



# Erfolgreich anlegen in extremen Zeiten

Die Covid-19-Pandemie wird die Weltwirtschaft einbrechen lassen. An den Börsen herrscht Ratlosigkeit. Jetzt ist eine ruhige Hand am Steuer gefragt. Wo lauern an den Finanzmärkten Gefahren, wo eröffnen sich Chancen? The Market geht den wichtigen Fragen nach und bietet Navigationshilfe.

Börsen im Bewertungstest	Seite 6
Felix Zulauf im Interview	Seite 8
Die Kaufliste für nach der Krise	Seite 20
Die besten Dividendenzahler	Seite 22
Kampf gegen die Pandemie	Seite 28

## Wie die Krise «Big Tech» Schub verleihen könnte

Die Coronakrise verhilft den grossen Technologieunternehmen wie Amazon, Alphabet und Microsoft zu einer Position der Stärke – und zwar gleich in zweifacher Hinsicht.



Roman Przibylla  
Head investor Vontobel

Social Distancing ist das Gebot der Stunde. So versucht die Welt, die Infektionskette zu unterbrechen und, wenn auch die Verbreitung des Coronavirus nicht aufzuhalten ist, so doch hoffentlich zu verlangsamen. Nun hat die Weltgesundheitsorganisation darauf hingewiesen, dass es eigentlich nicht um Social Distancing im Sinne sozialer Isolation geht, sondern vielmehr um Physical Distancing.

#### Gemeinsames Feierabendbier über Skype

Dank der digitalen Kommunikationsmittel können soziale Kontakte gepflegt werden ohne physische Begegnung – die Treffen finden virtuell statt: Videokonferenzen ersetzen Sitzungen vor Ort, Veranstaltungen werden via Livestream durchgeführt und das gemeinsame Bier am Freitagabend findet vor dem Laptop zu Hause statt – verbunden über Skype.

Kein Zweifel, die Coronakrise verleiht der Digitalisierung einen kräftigen Schub. So hat Microsoft Teams, das die digitale Zusammenarbeit und Kommunikation unter Mitarbeitenden ermöglicht, einen massiven

Zuwachs an Nutzern erfahren. Oder Zoom erlebt eine boomende Nachfrage nach Videokonferenzen sowie auch Cisco Systems' Webex.

Und der Boom könnte keine vorübergehende Erscheinung sein: So ist auch der chinesische Tech-Riese Tencent überzeugt, dass die breitere Akzeptanz der Bevölkerung für digitale Dienste langfristige Auswirkungen auf das künftige Nutzerverhalten der Bevölkerung haben wird. Vor diesem Hintergrund hat der chinesische Präsident Xi Jinping Chinas Absicht bekräftigt, den Ausbau der digitalen Infrastruktur, wie 5G und Datenzentren noch zu beschleunigen.

#### Tech-Konzerne: Von den bad zu den good guys

Den großen Tech-Konzernen wie Alphabet, Microsoft und Facebook, die bis vor kurzem noch unter Kritik standen wegen ihrer Machtfülle und dem umstrittenen Umgang mit den Daten, weht nun ein lauerer Wind entgegen: Sie befinden sich in einer guten und finanziell komfortablen Position, die Bedürfnisse nach besserer digitaler Infrastruktur zu befriedigen. Mit prall gefüllten Kassen sind sie in der Lage zu investieren und, wo nötig, ihre Palette mit Übernahmen zu vervollständigen.

Neben den «Big Tech» könnten auch Unternehmen im Bereich der künstlichen Intelligenz, 5G, Subscription Economy und Industrie 4.0 zu den Profiteuren dieser Entwicklung gehören. Für Anleger könnte dies eine gute Gelegenheit sein, in dem noch unsicheren Umfeld nicht auf Einzelaktien zu setzen, sondern breit diversifiziert in diese Technologie-Trends zu investieren.

TRACKER ZERTIFIKAT (1300) AUF BASISWERT	ISIN	WHG	LAUFZEIT	INDEXGEBÜHR P.A.
Solactive 5G Technology Performance-Index	CH0441918965	CHF	Open End	1.2%
	CH0441918957	EUR		
	CH0441918924	USD		
Solactive Artificial Intelligence Performance-Index	CH0377372468	CHF	Open End	1.2%
	CH0377372476	USD		
Solactive Subscription Economy Performance-Index	CH0450810749	CHF	Open End	1.2%
	CH0450806721	USD		

Mehr erfahren  
[investerest.com](https://www.investerest.com)

Platforms and Services

## MEINUNG

## Die Fragilität der Monokultur

Die Coronakrise stürzt die Weltwirtschaft in eine Rezession. Doch Sars-CoV-2 ist bloss der Auslöser des Bebens, nicht aber die Ursache der Fragilitäten im Wirtschaftssystem. **Von Mark Dittli**

Das mächtigste Wesen auf der Erde im Frühjahr 2020 ist ein Nukleinsäurestrang von rund einem Zehntausendstel Millimeter Grösse. Das auf den Namen Sars-CoV-2 getaufte Coronavirus hat per Ende März mehr als 30'000 Menschenleben gefordert, weite Teile der Weltwirtschaft lahmgelegt und an den Aktienmärkten den schnellsten Einbruch aller Zeiten provoziert.

Zahlreiche Volkswirtschaften, vor allem die USA und die Staaten Westeuropas, werden einen Rückgang ihrer Wirtschaftsleistung erleben, der prozentual betrachtet wahrscheinlich die Dimensionen der Grossen Depression übertrifft. Regierungen sprechen Billionen für Hilfsmassnahmen, die Zentralbanken pumpen Liquidität wie nie zuvor. Es ist evident: Es wird eine Welt vor und eine Welt nach der Pandemie geben.

In diesem Umfeld liegt es nahe, die Turbulenzen in Weltwirtschaft und Finanzmärkten einzig auf das Coronavirus zurückzuführen. Doch das wäre falsch. Das Virus bringt Fragilitäten an die Oberfläche, die seit Jahren im System schlummerten. Nun brechen sie auf. Sars-CoV-2 ist bloss der Auslöser für das Beben, nicht aber die Ursache der Fragilitäten.

## Die Rache des «Irish Lumpen»

Der Mensch liebt Monokulturen, auf maximale Effizienz und Ertrag optimierte Systeme. Doch die Natur verabscheut sie. Das ist eine Erfahrung, die eine Million Menschen in Irland 1847 mit dem Leben bezahlte, als die Knollenfäule das Hauptnahrungsmittel auf der Insel, die Kartoffelsorte «Irish Lumpen», in ungeniessbaren Schleim zersetzte. Die Weltgeschichte birgt unzählige Beispiele von menschlich geschaffenen, optimierten Monokulturen, die sich in fataler Weise als höchst fragil herausgestellt haben.

Das im Verlauf der vergangenen gut dreissig Jahre aufgebaute Weltwirtschaftssystem ist ebenfalls eine Art Monokultur. Und auch sie erweist sich als zu fragil, um den Stresstest der Pandemie zu bestehen.

Konkret sind es drei Monokulturen, deren Schwächen nun an die Oberfläche treten: erstens das System der weltweit verzweigten, filigranen Lieferketten. Zweitens die unter Managern und Investoren weit verbreitete Idee, Unternehmensbilanzen liessen sich mithilfe von Schulden optimieren. Und drittens die in Zentralbanken herrschende Gedanken-Monokultur, der Konjunktur- und Kreditzyklus lasse sich feinsteuern.

Es lohnt sich, diese drei miteinander verflochtenen Felder genauer zu betrachten.

## Bis zum Anschlag optimiert

Bis in die Achtzigerjahre was es weitgehend normal, dass ein Unternehmen das Design, die Prototypisierung, die Herstellung und den Verkauf seiner Produkte selbst erledigte. Die Öffnung und der Aufstieg Chinas ermöglichten es westlichen Unternehmen, einen immer grösseren Teil des an Wertschöpfung armen Mittelteils dieser Kette, die Produktion, auszulagern. Gleichzeitig gewann die Just-in-Time-Philosophie an Bedeutung, was es Unternehmen ermöglichte, ihren Lagerbestand abzubauen.

Die grenzüberschreitenden Lieferketten, die in den vergangenen dreissig Jahren auf diese Weise in der Weltwirtschaft aufgebaut wurden, sind an Effizienz kaum zu überbieten. Jedes Rad greift perfekt ins nächste, alles



fliessen. Ohne Zweifel: ein Wunder der Optimierung. Und, wie alle Organismen, die bis zum Anschlag optimiert sind, höchst fragil.

Schon die Überschwemmungen in Thailand und die Katastrophe von Fukushima 2011 sowie der letztjährige Handelskonflikt zwischen China und den USA haben die Fragilitäten der globalen Lieferketten offenbart. Die Coronakrise hat das Netz vollends reissen lassen. Wenn Komponenten aus dem Wirtschaftsraum Wuhan oder der Lombardei fehlen, sich Container im Hafen von Schanghai stapeln, weil Einfuhren in China zwei Wochen unter Quarantäne gestellt werden, dann stehen weltweit Betriebe still. Die Bevölkerung in Westeuropa realisiert erst jetzt, in der Krise, dass der Grossteil aller Grundstoffe für Pharmazeutika sowie fast alle Antibiotika und Schutzmasken in China hergestellt werden. Die Volksrepublik ist der «Irish Lumpen» des Westens.

## Fragwürdiges Mantra

Als nicht weniger fragil hat sich die zweite Monokultur, das Management-Mantra der optimierten Bilanzen, erwiesen. Die Just-in-Time-Produktion hat es erlaubt, Kapital aus Lagerbeständen zu befreien. Doch das war bloss der Anfang. Zu Tausenden haben Unternehmen über Jahre Schulden auf- und «überschüssiges» Eigenkapital abgebaut. Schliesslich, so besagt es die Finanztheorie, ist Fremdkapital günstiger als Eigenkapital.

Die Finanzkrise von 2008 unterbrach diese Entwicklung nur kurz; schon 2009 fand vor allem in den USA der Prozess der Bilanzoptimierung beschleunigt seine Fortsetzung. Krönung dieses «Financial Engineering» war, wenn Unternehmen Schulden aufnahmen und damit den Rückkauf eigener Aktien finanzierten. Allein die fünfhundert grössten US-Konzerne kauften zwischen 2009 und 2019 Titel im Wert von gegen 5000 Mrd. \$ zurück, während ihre Verschuldung auf einen historischen Höchstwert stieg.

Optimierung führt zu Fragilität. Die kurzfristig motivierten Manager haben vergessen, dass umsichtiges Wirtschaften auch bedeutet, mit Sicherheitsmargen zu arbeiten und Polster für schwierige Zeiten anzulegen. Das fehlt vielen Unternehmen heute.

