

Ana Micic
 (Lead Finance Media Partnerships)
ana.micic@audienzz.com
 Telefon +41 79 547 94 74

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

Basil Flüeli (Leiter Lesermarkt)
basil.flueeli@themarket.ch
 Telefon +41 44 468 20 27

The Market Media
 Aemtlerstrasse 96a
 CH-8003 Zürich
 Telefon +41 44 468 20 20

Mediadaten

go.themarket.ch/mediadaten

Konzeption und Gestaltung der Beilage

Laurent Burst

Bildnachweise

Alle Charts: The Market
 Alle Illustrationen und Bildverfremdungen:
 Laurent Burst
 Alle Porträtbilder der Autorinnen und
 Autoren: zur Verfügung gestellt
 S. 1: Daniel Torok/The White House
 S. 3: Kent Nishimura/Bloomberg
 S. 6-7: zur Verfügung gestellt
 S. 11-12: zur Verfügung gestellt

the market
NZZKaufen, verkaufen
oder halten?

Treffen Sie fundierte Investment-Entscheidungen
 mit den Analysen von The Market.



go.themarket.ch/beilage

Jetzt
 30 Tage lesen
 für nur 1.-

Besser informiert. Besser investiert.



MEINUNG

Hinter den Zollmauern

Der globale Handelskrieg eskaliert. Strafzölle als Gegenmassnahme erscheinen vielen Politikern als patriotische Pflicht. Vor allem aber steigt die Versuchung, die heimische Industrie zu protegieren. Ländern hinter den Zollmauern drohen Stagnation und Inflation. Das hat Konsequenzen für Investoren, besonders am Anleihenmarkt. **Von Peter Frech**

Die Börse brach ein, als der Präsident die neuen Zölle in Kraft setzte. Die Verordnung war das Startsignal für die Verbreitung des Protektionismus über die ganze Welt. Die Märkte und die internationale Arbeitsteilung wurden behindert und die amerikanischen Konsumenten weiter belastet.

Das Jahr war nicht 2025, sondern 1930. Der Bericht stammt aus Murray Rothbards Standardwerk «America's Great Depression». Damals hatte der Kongress die Smoot-Hawley-Zölle beschlossen, und Präsident Hoover segnete sie ab. Heute kann Präsident Trump allein mit einer Verordnung Handelsstrahlen etablieren. Mit den jüngsten Beschlüssen steigt die mittlere Zollquote in den USA auf den höchsten Stand seit den Dreissiger- und Vierzigerjahren.

Vormarsch des Protektionismus

Die Frage, wie sehr die neuen amerikanischen Zölle die internationale Arbeitsteilung dieses Mal schädigen werden, ist noch offen. Gut möglich, dass Trump schon bald wieder einen seiner Rückwärtssaltes hinlegt. Aber der globale Trend zu mehr Protektionismus ist zumindest in westlichen Industrieländern deutlich erkennbar. Schliesslich hat auch die EU kürzlich eine ganze Reihe von Zöllen gegen China erhoben, wobei vor allem Elektroautos im Visier waren.

«Zölle führen zu höheren Preisen und mindern den Lebensstandard»

Spätestens seit dem WTO-Eintritt 2001 ist die rapide Industrialisierung Chinas die grösste deflationäre Kraft auf der Welt: zuerst nur für einfache Güter wie Kleider, Plastikware und Konsumelektronik. Heute liefert China günstige Autos, pharmazeutische Grundstoffe, Baumaschinen, Schiffe, Züge und sogar Nuklearreaktoren. Schon bald werden es Flugzeuge, High-End-Computerchips, Roboter und Biotech-Produkte sein.

Länder, die sich über Zölle dieser deflationären Kraft Chinas verschliessen, werden es fast zwangsläufig mit höheren Inflationsraten bezahlen. Nach den Berechnungen von Empirical Research werden die US-Konsumentenpreise durch Trumps Zölle um rund 0,75 Prozentpunkte anziehen.

Negative Effekte dominieren

Eine aktuelle Studie des amerikanischen National Bureau of Economic Research bestätigt diese Gefahr: Zölle führen zu höheren Preisen und vermindern den Lebensstandard. Zudem senken sie die Produktivität in den geschützten Sektoren. Wer sich nicht im globalen Wettbewerb behaupten muss, wird träge und schröpft die ihm ausgelieferte Kundschaft. Da Zölle über Gedeih und Verderb ganzer Wirtschaftszweige entscheiden, fördern sie Lobbyismus und Günstlingswirtschaft beim Staat. Ironischerweise eignen sich Zölle ganz entgegen Donald Trumps Absichten wenig zur Reduktion des US-Handelsdefizits. Globale Daten zeigen gemäss Bloomberg, dass

«Wirksam sind Zölle darin, die amerikanischen Handels- und Bündnispartner vor den Kopf zu stossen»

Länder mit hoher Zollquote in der Tendenz auch ein höheres Handelsdefizit aufweisen.