## Greenspan's Irrweg

Die dritte Monokultur schliesslich betrifft das Denken in den Führungsetagen der mächtigen Zentralbanken. In den Jahren nach 1987, als Alan Greenspan die Nachfolge von Paul Volcker an der Spitze der US-Notenbank antrat, festigte sich unter den Währungshütern ein Selbstverständnis, wonach clevere Geldpolitik den Konjunkturzyklus bändigen und feinsteuern kann.

Diese «Greenspan-Doktrin», später im Fed fortgesetzt von Ben Bernanke, Janet Yellen und Jerome Powell sowie kopiert in Tokio, London und Frankfurt, hat vereinfacht gesagt das Ziel, Rezessionen möglichst zu verhindern und die Finanzmärkte vor Unfällen zu schützen. Auch das Selbstverständnis, die Inflation punktgenau auf knapp unter 2% steuern zu können, gehört dazu.

## «Stabilität trägt den Keim der Instabilität in sich»

Doch auch diese optimierte Geldpolitik birgt Fragilitäten. Erstens konditioniert sie die Teilnehmer an den Finanzmärkten zur Gewissheit, dass das Fed immer zu Hilfe eilen wird, falls die Kurse zu stark einbrechen. Zweitens nährt das wiederum die Gewissheit der Manager, dass sie die Unternehmensbilanzen bis zum Anschlag optimieren können. Drittens verhindert sie den reinigenden Prozess der Rezession, der die Exzesse des Booms beseitigt. Und viertens liegt in dieser optimierten Geldpolitik eine groteske Selbstüberschätzung einer Handvoll Menschen, die glauben, sie könnten ein komplexes, adaptives System wie die Wirtschaft und die Finanzmärkte feinsteuern.

## Kein Weg zurück

Diese drei Monokulturen – die Optimierung der Lieferketten, der Unternehmensbilanzen und der Geldpolitik – haben sich im Verlauf der vergangenen Jahre zu einem vordergründig stabilen System vereint, dessen Fragilitäten sich laufend aufbauten, aber lange Zeit unter der Oberfläche verborgen blieben. Um es in den Worten des grossen Ökonomen Hyman Minsky zu sagen: Die Stabilität trug den Keim der Instabilität in sich.

Das Coronavirus war bloss das letzte Sandkorn, das die Düne ins Rutschen brachte. Jetzt stürzt alles ein. Lieferketten sind gebrochen, überschuldete Unternehmen wanken (und flehen beim Staat um Hilfe), während die Zentralbanken im Verlauf des Monats März gefährlich nahe daran kamen, das Vertrauen der Finanzmärkte zu verlieren.

Selbstverständlich wird sich auch dieser Sturm legen; der Menschheit wird es gelingen, Sars-CoV-2 zu bändigen. Doch es wird für das Wirtschaftssystem keine Option sein, zur alten, optimierten Welt der verborgenen Fragilitäten zurückzukehren.

Wie wird die neue Welt aussehen? Kein umsichtig geführtes Unternehmen wird es sich künftig leisten können, von singulären Lie-

## In Kürze:

- Optimierte Lieferketten und Unternehmensbilanzen erweisen sich als fragil
- Monokultur in der Geldpolitik setzt falsche Anreize
- Robustheit wird wichtiger

ferketten aus einem Land abhängig zu sein. Das muss keine Deglobalisierung bedeuten, aber Unternehmen werden redundante, geografisch voneinander unabhängige Lieferketten aufbauen müssen. Das wird steigende Kosten verursachen, Gewinnmargen schmälern und zu höheren Preisen führen. Nicht mehr die reine Optimierung der Lieferketten wird im Zentrum stehen, sondern ihre Robustheit.

## Robust ist besser als optimiert

Das gleiche Prinzip muss in der Unternehmensfinanzierung zur Anwendung kommen. Robuste Bilanzen sind wetterfester als optimierte. Das wird höhere Eigenkapitalquoten, tiefere Eigenkapitalrenditen und weniger Aktienrückkäufe bedeuten. Der Begriff «Financial Engineering» gehört auf die Müllhalde der Wirtschaftsgeschichte.

Am schwierigsten wird es sein, die Monokultur der Notenbankpolitik zu verändern. Die Demut, den bisherigen Weg zu hinterfragen, wird von den Entscheidungsträgern kaum jemand aufbringen. Es ist aber anzunehmen, dass die Zentralbanken ohnehin am Ende ihrer 1987 begonnenen Reise angelangt sind. Sie haben jetzt alles in die Schlacht geworfen, um den Absturz des Systems zu verhindern. Es ist gut möglich, dass das nächste Kapitel – nicht heute, nicht nächsten Monat, nicht nächstes Jahr – Inflation heissen wird. Spätestens dann wird der Markt das Selbstverständnis der Notenbanker disziplinieren.

Jede Krise birgt Chancen. Die Chance von 2020 ist, dass ein Nukleinsäurestrang von rund einem Zehntausendstel Millimeter Grösse mit dem Namen Sars-CoV-2 den Weg zu einem robusteren Wirtschafts- und Finanzsystem ebnen wird.



Mark Dittli

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

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

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/z2013](https://go.themarket.ch/z2013)



## ANALYSE

## Ausnahmezustand an den Kreditmärkten

Weltweit haben die Schulden seit der Finanzkrise massiv zugenommen. Umso anfälliger ist das System, wenn es wegen der Coronaviruspandemie zur Rezession kommt. **Von Christoph Gisiger**

Der gegenwärtige Ausnahmezustand an den Finanzmärkten und die Notfallübungen von Notenbanken und Regierungen wecken böse Erinnerungen an die dunkelsten Stunden der Finanzkrise. Wie also lässt sich die aktuelle Entwicklung mit dem Credit Crunch von Ende 2008 vergleichen? Wo befinden sich heute die empfindlichsten Schwachstellen? Und vor allem: Wo könnte eine Kaskade von Zahlungsausfällen und Restrukturierungen drohen?

«Dieser Schock unterscheidet sich in wesentlichen Punkten von den Ereignissen vor rund zehn Jahren», sagt Emre Tiftik vom Institute of International Finance (IIF). «Damals konzentrierte sich die Kreditkrise primär auf die USA, gefolgt von den Schuldenproblemen in Europa», fügt er hinzu. «Heute hingegen haben wir es mit einem globalen Problem zu tun, wobei die Lage in atemberaubendem Tempo eskaliert ist.»

Exzesse an den Kreditmärkten waren die Hauptursache der Finanzkrise. Statt dass die Schulden abgebaut worden wären, hat sich die Situation seither verschärft – und zwar deutlich: Waren 2007 weltweit Kredite von 150'000 Mrd. \$ ausstehend, sind es heute annähernd 260'000 Mrd. \$ oder mehr als 320% des globalen Bruttoinlandprodukts (BIP, vgl. Grafik 1). Nach Regionen konzentriert sich ein Grossteil des Volumens auf Amerika und China. Doch auch in vermeintlich muster-gültigen Ländern wie der Schweiz hat sich die Verschuldung markant erhöht: Mit rund 200 Mrd. Fr. oder 30% des BIP ist sie auf Staatsebene zwar gering. Bei den Haushalten hingegen gehört sie mit rund 130% des BIP international zu den Spitzenreitern.

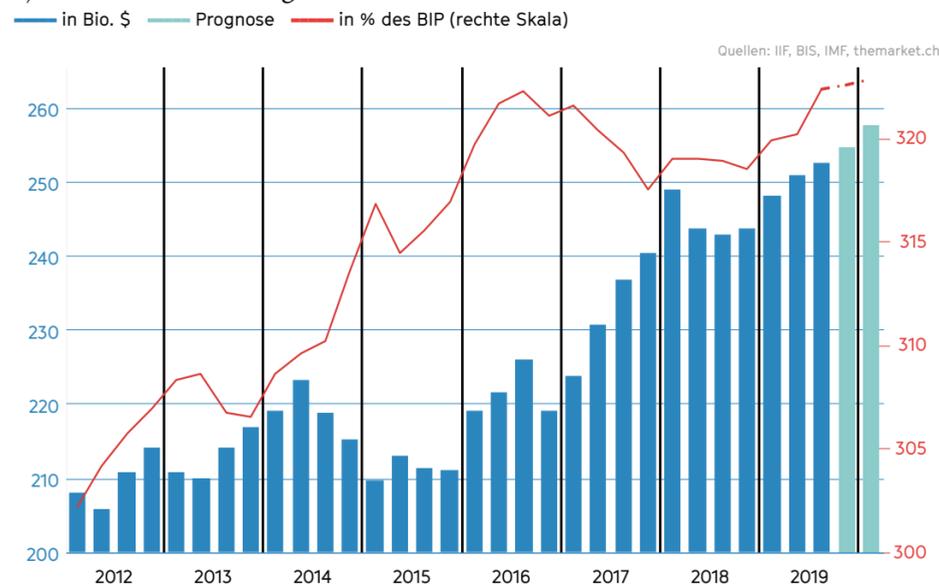
### Unternehmen als Sünder

Global betrachtet ist die Entwicklung in der Schweiz eine Ausnahme. Die Schulden von Haushalten und Banken haben sich seit der Finanzkrise zwar weltweit erhöht. Die grösste Zunahme spielte sich jedoch bei Regierungen und Unternehmen ausserhalb der Finanzbranche ab (vgl. Grafik 2).

Die Gründe für diesen Trend sind wenig umstritten. Rekordtiefe Zinsen haben viele Länder ermutigt, sich noch mehr zu verschulden. Ein Paradebeispiel sind die USA, wo das Budgetdefizit im Zuge von Steuerkürzungen und höheren Ausgaben in den letzten zwei Jahren jeweils auf rund 1000 Mrd. \$ oder 5% des BIP gestiegen ist – Dimensionen, die sonst für eine Rezession typisch sind.

Gleichzeitig haben die tiefen Zinsen Investoren in immer riskantere Segmente gedrängt.

### 1) Globale Verschuldung



Diese Jagd nach Rendite zahlte sich lange aus. Doch jetzt werden plötzlich die Gefahren ersichtlich, wobei das Risiko in den folgenden drei Bereichen am grössten ist:

#### 1. Angst vor Fallen Angels

Das Ausmass und die Dauer des drohenden Konjunkturabschwungs sind schwierig abzuschätzen. Offensichtlich ist aber, dass sich die Verschuldung im Unternehmenssektor verglichen mit der Gewinnentwicklung bereits seit Jahren auf hohem Niveau bewegt. Gemäss dem IIF belaufen sich Anleihen von Firmen ausserhalb des Finanzsektors gegenwärtig auf knapp 75'000 Mrd. \$ oder 93% des globalen BIP. Zum Vergleich: Vor der Finanzkrise betrug dieses Verhältnis 75%.

Ein genauerer Blick auf die Daten zeigt, dass die Zunahme primär auf Bonds mit einem BBB-Rating basiert. Mit der untersten Bonitätsstufe im Bereich Investmentqualität benotet, machen diese Obligationen in Europa und den USA inzwischen rund die Hälfte des Marktes aus. Problematisch daran ist, dass ein bedeutender Teil der aufgenommenen Fremdmittel nicht für nachhaltige Investitionen genutzt wurde, sondern für Aktienrückkäufe und andere Finanzspielereien.

In einer Rezession steigt die Gefahr, dass viele Unternehmen aus dem BBB-Segment zu einem Fallen Angel werden. Das heisst, ihr Kreditrating wird in den Bereich Junk heruntergestuft, womit ihre Bonds für die meisten institutionellen Anleger für ein Investment nicht mehr in Frage kommen.

«Die Folge sind Verkaufswellen, unter denen die Preise von BBB-Papieren zusammenbrechen», sagt dazu Raghuram Rajan im Interview mit The Market (vgl. S. 14/15). Für den Finanzprofessor an der Universität Chicago und vormaligen Chef der Zentralbank Indiens ist das eines der grössten Risiken im Finanzsystem.

Die Risikoprämien auf BBB-Bonds sind zuletzt denn auch rapid gestiegen. In den USA beispielsweise hat die Renditedifferenz zwischen BBB-Anleihen und als sicher geltenden Staatspapieren in wenigen Tagen rasant auf den höchsten Stand seit Sommer 2009 zugenommen (vgl. Grafik 3).

### «Die Risikoprämien auf BBB-Bonds sind so hoch wie seit Sommer 2009 nicht mehr»

Mit Kraft Heinz und Macy's waren zwei prominente US-Konzerne aus der BBB-Kategorie bereits vor den aktuellen Marktverwerfungen in den Bereich Junk heruntergestuft worden. Im März folgte mit Occidental Petroleum ein grosser Energiekonzern.

Eine Auswertung mit Hilfe des Datendienstes S&P Global ergibt, dass rund die Hälfte der fünfhundert grössten US-Unternehmen von Standard & Poor's derzeit mit einem BBB-

#### In Kürze:

- Die Unternehmen haben sich stark verschuldet
- Besonders exponiert sind BBB-Schuldner
- Die Schwellenländer leiden unter dem starken Dollar

Rating benotet wird. Bei fast fünfzig dieser Gesellschaften ist das Rating zudem mit einem Minuszeichen versehen, womit sie nur noch einen Hauch vom Prädikat Junk entfernt sind.

Dazu zählen mitunter der Casinobetreiber Las Vegas Sands, die Kreuzfahrtgruppe Royal Caribbean, der Autohersteller Ford, die Energiekonzerne HollyFrontier und Diamondback Energy, Delta Air Lines sowie die Halbleiterhersteller Broadcom und Micron Technology. In Europa hat die Ratingagentur Moody's vor Kurzem den Anleihen von Lufthansa die Bonitätsnote Investment Grade entzogen. Zu den bedeutenden BBB-Schuldnern, deren Rating zusätzlich ein Minuszeichen kennzeichnet, zählen gegenwärtig ArcelorMittal, HeidelbergCement, Peugeot und Clariant.

Da weitere Herabstufungen so gut wie sicher sind, stellt sich die Frage, wer momentan besonders viele BBB-Obligationen im Portfolio hat. Nach Daten von IIF haben in den USA zuletzt vor allem Versicherungen, Anlagefonds sowie Pensionskassen ihr Engagement in Unternehmensanleihen ausgebaut. Im Vergleich dazu sind institutionelle Anleger in Europa primär Risiken bei Anleihen von Banken und anderen Firmen aus der Finanzbranche ausgesetzt.

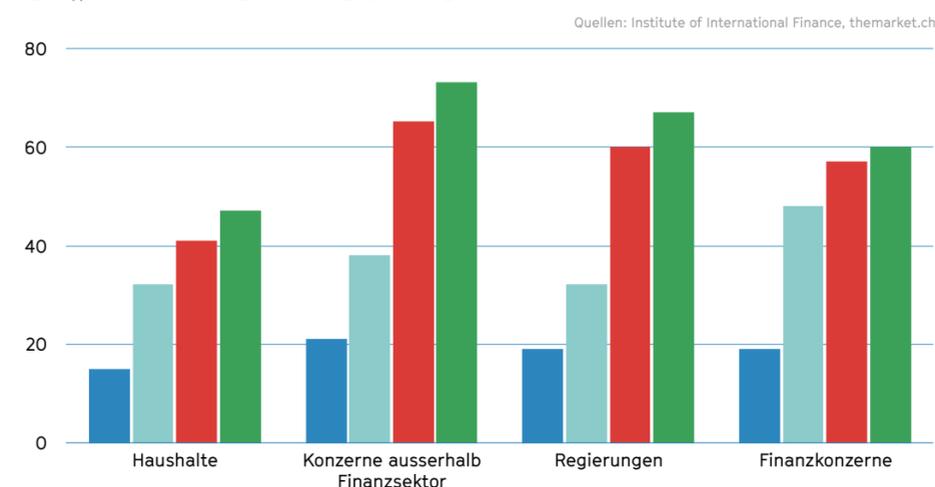
#### 2. Ausfallgefahr bei Junk Bonds

Ein zweiter Schwachpunkt ist der Markt für Hochzinsanleihen. In diesem Segment hatte sich bereits während der Eurokrise 2011/12 und während des Einbruchs der Ölpreise 2015/16 grosse Nervosität breitgemacht. Jetzt ist es erneut zu einem Panikschub gekommen, wobei Tempo und Wucht des Anstiegs der Risikoprämien bemerkenswert sind.

Die heftige Reaktion spiegelt Angst vor Restrukturierungen. Im 1500 Mrd. \$ umfassenden US-Markt für Junk Bonds sind gegenwärtig rund 30% der Anleihen notleidend (Distressed). Per Definition ist damit

### 2) Verschuldung nach Kategorien

in Bio. \$, — 1997 — 2007 — 2017 — 2019



### 3) Risikoprämie auf amerikanische BBB-Anleihen

Renditedifferenz gegenüber Staatsanleihen (in Prozentpunkten)



eine Renditedifferenz von 10 Prozentpunkten oder mehr zu Staatsanleihen gemeint.

«Der Kreditzyklus hat gedreht, weshalb wir für die kommenden Monate eine bedeutende Zunahme an Zahlungsausfällen erwarten», meinen dazu die Analysten von Bank of America. Konkret rechnen sie mit einer Ausfallrate von 9%. Im historischen Vergleich ist das eine eher konservative Annahme, zumal sich die Ausfallquote in einem Abschwung normalerweise auf rund 10 bis 12% beläuft.

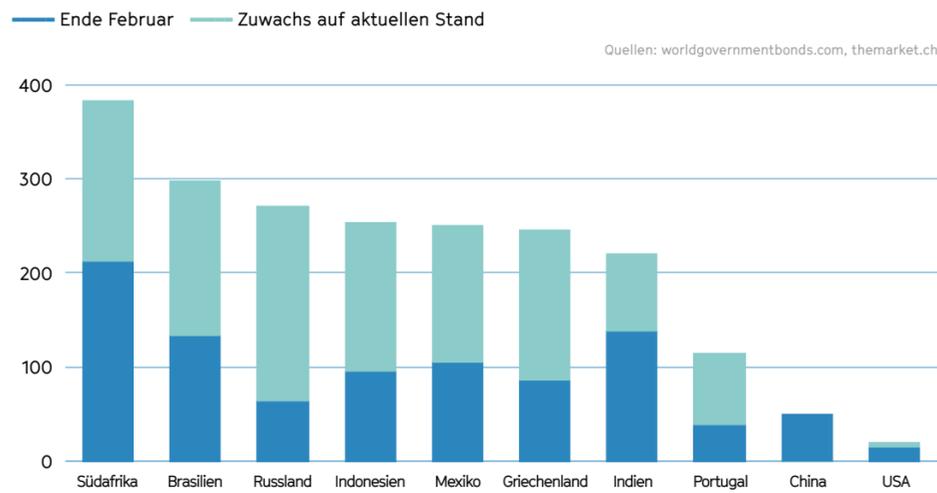
Wie bereits bei den Verwerfungen vor fünf Jahren ist der Druck erneut im Energiesektor besonders gross. Mit einem Anteil von knapp 17% ist er das grösste Segment im Markt für Junk Bonds. Viele US-Fördergesellschaften wirtschafteten bereits bei einem Ölpreis um 50 \$ nicht profitabel. Umso mehr in Schwierigkeiten geraten sie jetzt bei Notierungen von weniger als 25 \$.

## «In den Schwellenländern haben sich die Gesamtschulden seit 2010 mehr als verdoppelt»

Wie ernst die Situation für die amerikanische Fracking-Industrie ist, verdeutlicht die jüngste Forderung der Texas Railroad Commission. Der Regulator der Öl- und Gasindustrie in dem für die US-Energiebranche wichtigsten Bundesstaat spricht sich erstmals seit den Siebzigerjahren für eine Limitierung der Produktion aus.

### 4) Kosten für Kreditversicherung

Credit Default Swaps (CDS in Basispunkten) zur Absicherung auf fünf Jahre für Staatsanleihen



Auch in anderen Segmenten im Markt für Hochzinsanleihen mehren sich Anzeichen von Stress. Auffällig ist zudem, dass der Kurs grosser Junk Bond ETF zuletzt deutlich vom inneren Wert abgewichen ist, was auf Liquiditätsprobleme hindeutet.

Ausser im Bereich Energie ist es vorab in Branchen wie Airlines, Casinos, Restaurants und Hotels zu grösseren Verlusten gekommen, die direkt von der Covid-19-Pandemie betroffen sind. Mit dem Kabelbetreiber Frontier Communications konnte zudem ein erster grösserer Schuldner seine Zinsverpflichtungen nicht zeitgerecht erfüllen.

Angespannt sind die Nerven ebenso, was das KMU-Segment anbelangt. Kleine und mittelgrosse Firmen machen einen wesentlichen Teil des Junk-Bond-Marktes aus und sind im Vergleich zu Grosskonzernen tendenziell höher verschuldet. Auch verfügen sie in der Regel über weniger Reserven an

Barmitteln. Gemäss dem IIF beträgt das Verhältnis von Nettoschulden zum Ebitda bei kleinen und mittelgrossen Unternehmen durchschnittlich 1,9 respektive 2,5. Für Large und Mega Caps sind es hingegen 1,7 bzw. 0,9.