Die Hoffnung, mit den Zöllen zumindest den Aufstieg des globalen Rivalen China zu bremsen, ist ebenfalls illusorisch. Der Handelsüberschuss Chinas hat 2024 mit fast 1000 Mrd. \$ ein neues Rekordniveau erreicht. Nur noch rund 15% der chinesischen Exporte gehen in die USA, der niedrigste Stand seit dreissig Jahren. Die Hälfte der Ausfuhren geht bereits in andere Emerging Markets. Wirksam sind die Zölle jedoch darin, die amerikanischen Handels- und Bündnispartner vor den Kopf zu stossen, allen voran Kanada, Mexiko und die EU. Die USA sind das grösste Schuldnerland der Welt. Eine Gefahr von Trumps Politik ist es, den Ausländern den Kauf von amerikanischen Vermögenswerten zu vergraulen. Neben US-Staatsanleihen waren das vor allem Aktien. Die Netto-Investitionsposition der USA hat sich gemäss dem Internationalen Währungsfonds seit 2020 um satte 12 000 Mrd. \$ verschlechtert auf jetzt -23 600 Mrd. \$. Das heisst, Ausländer haben für diese gewaltige Summe mehr Investments in den USA als die Amerikaner im Rest der Welt.

Droht eine Dollarschwäche?

Überspitzt gesagt haben die Amerikaner in den vergangenen Jahren Tesla- und Microsoft-Aktien ins Ausland verkauft, um damit ihre Luxustrips nach Santorini und Paris zu finanzieren. Der amerikanische Staat hat mit den grössten Fiskaldefiziten seit dem Zwei-

Weltkrieg ebenfalls Milliarden aus aller Welt eingesaugt. Doch was geschieht, wenn die sprichwörtliche «Kindness of Strangers» endet? Wenn östliche Zentralbanken und europäische Finanzkonzerne weniger US-Staatspapiere halten wollen? Oder wenn deutsche Sparer lieber Rheinmetall- statt Nvidia-Aktien kaufen?

«Kriege haben ihre eigene unberechenbare Dynamik, Handelskriege auch»

Wir beobachten den fantastischen Anstieg des US-Aktienmarktes auf einen Anteil von 65% des globalen Börsenwerts schon länger kritisch (vgl. Grafik). Es ist gut möglich, dass mit der euphorischen Rally nach Donald Trumps Wahl der endgültige Gipfel im «American Exceptionalism» erreicht wurde.

Die Grafik zeigt auch den zyklischen Verlauf des relativen Anteils von US-Aktien an den Weltbörsen. Der letzte Gipfel war interessanterweise 2003, als mit George W. Bush schon einmal ein amerikanischer Präsident mit übersteigertem Selbstbewusstsein das Schicksal herausforderte und mit der Invasion des Iraks viel internationalen Goodwill verspielte. Es folgten Jahre mit Dollarschwäche und steigender Staatsverschuldung.

Die Ziele zur Verbreitung von Demokratie und Menschenrechten im Irak und in Afghanistan wurden dagegen nie erreicht. Kriege haben ihre eigene unberechenbare Dynamik, Handelskriege auch.

Wenig attraktive Staatsanleihen

Bei der Auswahl von Staatsanleihen spielt wie bei jedem Kreditgeschäft die langfristige Glaubwürdigkeit des Schuldners eine entscheidende Rolle. Gemäss der Fiskaltheorie des Preisniveaus hat dies direkte Auswirkungen auf den Wert des Geldes, sprich: die Inflation. Aus dieser Optik verlieren der Dollar und US-Papiere derzeit an Ansehen. Andere grosse Probleme vieler westlicher Industrieländer sind die schlechte Demografie, die über das Rentensystem die Haushaltslöcher vergrössert, und neuerdings vermehrt die geplante Wiederaufrüstung, die grosse Summen verschlingt, ohne Produktivitätsgewinne zu bringen. Verschanzt sich ein Land dann noch hinter Zollmauern und blockt die deflationäre Kraft billiger Importe aus Ländern wie China ab, ist mehr Inflation praktisch garantiert. Sowohl europäische als auch amerikanische Staatsanleihen sind vor diesem Hintergrund wenig interessant und locken auch nicht mit besonders hohen Zinsen. Die Zollmauern werden aber genau dort am meisten hochgezogen.

Industrieländer wie Australien, Kanada, die Schweiz oder Singapur dagegen weisen eine niedrige Verschuldung, dank Einwanderung eine bessere Demografie und vor allem keine Abschottungspolitik mit Zöllen auf. Grosse Aufrüstungsprogramme sind auch nicht geplant oder erforderlich. Das Gleiche gilt noch viel mehr für Schwellenländer wie Brasilien, Mexiko oder Indonesien.

Ist der Gipfel des «American Exceptionalism» erreicht?

Grafik: themarket.ch – Quellen: Jefferies



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 und 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/t123



WENN PAPIERGELD ALT AUSSIEHT, STRAHLT GOLD NOCH IMMER.

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.**