«Der KMU-Bereich gibt Anlass zu grosser Sorge», sagt dazu IIF-Kreditspezialist Emre Tiftik. «Gerät ein Kleinunternehmen mit den Zinszahlungen ins Hintertreffen, ist das keine grosse Sache. Wenn aber viele kleinere Firmen gleichzeitig einen Zahlungsausfall erleiden, droht eine Kettenreaktion.»

### 3. Emerging Markets unter Druck

Ein dritter «Hotspot» an den Kreditmärkten sind Anleihen aus Schwellenländern. In diesem Bereich haben sich die Gesamtschulden seit 2010 auf mehr als 70'000 Mrd. \$ verdoppelt. Sorgen um eine globale Rezession sowie der Einbruch der Rohstoff-

preise haben bereits einen Rekordabfluss aus Anlagefonds ausgelöst, die in Anleihen aus Emerging Markets investieren. Die Verunsicherung zeigt sich ebenfalls daran, dass die Kosten für Kreditversicherungen (CDS) auf Staatsanleihen von Schwellenländern rasch zunehmen. Das gilt speziell für Südafrika, Brasilien und Russland (vgl. Grafik 4).

Wie im Rest der Welt hat sich die Verschuldung im Unternehmenssektor auch in den Emerging Markets stark erhöht. Als problematisch erweist sich dabei, dass in Fremdwährungen aufgenommene Kredite in den letzten zehn Jahren von gut 4 auf rund 8,5 Mrd. \$ gestiegen sind. Mehr als 85% dieses Zuwachses basieren auf in Dollar denominierten Schulden.

Die rasante Aufwertung des Dollars bringt damit viele Konzerne aus Schwellenländern in eine heikle Lage. Das gilt speziell für Unternehmen aus dem Rohstoffsektor. Für sie geht ein festerer Dollar normalerweise mit höheren Exporteinnahmen einher. Dieser natürliche Hedge entfällt nun jedoch mit dem Einbruch der Rohstoffpreise.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/z2015



Für Marketingzwecke

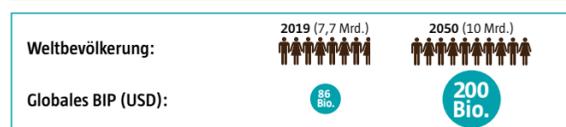
## «Smart Energy» - Eine Investition in eine kohlenstoffarme Energiezukunft

**Die Zukunft der Energie ist erneuerbar, elektrisch und digital vernetzt. Die Transformation des globalen Energiesektors ist in vollem Gange – und damit auch der Wettlauf um den Zukunftsmarkt der Energiewendetechnologien. Mit der Smart Energy Strategie von RobecoSAM können Anleger am Wachstumspotenzial der Technologieführer und innovativen Gewinnern dieser globalen Revolution partizipieren.**

Die Transformation des globalen Energiesektors hin zu «Smart Energy» – einer intelligenteren, ressourcenschonenderen Energieerzeugung/-nutzung, basierend auf erneuerbaren Energien – ist eine der grössten Herausforderungen der Menschheit. Zunehmende Umweltprobleme bei der Förderung konventioneller Energieträger und insbesondere die Auswirkungen des Klimawandels erhöhen massiv die Dringlichkeit eines schnelleren Umsetzens der Energiewende. Gleichzeitig mit dem Vordringen der erneuerbaren Energien müssen auch die Anstrengungen auf der Energieeffizienzseite verstärkt werden, um den Gesamtenergieverbrauchs-

stieg zu begrenzen. Dies gilt insbesondere für den Elektrizitätssektor, welcher durch einen stetigen Anstieg von neuen stromhungrigen Anwendungen der Konsumelektronik sowie des IT-Sektors herausgefordert wird.

### Wie lassen sich die CO<sub>2</sub>-Emissionen reduzieren?



**Die Energieintensität und CO<sub>2</sub>-Intensität müssen deutlich reduziert werden**  
**Es gibt nur zwei Lösungen: Energieeffizienz und erneuerbare Energien**  
 Durchsetzung von CO<sub>2</sub>-Emissionssenkungszielen, ohne Wählerstimmen zu riskieren: Politik folgt Technik

Quelle: RobecoSAM

### Investieren in die innovativen Gewinner der globalen Energiewenderevolution

Die RobecoSAM Smart Energy Strategie ist eine Anlage in die Transformation des globalen Energiesektors, ermöglicht durch saubere Energiequellen. Im Fokus der Strategie stehen Unternehmen, die wettbewerbsfähige und nachhaltige Lösungen für die Elektrifizierung der Energieversorgung, des Energiemanagements sowie der Energienutzung anbieten. Im RobecoSAM Smart Energy Fonds sind insbesondere Halbleiter- und Softwareunternehmen stark vertreten – denn für den Ausbau der «Smart Energy»-Systeme spielen sie eine wesentliche Rolle. Umfassende Daten- und Informationssysteme sind notwendig, um einer intelligenten Steuerung und Regelung der Energienetze Rechnung zu tragen. Vielfältigen Anwendungen auf Energieverbrauchsseite können mit hocheffizienten Leistungshalbleitern und entsprechenden Anstreuerschaltungen verlustärmer und damit energiesparender entwickelt werden.

## ROBECOSAM

We are Sustainability Investing.



### «Early-Mover»-Vorteile

RobecoSAM ist überzeugt, dass Investoren potenziell überdurchschnittliche Erträge generieren können, wenn sie den Fokus auf Unternehmen legen, die Lösungen für ökologische und soziale Herausforderungen bieten, und ihr Engagement in nicht nachhaltigen Sektoren und Praktiken begrenzen. Als Pionier des Sustainability Investing (SI) und themenorientierter Nachhaltigkeitsstrategien profitiert RobecoSAM von einer einzigartigen, langjährigen Erfahrung mit Anlagen in Nachhaltigkeitstrends und nachhaltig wirtschaftende Unternehmen. Die Fondspositionen der RobecoSAM Smart Energy Strategie werden in enger Abstimmung mit dem SI Research Team ausgewählt. Das Investmentteam analysiert die neuesten themenrelevanten Trends und Entwicklungen. Teilspektoren, die nach Einschätzung des Teams keine nachhaltigen Lösungen bieten, werden ausgeschlossen. Das Ergebnis ist ein hochkonzentriertes Anlageuniversum, dessen Schwerpunkt auf Marktsegmenten und Unternehmen mit nachhaltigen langfristigen Wachstumstreibern liegt. So investiert die RobecoSAM Smart Energy Strategie nur in erneuerbare Energieversorger – Kohle, Erdgas, Öl oder Atomkraft sind ausgeschlossen. Biokraftstoffe der ersten Generation sind aufgrund der mit ihrem Anbau verbundenen ineffizienten und nicht nachhaltigen Landnutzung ebenfalls nicht erlaubt. Bei der Bewertung der relativen Attraktivität der qualifizierten Teilspektoren wird eine eingehende Analyse sektorspezifischer Fundamentaldaten getätigt, unter Einschluss branchenspezifischer Nachhaltigkeitsfaktoren wie Änderungen der CO<sub>2</sub>-Emissionsvorschriften, staatlichen Energieeffizienz-Strategien oder Veränderungen des Verbraucherverhaltens

Für mehr Informationen: [www.robecosam.com](http://www.robecosam.com)



**Autor**  
**Dr. Thiemo Lang**  
 Head of Thematic Investing  
 Energy/Mobility/Materials

**Über RobecoSAM.** RobecoSAM ist ein Anlagespezialist und fokussiert sich seit seiner Gründung im Jahr 1995 exklusiv auf Sustainable Investing. RobecoSAM ermöglicht institutionellen Anlegern und Finanzintermediären Zugang zu langjährig erfolgreichen Investmentlösungen in Nachhaltigkeitsthemen. Alle Anlagestrategien von RobecoSAM sind so konzipiert, dass sie einen positiven Einfluss auf Umwelt oder Gesellschaft haben und aktiv zur Erreichung der UN-Ziele für nachhaltige Entwicklung (UN Sustainable Development Goals (SDGs)) beitragen. 25 Jahre Erfahrung in der Erforschung und Entwicklung von Sustainable Investing bilden die Grundlage für die Investitionsprozesse und die Messung deren Auswirkungen. Mit der selbstentwickelten Smart ESG-Methodik übernahm RobecoSAM auch eine Pionierrolle in der Anwendung von ESG-Daten in Faktormodellen.

**Wichtige rechtliche Hinweise:** Die Informationen in diesem Dokument wurden von der RobecoSAM AG Zürich («RobecoSAM») zusammengestellt und dienen lediglich zur Informations- und Werbezwecke ohne Anspruch auf Vollständigkeit. Dieses Dokument ist nur für professionelle Kunden bestimmt sowie für Personen, die beantragt haben, als professionelle Kunden behandelt zu werden oder die nach anwendbarem Recht zum Erhalt dieser Informationen befugt sind. Es wurde von RobecoSAM nicht als Anlage-Forschung erstellt, und es stellt keine Anlageberatung zum Kauf oder Verkauf bestimmter Wertpapiere oder Anlageprodukte und/oder zur Verfolgung von Anlagestrategien und/oder keine Beratung in rechtlichen, die Rechnungslegung oder die Steuern betreffenden Fragen dar. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts wird keine Haftung übernommen. Der Wert und die Rendite der Anteile können steigen oder fallen. Sie werden durch die Marktvolatilität sowie durch Wechselkurschwankungen beeinflusst. Die vergangene Performance ist kein Indikator für die laufende oder künftige Wertentwicklung. Die Performancewerte sind ohne die bei Ausgabe und Rücknahme und/oder dem Tausch von Anteilen anfallenden Gebühren und Kosten berechnet. Die Aufteilung nach Branchen, Ländern und Währungen und die einzelnen Positionen sowie ggf. angegebene Benchmarks können sich jederzeit im Rahmen der im Prospekt bzw. im Fondreglement festgelegten Anlagepolitik ändern. Die Umsetzung von in diesen Dokumenten enthaltenen Fondsempfehlungen liegt immer in der alleinigen Verantwortung des Intermediäres bzw. des Anlegers. Anlagen sollten erst nach einer gründlichen Lektüre des aktuellen Prospekts, der Wesentlichen Anlegerinformationen (KIID), der Satzung und der Jahres- und Halbjahresberichte sowie nach einer Beratung durch einen unabhängigen Finanz- und Steuerexperten getätigt werden. Die RobecoSAM Fondspalette mit Domizil in Luxemburg (SICAV) sind ist grundsätzlich zum öffentlichen Vertrieb in Luxemburg, der Schweiz, Deutschland, Österreich, Frankreich, den Niederlanden, Schweden, Spanien, Belgien, Irland, dem Vereinigten Königreich, Singapur (beschränkte Anerkennung für institutionelle Anleger in Singapur) und Italien registriert. Allerdings kann aufgrund der verschiedenen Registrierungsverfahren in den unterschiedlichen Ländern nicht garantiert werden, dass jeder Fonds oder jede Anteilskategorie in jedem dieser Länder und gleichzeitig registriert ist oder registriert wird. Eine aktuelle Registrierungsliste finden Sie unter [www.robecosam.com](http://www.robecosam.com). Bitte beachten Sie, dass in einer Gerichtsbarkeit, in der ein Fonds oder eine Anlagekategorie nicht für den öffentlichen Vertrieb registriert ist, diese(r) gegebenenfalls, vorbehaltlich anwendbarer lokaler Vorschriften, lediglich im Rahmen einer Privatplatzierung bzw. im institutionellen Bereich verkauft werden kann. Insbesondere sind die Fonds von RobecoSAM nicht in den Vereinigten Staaten von Amerika und ihren abhängigen Territorien registriert und dürfen deshalb dort weder angeboten noch verkauft werden. Im Fall einer Privatplatzierung dienen diese Seiten ausschliesslich dem internen Gebrauch durch den von RobecoSAM ernannten Intermediär und/oder institutionellen Anleger und dürfen nicht an Dritte weitergegeben werden. Insbesondere darf dieses Dokument unter keinen Umständen als Werbematerial für den öffentlichen Vertrieb oder sonstiges öffentliches Angebot von RobecoSAM Fonds oder deren Anteilskategorien verwendet werden. RobecoSAM und/oder ihre verbundenen Gesellschaften und Tochtergesellschaften haften keinesfalls für direkte, indirekte, spezielle, Neben- oder Folgeschäden, welche aus der Verwendung einer Meinung oder Information entstehen, die in diesem Dokument ausdrücklich oder implizit enthalten ist. Die in diesem Dokument enthaltenen Materialien und Informationen werden ohne Mängelgewähr und ohne jegliche Garantie, weder ausdrücklich noch implizit, bereitgestellt.

## ANALYSE

# Bessere Renditeaussichten für die globalen Aktienmärkte

In den vergangenen Wochen sind die Aktienkurse weltweit eingebrochen. Ein idealer Zeitpunkt, um einen frischen Blick auf die Bewertungen der wichtigsten Indizes zu werfen. **Von Sandro Rosa**

Wie schnell sich die Zeiten doch ändern. Vor etwas mehr als einem Monat, Mitte Februar, hat The Market die globalen Börsen einem Bewertungstest unterzogen. Das Verdikt lautete damals: Viele Aktienmärkte sind teuer, die Renditeaussichten mager. Zu diesem Zeitpunkt war der Optimismus unter den Anlegern scheinbar grenzenlos.

Heute sieht die Welt ganz anders aus. Die Covid-19-Pandemie hat die Marktteilnehmer unsanft aus ihrer Selbstgefälligkeit gerissen. Das zeigt sich exemplarisch am MSCI All Country World Index, der mehr als 3000 Aktien aus insgesamt 49 Industrie- und Schwellenländern umfasst. Von seinem Höchst von 581 ist er um rund 23% eingebrochen. Zwischenzeitlich summierten sich die Abgaben sogar auf 34%.

Andere Barometer wie der S&P 500 in den USA, der Euro Stoxx 50 oder der Swiss Market Index notieren aktuell rund 15 bis 25% unter ihrem Rekordhöchst.

## Gewinnschätzungen sind obsolet

Heisst das nun, die Börsen sind günstig? Ganz so einfach ist die Frage nicht zu beantworten, zumal der wirtschaftliche Schaden der Pandemie und sein Einfluss auf die Entwicklung der Unternehmensgewinne noch immer kaum abschätzbar sind. Je länger die Konjunktur stillsteht, desto heftiger fallen die Einbussen für die Unternehmen aus. Sollten sich die Gewinne dauerhaft halbieren, sind Aktien auch nach einer Korrektur von 30% nicht attraktiver geworden – im Gegenteil. Und vielleicht sind Aktien jetzt ja einfach bloss etwas weniger teuer als zuvor?

Die ungewöhnlich grosse Ungewissheit lässt momentan kaum seriöse Gewinnschätzungen zu. Das gilt in der Folge auch für Dividenden, die gegenwärtig von immer mehr Unternehmen gekürzt werden. Beliebte Bewertungskennzahlen wie das vorwärtsgerichtete Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) oder die Dividendenrendite sind im aktuellen Umfeld deshalb wenig verlässlich.

«Innerhalb weniger Wochen haben sich die Bewertungen signifikant verringert»

Einen Ausweg bietet das Kurs-Gewinn-Verhältnis des an der Yale-Universität lehrenden Finanzprofessors Robert Shiller (Shiller-KGV), das den aktuellen Preis einer Aktie oder eines Index mit den durchschnittlichen, inflationsbereinigten Gewinnen der vergangenen zehn Jahre vergleicht. Diese Berechnungsmethode birgt zwei Vorteile: Erstens werden damit die Schwankungen einzelner Jahre geglättet, was konjunkturell bedingte Übertreibungen – nach oben, aber auch nach unten – reduziert. Das erhöht die Verlässlichkeit der Bewertungskennzahl. Zweitens hängt das Mass nicht von Schätzungen ab, da es auf historischen Daten beruht.

Wie für das traditionelle KGV gilt auch für das Shiller-KGV: Je niedriger es ist, desto günstiger ist eine Aktie und desto grösser typischerweise das Potenzial für die kom-

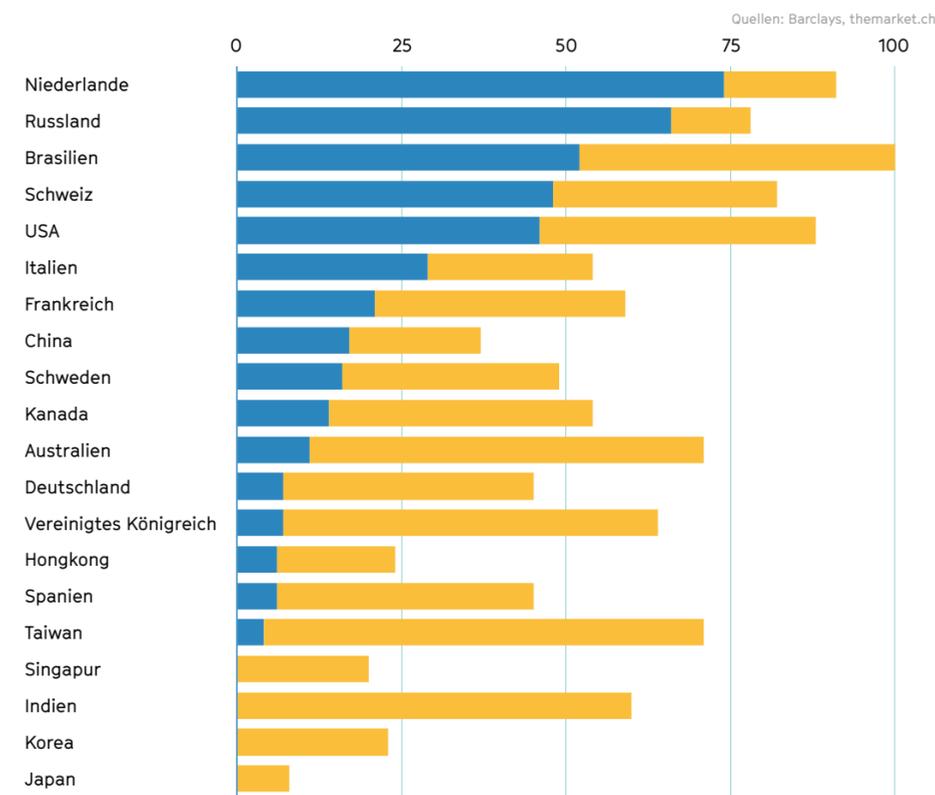
## Bewertungsübersicht über die wichtigsten Aktienmärkte

**Lesbeispiel:** Das Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis für den Schweizer Markt notiert aktuell auf rund 23.

In 48% aller Fälle (blauer Balken) seit 1980 war die Bewertung günstiger als heute.

Schweizer Aktien bewegen sich punkto Bewertung also im historischen Mittelfeld.

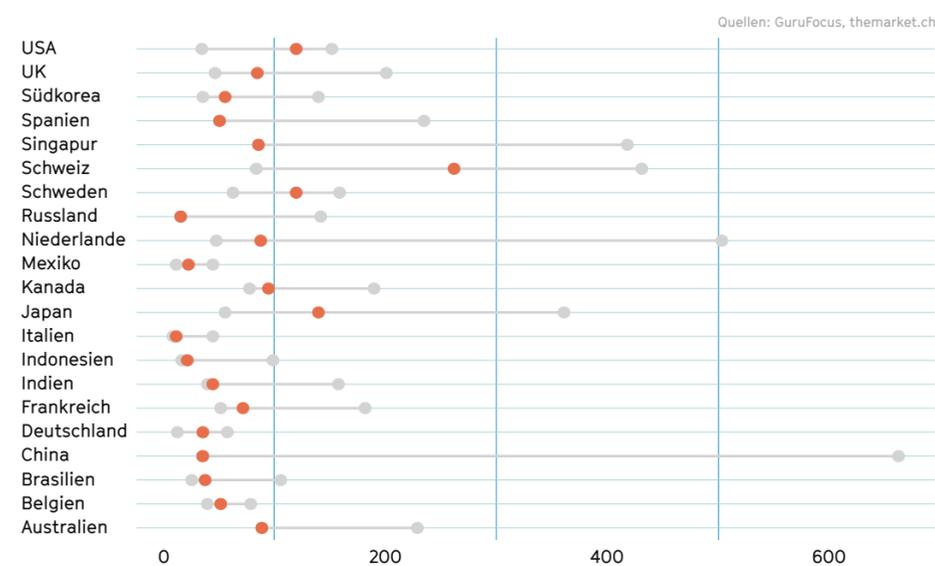
— Quantilsrang (aktuell) — Quantilsrang (19. Februar)



## Buffett-Indikator für verschiedene Länder

Marktkapitalisierung in % des BIP

● aktueller Wert ● historischer Höchst- und Tiefstwert



menden Jahre. Allerdings gibt es auch hier keine Garantien. Aktien und Indizes können jahrelang über- oder unterbewertet sein. Günstige Bewertungen erhöhen zwar die Erfolgchancen, werfen aber nicht in jedem Fall Traumgewinne ab.

## Schweiz im historischen Mittel

Da ein direkter Vergleich der Länder wegen der teilweise substanziellen Unterschiede in der Sektorzusammensetzung in der Regel nicht sinnvoll ist, hat The Market die aktuelle Bewertung für jeden Markt mit den Werten aus dessen Vergangenheit verglichen und den sogenannten Perzentilrang ermittelt. Dabei ordnet man alle Bewertungskennzahlen der Reihe nach und schaut, an welcher Stelle sich der heutige Wert befindet. Für

die Schweiz etwa lag das Shiller-KGV in der Vergangenheit zwischen 8,5 und 57,8.

Ordnet man nun alle für die Schweiz seit 1980 monatlich verfügbaren Bewertungszahlen aufsteigend an, kommt der aktuelle Wert (Stand: 23. März) von rund 23 auf Rang 220 von 460 zu liegen. Mit anderen Worten: In 219 Monaten, oder in 48% der Fälle (219/460 = 48%), war die Bewertung des Schweizer Marktes niedriger als heute. In 240 Monaten war sie höher. Damit bewegt sich der hiesige Markt punkto Bewertung in etwa auf dem historischen Mittel.

Diese Rangierung wird für die zwanzig wichtigsten Aktienindizes durchgeführt. Was ist das Resultat? Wie sich zeigt, schneiden die Börsen der Niederlande, Russlands

## In Kürze:

- Coronakrise verunmöglicht Gewinnschätzungen
- Historische Kennzahlen wie das Shiller-KGV bieten Anhaltspunkte
- Nicht billig, aber weniger teuer

und Brasiliens schlechter ab als die Schweiz. Dort liegen die Bewertungen nach wie vor in der oberen Hälfte ihres Spektrums. Bei allen übrigen Aktienmärkten liegt das Shiller-KGV aktuell aber unter dem eigenen Medianwert. Das gilt, wenn auch knapp, sogar für die USA.

Für vier Börsen – Singapur, Indien, Korea und Japan – liegt das Shiller-KGV aktuell auf dem niedrigsten Stand überhaupt. Allerdings sind die Daten für Korea und Indien erst seit 2003 respektive 2004 verfügbar, was die Aussagekraft vermindert. Für Singapur und Japan reichen sie bis 1980 zurück.

Aufschlussreich ist der Vergleich mit Februar (gelb in der Balkengrafik links), als die Mehrheit der Börsen oberhalb des 50. Perzentils lag und damit eindeutig eine historisch hohe Bewertung anzeigte. Heute sind es bloss noch drei, wobei Brasilien nur ganz knapp darüber notiert. Insgesamt haben sich die Bewertungen innerhalb weniger Wochen also signifikant verringert, und die Aktienmärkte sind attraktiver geworden.

## Buffett-Indikator bestätigt

Die generelle Aussage wird von einem weiteren Bewertungsmass bestätigt, das ohne Gewinnschätzungen funktioniert: dem sogenannten Buffett-Indikator. Er setzt die Marktkapitalisierung eines Aktienmarktes ins Verhältnis zur Wirtschaftsleistung des jeweiligen Landes. So hat der amerikanische Value-Investor Warren Buffett dieses Mass in einem Interview einmal den «wahrscheinlich besten Indikator», um die Bewertung des US-Marktes abzuschätzen, genannt.

Wie beim Shiller-KGV sind auch bei dieser Kennzahl direkte Quervergleiche zwischen verschiedenen Märkten wenig sinnvoll. So unterscheiden sich beispielsweise die USA und die Schweiz punkto Struktur des Aktienmarktes und der Grösse der Binnenwirtschaft massgeblich. Der Vergleich mit der jeweils eigenen Historie liefert jedoch wertvolle Anhaltspunkte.

Für den Schweizer Markt notiert der Buffett-Indikator aktuell beispielsweise auf 260%. Der Marktwert der Börse entspricht also in etwa dem Zweieinhalbfachen der jährlichen Wirtschaftsleistung der Schweiz. Damit liegt die Bewertung gegenwärtig ziemlich genau in der Mitte der Spanne der vergangenen dreissig Jahre – sie reicht von 84 bis 431% – und lässt ebenfalls auf einen fair bewerteten Markt schliessen.

## Allgemein günstiger

Ähnlich wie beim Shiller-KGV liegt der Buffett-Indikator mittlerweile für die Mehrheit der untersuchten Länder unter dem historischen Mittelwert. In Australien, China,

Indien, Indonesien, Italien, Russland, Singapur und Spanien notiert er nahe am unteren Ende der historischen Bandbreite.

Einzig der schwedische und der amerikanische Aktienmarkt schneiden vergleichsweise schlecht ab. Auch nach den jüngsten Kursrückschlägen signalisiert der Buffett-Indikator in diesen zwei Ländern also eine noch immer sportliche Bewertung.

Mit den attraktiveren Bewertungen haben sich natürlich auch die Renditeaussichten für die Anleger aufgehellt. GuruFocus, ein Internetportal in den USA, das sich dem Value Investing verschrieben hat, verwendet den Buffett-Indikator zur Prognose der Aktienmarktentwicklung.

**«Für Schweizer Aktien ist über die kommenden acht Jahre ein Ertrag von 5,4% p.a. zu erwarten»**

Dabei wird angenommen, dass das Bewertungsmass langfristig stets zu seinem Mittelwert zurückkehrt – im Jargon «Mean Reversion» genannt. Zusätzlich fliessen Informationen zur Dividendenrendite und das geschätzte Wirtschaftswachstum in die Vorhersage der Renditen ein.

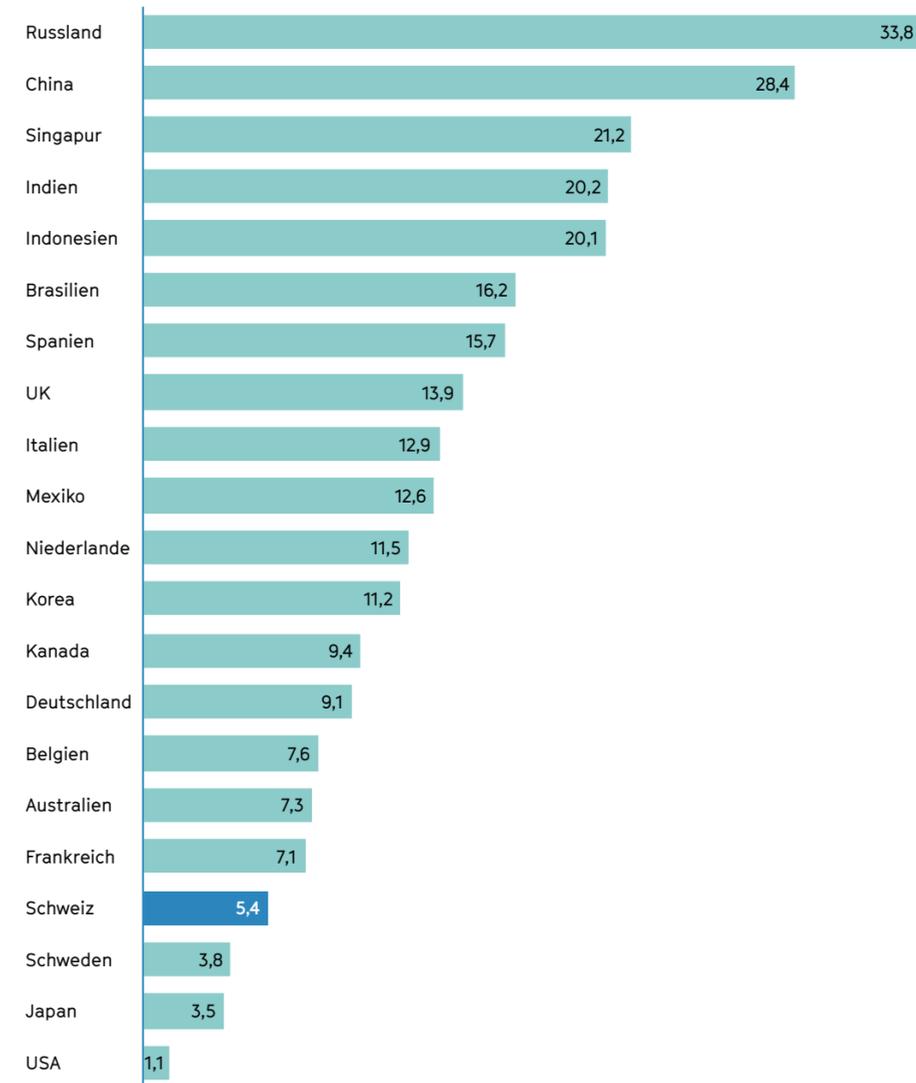
**Attraktive Schwellenländer**

Für Schweizer Aktien kommen die Experten für die kommenden acht Jahre (so lange dauert ein typischer Konjunkturzyklus) auf einen erwarteten jährlichen Ertrag von

**Günstige Schwellenländer**

Jährlich erwartete Rendite für die kommenden acht Jahre (in %)

Quellen: GuruFocus, themarket.ch



5,4%. Das ist nicht berauschend, aber auch nicht katastrophal. Von den untersuchten Märkten schneiden einzig die USA, Schweden und Japan schlechter ab.

Ansprechender sind die Aussichten für die Schwellenländer. Das grösste Potenzial ortet GuruFocus in Russland, China, Singapur und Indien. Aber auch in Europa locken Spanien, das Vereinigte Königreich und Italien mit hohem Ertrag. Wer trotz der unerfreulichen Nachrichtenlage ein Investment wagt, kann in diesen Märkten langfristig überdurchschnittliche Renditen erwarten.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/z2017](https://go.themarket.ch/z2017)



**WENIGER KRAWATTEN, MEHR CHARAKTER**

- challenge the code

swissquote.com

**Swissquote**

## INTERVIEW

## «Die grössten Exzesse in Generationen»

Der Investor Felix Zulauf kritisiert, dass die Zentralbanken in der Expansion eine viel zu lockere Geldpolitik verfolgt und damit eine übermässige Verschuldung begünstigt haben. **Von Mark Dittli**

Wenn es an den Finanzmärkten turbulent wird, ist Erfahrung gefragt. Felix Zulauf hat in seiner Karriere schon viele Boom- und Crash-Phasen erlebt. Im Gespräch erläutert der Investor, wie der Abschwung der vergangenen Wochen zu deuten ist, wann und wo sich Kaufgelegenheiten bieten und weshalb er hofft, dass die Coronakrise zu einem Umdenken in der Finanzwelt führen wird.

#### Herr Zulauf, die Börsen haben einen scharfen Einbruch erlitten. Haben Sie jemals einen Crash dieser Art erlebt?

Die Heftigkeit hat Ähnlichkeiten mit 1987, aber das Tempo ist einzigartig. Es ist einmalig, dass die Börsen innerhalb von zwei Wochen um über 30% einbrechen, und das direkt vom historischen Höchststand. Doch die fundamentale Situation ist auch einmalig. Ich bin seit bald fünfzig Jahren im Geschäft, aber ich habe noch nie erlebt, dass die Weltwirtschaft so schnell heruntergefahren wird. Viele Leute realisieren nicht, was für ein gewaltiger Schaden durch die Massnahmen zur Eindämmung der Pandemie in der Wirtschaft entsteht. Die Welt wird danach nicht mehr die gleiche sein.

#### Ist der Schaden grösser als in der Finanzkrise von 2008?

Ja. 2008/09 war eine Immobilien- und Bankenkrise, die über Ansteckungseffekte die Industrie erfasste. Dieses Mal sind alle Sektoren betroffen, besonders auch Dienstleistungen. Tourismus, Restaurants, Friseure, unzählige Kleinstbetriebe; wenn die zwei Monate schliessen müssen, trocknet ihr Cashflow aus, und sie können nicht überleben. Das ist wohl einmalig in der Geschichte. Gemäss Schätzungen des Ifo-Instituts führt eine solche Schliessung nach zwei Monaten zu einem Verlust der Wirtschaftsleistung von 7 bis 11% und nach drei Monaten von bis zu 20%. Der Rückgang wird von der Dauer der Restriktionen bestimmt werden. Alles in allem wird die Konjunktur einen brutalen Absturz im ersten Halbjahr erleben. Wenn die Behörden rund um die Welt richtig agieren, ergibt sich für das zweite Halbjahr eine Stabilisierung.

#### Sie rechnen nicht mit einer V-förmigen Erholung der Wirtschaft, wenn der schlimmste Teil der Pandemie vorbei ist?

Nein, denn mit der Rezession wird ein Dominoprozess in Gang gesetzt. Alle Exzesse aus der Expansion der letzten zehn Jahre kommen auf den Tisch. Bedenken Sie: Auf der Welt lasten heute im Vergleich zur Wirtschaftsleistung mehr als doppelt so hohe Schulden wie 2007. Wir haben die grössten Exzesse in Generationen geschaffen. Die Schulden verstärken jetzt den Abwärtsdruck. Zudem steckt die Weltwirtschaft bereits vor dem «Covid-19-Shutdown» in einer Verlangsamung. Man konnte sehen, dass 2020 eine schwächere Konjunktur droht, weshalb es richtig war, mit einem Untergewicht in Aktien und einem Übergewicht in Obligationen ins Jahr zu starten. Dann kam der Covid-19-Schock, und seit Anfang März auch noch ein Preiskrieg am Ölmarkt.

#### Ist ein tieferer Ölpreis nicht gut für die Weltwirtschaft?

Nein, in diesem Fall nicht. Die Schieferölindustrie in den USA ist auf einen Schlag praktisch bankrott. Diese Förderer haben mehr als 900 Mrd. \$ Schulden. Am Bondmarkt, wo die Investoren während Jahren nicht auf die Bilanzqualität der Schuldner geachtet haben, schiessen jetzt die Risikoprämien in die Höhe. Das frisst sich durch das Finanzsystem, gefährdet die Refinanzierung vieler

Unternehmen und schlägt damit auch auf die Realwirtschaft durch. Einmal mehr zeigt sich, wie gefährlich ein übermässiger Aufbau der Verschuldung der Unternehmen ist.

#### Die Zentralbanken pumpen Liquidität ins System, Regierungen beschliessen Stützungsprogramme. Nützt das etwas?

Die fiskalpolitischen Massnahmen können erst wirken, wenn die Restriktionen aufgehoben werden und sich die Menschen wieder bewegen dürfen. Danach wirken sie stützend und später stimulierend. Die gigantischen Beträge, die die Notenbanken ins System pumpen, muss man sich so vorstellen: Sie stopfen das riesige deflationäre Loch, das die Coronakrise aufgerissen hat, und sie verhindern die Kernschmelze unseres Systems. In diesem Sinne ist das richtig. Wenn sich dann die Konjunktur normalisiert, können diese Gelder inflationär wirken, doch das ist ein Thema für später.

#### Halten Sie denn die Stützungsprogramme grundsätzlich für notwendig?

Ja, in der Krise schon. Im Grundsatz soll die Fiskalpolitik über den Zyklus jedoch ausgeglichen sein; also Schulden machen in der Krise und sie dann abbauen in der Expansion. Aber ausser der Schweiz hält sich ja niemand daran. Frankreich etwa hat seit bald vierzig Jahren keinen ausgeglichenen Haushalt. Ebenso in der Geldpolitik: Es ist eine Katastrophe, dass unsere Zentralbanken während der Expansion eine viel zu lockere Geldpolitik geführt und damit die Exzesse in der Verschuldung genährt haben. Das Problem beginnt schon damit, dass ein paar Personen glauben, sie könnten die Konjunktur steuern. Das ist vermessen. Es ist diese Haltung, die unser marktwirtschaftliches System schwächt. Rezessionen gehören zum Konjunkturzyklus. Wer fahrlässige Fehler macht, wird bestraft und scheidet aus.

## «Rezessionen gehören nun einmal zum Konjunkturzyklus»

#### Welche Note geben Sie den Zentralbanken in ihrer bisherigen Leistung?

Für die Zeit vor der Krise gebe ich praktisch allen Notenbanken eine miserable Note. Aber in der Krise machen sie das Richtige. Wichtig ist, dass die Zentralbanken für das ganze Finanzsystem Kreditlinien bereitstellen und Liquidität einschiessen. Extrem wichtig war, dass das Fed Dollar-Swaplinien zu ausländischen Zentralbanken eröffnet hat. Wahrscheinlich sind diese Swaplinien sogar noch zu klein. Besonders China und andere Schwellenländer müssten diesen Rettungsanker erhalten. Vermutlich muss der IWF einspringen, denn die Dimension der benötigten Beträge ist monumental.

#### Wieso?

Im Lauf der letzten zehn Jahre wurde ausserhalb der USA ein riesiger, in Dollar denominierter Schuldenberg aufgebaut, besonders in Schwellenländern und ganz besonders in China. Gemäss der BIZ stiegen diese Kredite zwischen 2009 und 2019 von 5,8 auf mehr als 12 Bio. \$. In der Krise werden nun kurzfristige Kredite oft nicht verlängert, weil Kreditgeber vorsichtig werden. Dann müssen Schuldner Dollar am Markt kaufen. Wenn der Dollar steigt, dann werden die Verbindlichkeiten in der Heimwährung des Schuldners grösser, was den deflationä-

ren Druck erhöht und manchen Schuldner die Luft raubt. Schwache Volkswirtschaften wie die Türkei, Brasilien und Südafrika geraten dann in einen Teufelskreis. Daher warne ich seit geraumer Zeit vor Investitionen in Schwellenländern, inklusive Chinas.

#### Erwarten Sie in dieser Krise noch einen «Lehman Moment», den Zusammenbruch eines grossen Marktteilnehmers?

Es gibt in jeder Krise Unternehmen, die untergehen. Das wird dieses Mal nicht anders sein. Angesichts der exzessiven Verschuldung im Unternehmenssektor müsste man noch einige spektakuläre Pleiten erwarten. Aber so, wie die Notenbanken handeln – viel schneller als 2008 –, wird das für das System nicht mehr existenzbedrohend sein.

#### Besteht die Gefahr einer Bankenkrise?

Bei so viel Stress im Finanzsystem besteht diese Gefahr immer. Die grössten Sorgen mache ich mir um Europa, denn es hat die strukturell schwächste Wirtschaft und das schwächste Bankensystem. Wenn sich Volkswirtschaften abschwächen, dann ist eine eigene Währung wichtig und kann als Knautschzone für die Wirtschaft dienen. Mit dem starren Regime der Einheitswährung fehlt für die schwächeren Euromitglieder diese Knautschzone. Die Verschuldung der Unternehmen in Prozent des BIP ist momentan eine entscheidende Grösse. Die USA sind bei 75%, Deutschland bei 95%, Italien bei 100%, die Schweiz bei 120% und Frankreich bei 200%. Ich mache mir Sorgen um Italien und Spanien, aber noch mehr um Frankreich und seine Banken. Die Franzosen haben im letzten Zyklus in der Kreditvergabe übertrieben. Dass die europäischen Banken genügend Kapital haben, um die Kreditausfälle wegzustecken, bezweifle ich. Vermutlich wird die Eurozone nicht um eine Verstaatlichung der Banken herumkommen.

#### Ist damit der Euro abermals gefährdet?

Der Eurozone und dem Fehlkonstrukt Euro steht ein wichtiger Test bevor. Die Nordgruppe sperrte sich bis anhin verständlicherweise gegen die Vergemeinschaftung von Schulden. Wenn sie dies in der aktuellen Krise tut, dann werden die schwachen Staaten nicht umhinkommen, Kapitalkontrollen einzuführen. Sonst flüchtet das Geld von dort in die Nordländer, und ihre Banken brechen ein. Vergemeinschaften sie hingegen, dann werden die bisher starken Länder wie Deutschland oder die Niederlande von den Schwachen nach unten gezogen. Der Gang in zentralistische Staatswirtschaft wie in Frankreich wäre dann vorgezeichnet, und der Wohlstand würde in ganz Europa abnehmen. Die kommenden Monate werden für die Zukunft Europas entscheidend sein.

#### Wie geht es jetzt an den Börsen weiter?

Die Aktienmärkte stehen am Anfang einer Bodenbildung. Die Massnahmenpakete der Behörden stützen das Vertrauen der Marktteilnehmer. Die Bodenbildung ist ein Prozess von mehreren Wochen, Rückschläge zu den Tiefpunkten oder sogar leicht darunter kann man nicht ausschliessen.

#### Was wird die Rückschläge auslösen?

Im April werden die Unternehmen über ihren Geschäftsgang im ersten Quartal rapportieren. Dann wird man die ersten wirtschaftlichen Schäden in konkreten Zahlen sehen. Der Ausblick der Unternehmen wird düster sein, weil sie keine Visibilität über den Geschäftsverlauf haben. Auch ist unklar, wann die Probleme Chinas und anderer Schwellenländer an die Oberfläche kommen. Beides könnte nochmals Rückschläge

an den Börsen provozieren. Und sollten sich die Pandemiekurven nicht so schnell verflachen, wie wir das heute annehmen, sondern erst ab Mai oder Juni, dann tauchen die Märkte nochmals. Dann sollten wir allmählich klarer sehen, und danach kann eine anhaltende Erholung beginnen.

## «Wir werden eine inflationäre Wirtschaftspolitik erhalten»

#### Wie lange wird diese Erholung andauern?

Das wird von den Entwicklungen in der Realwirtschaft und dem Verhalten der Behörden abhängen. Es ist fraglich, ob das Vertrauen und das übermütige Verhalten der Anleger so schnell zurückkommen werden. Auch wissen wir nicht, was im nächsten Winter mit der Pandemie passiert. Aktuell gehe ich davon aus, dass der grösste Schaden an den Märkten für den Moment hinter uns liegt, dass wir noch einige Zeit grosse Schwankungen sehen werden und danach wieder steigende Kurse bis gegen Ende Jahr. Meine Erwartungen für danach hängen von neuen Information ab.

#### Wann würden Sie wieder Aktien kaufen?

Wer mit Schwankungen leben kann, kann bei Rückschlägen in den nächsten Wochen kaufen. Viel Negatives ist eingepreist, und die Notenbanken stützen das System. Aber bedenken Sie: Wenn Sie den Stoxx 600 anschauen, den Index mit den 600 grössten europäischen Unternehmen, so zeigt er für die letzten zwanzig Jahre eine Seitwärtsbewegung unter grossen Schwankungen. Das ist ein anspruchsvolles Umfeld, das sich fortsetzen dürfte.

#### Wie geht man damit als Anleger um?

Wer erfolgreich versucht hat, gute Aktien zu identifizieren, hat trotz grosser Schwankungen gutes Geld verdient. Und wem es gelungen ist, den Zyklus zu timen – was in der Vermögensverwaltungsbranche verpönt ist –, der hat auch Geld verdient. Wer also genau das gemacht hat, was die Branche erwiesenermassen nicht kann und wovon sie deshalb sagt, das sei ein falscher Ansatz, der hat Erfolg gehabt. Aber alle, die in Europa «Kaufen und Halten» als Strategie verfolgt haben, wie es von den meisten Vermögensverwaltern und grossen Banken gepredigt wird, sitzt mit mageren Ergebnissen da. Nur in den USA konnte der Markt deutlich neue Höchst erklimmen – aber das nur dank den fragwürdigen, auf Kredit finanzierten Aktienrückkäufen der Unternehmen. Dass das in Zukunft so weitergehen wird, bezweifle ich.

#### Sind Sie denn grundsätzlich negativ eingestellt für Aktien?

Nein, auf keinen Fall. Aktien sind Wertpapiere von Unternehmen, also produktives Kapital. Gute Unternehmen können sich dem Umfeld anpassen und über die Zeit mehr Ertrag generieren als eine normale festverzinsliche Anlage. Es gibt an den Börsen immer wieder Schübe von ein bis zwei Jahrzehnten, wo Aktien dank einer tiefen Bewertung und einer wohlgesinnten Konstellation kräftig zulegen können. Da muss man dabei sein. Aber es gibt auch Perioden, in denen das nicht der Fall ist. Unsere ordnungspolitische Marschrichtung geht in Richtung immer mehr staatlicher Eingriffe und immer weni-



«Es muss Ihnen übel werden, wenn Sie an Aktien denken. Das ist dann der Kaufzeitpunkt für die lange Frist»: Felix W. Zulauf.

ger Freiheit und Markt. Das ist kein Klima für steigende Prosperität. Und das drückt sich mit der Zeit eben an den Finanzmärkten aus. Entsprechend müssen sich Anleger opportunistisch verhalten.

#### Was kaufen Sie, wenn Sie kaufen?

Die Reihenfolge meiner Präferenzen sind die USA, gefolgt von Emerging Markets, und zum Schluss kommt Europa. Europa hat einfach am meisten Probleme, da der Wirtschaftsraum unter der Fehlkonstruktion des Euros und der EU leidet. Emerging Markets können sich erholen, aber es ist zu früh, denn dort müssen noch viele Probleme bewältigt werden. Am meisten Vertrauen habe ich in die USA, weil das Wirtschaftssystem dort freiheitlicher und flexibler ist.

#### Und welche Sektoren in den USA?

Die Sektoren IT und Gesundheit haben den Crash am besten überstanden. Das sind wahrscheinlich auch die Sektoren, die für Käufe im nächsten Aufschwung im Vordergrund stehen. Zyklische Aktien werden erst wieder attraktiv sein, wenn eine deutliche konjunkturelle Erholung Fuss fast.

#### Sie würden also wieder die Wachstumstitel – die Googles, Amazons und Apples dieser Welt – kaufen, die den vorhergehenden Bullenmarkt angeführt haben?

Ja, mit Blick auf die Zeit bis Ende Jahr. Was danach kommt, muss man dann beurteilen. So gesehen stehen wir heute nicht am Ende

einer Baisse, denn das wäre erst der Fall, wenn die Anführer der alten Hausse diskreditiert und aus den Portfolios geworfen worden wären. So weit sind wir heute nicht. Wir hatten soeben die längste wirtschaftliche Expansion in der Geschichte der USA, und eine mehr als zehnjährige Börsenhausse liegt hinter uns. So ein Zyklus endet nicht mit einer einmonatigen Korrektur. Ein echter Bärenmarkt ist erst zu Ende, wenn sich niemand mehr für Aktien interessiert. Es muss Ihnen übel werden, wenn Sie an Aktien denken. Dann wissen Sie, dass der Kaufzeitpunkt für die lange Frist gekommen ist.

## «Unsere Gesellschaft hat verlernt, Eigenverantwortung zu tragen»

#### Wie stehen Sie zu Obligationen?

Seit bald vierzig Jahren haben sich die Renditen für qualitativ gute Schuldner unter Schwankungen zurückgebildet. Wir sind in den Renditen nun am Ende eines Generationszyklus angelangt. Obligationen muss man entweder verkaufen oder nur kurze Laufzeiten halten, was punkto Rendite ja nichts mehr bringt. Wegen der Risiken im

Euro, die ich dargelegt habe, sind in europäischen Währungen denominateden Obligationen am meisten gefährdet. Die würde ich auf jeden Fall meiden.

#### Ist die vierzigjährige Bondhausse vorbei?

Die Fiskalbehörden und die Zentralbanken stemmen Programme, die mit der Zeit inflationär wirken werden. Entsprechend werden die Zinsen wieder steigen, zuerst am langen Ende und nach ein paar Jahren auch am kurzen. Wir werden eine inflationäre Wirtschaftspolitik erhalten, die zwar die Teuerung nach oben treibt, aber nicht den Wohlstand. Das ist schlecht für normale festverzinsliche Anlagen.

#### Wird das ein günstiges Umfeld für Gold?

Gold ist ein unproduktiver Vermögenswert. Sein Preis hängt vom Vertrauen ab, das die Anleger in die Politik der Behörden haben. Ich erwarte, dass das neue Jahrzehnt den Goldpreis beflügeln wird, weil die Notenbanken unsere Papierwährungen weiter abwerten und das Vertrauen in die politischen Entscheidungsträger abnehmen wird. Es sollte deshalb in jedem Depot vertreten sein.

#### Glauben Sie, die aktuelle Krise wird zu einem Umdenken im Verhalten von Anlegern führen?

Ich hoffe es. Wir müssen eigentlich wissen, dass das Leben ein Risiko ist. Auf Krisen und Rückschläge muss man als Gesellschaft, als Unternehmen und als Investor vorbe-

## Felix W. Zulauf

Felix W. Zulauf ist Gründer und Inhaber der Zulauf Asset Management. Seine Laufbahn führte ihn zunächst bei UBS in Zürich durch verschiedene Positionen, unter anderem als globaler Anlagestrategie und Leiter des institutionellen Portfoliomanagements. Dazwischen dienten ihm Auslandsinsätze in New York und Paris zur Vertiefung der Fachkenntnisse globaler Finanzmärkte. 1990 gründete er Zulauf Asset Management, um seine Anlagephilosophie frei von konventionellen institutionellen Restriktionen umsetzen zu können. Im Laufe des letzten Jahrzehnts hat Zulauf die Mehrheit seiner Firma verkauft und seine Minderheit als eigenständiges Unternehmen abgetrennt, das ihm primär als sein eigenes Family Office dient und Beratungen für Kunden weltweit anbietet. Er ist regelmässiger Gastautor von The Market.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/z2019](https://go.themarket.ch/z2019)



## DENKEN IN SZENARIEN

## Warum das Virus eine Blasenbildung begünstigt

Die Pandemie hat die Börsen fest im Griff. Die beschlossenen geld- und fiskalpolitischen Massnahmen haben indes das Potenzial, nach deren Abklingen einen «Melt-up» auszulösen. **Von Gregor Mast**

Die Coronapandemie hat die Börsen derzeit fest im Griff. Noch vor nicht allzu langer Zeit als Non-Event abgestempelt, hat die Ausbreitung des Erregers in Europa und den USA Anleger auf dem falschen Fuss erwischt. Entsprechend heftig sind die Aktienmärkte eingebrochen.

Gewiss; die Pandemie wird die bereits schwache Weltwirtschaft hart treffen. Die Produktionsausfälle und die rückläufige Nachfrage werden das Wachstum belasten. Dazu ist der Konjunkturzyklus weit fortgeschritten, und die Verschuldung ist seit der Finanzkrise munter weiter gestiegen. Das rächt sich jetzt. Die Zutaten für einen ausgewachsenen, langanhaltenden Bärenmarkt sind also vorhanden (vgl. S. 11).

Dennoch stehen die Chancen gut, dass das Coronavirus nicht der Auslöser des nächsten grossen Bärenmarktes sein wird. Das liegt zum einen daran, dass strukturelle Haussen in der Regel eher geräuschlos enden. Bis heute ist unklar, was die Technologieblase im März 2000 zum Platzen gebracht hat, und auch die Immobilienkrise hat sich langsam aufgebaut, bevor der Kollaps von Lehman Brothers im September 2008 ihr Ausmass für jedermann sichtbar gemacht hat. Selbst die «Roaring Twenties» endeten 1929 ohne einen identifizierbaren Auslöser.

## Börse muss von innen faulen

Der langjährige Markttechniker Alfons Cortés spricht von «endogenen Voraussetzungen», die im System Börse reifen müssen, damit ein exogener Schock wie eben eine Pandemie oder ein Terrorakt eine ausgewachsene Baisse zur Folge hat. Der Markt muss von innen faulen. Das ist dann der Fall, wenn die Hausse von nur noch wenigen Sektoren und Einzeltiteln getragen wird. Dem war vor dem jüngsten Kursrutsch nicht so; die Marktbreite war noch gross.

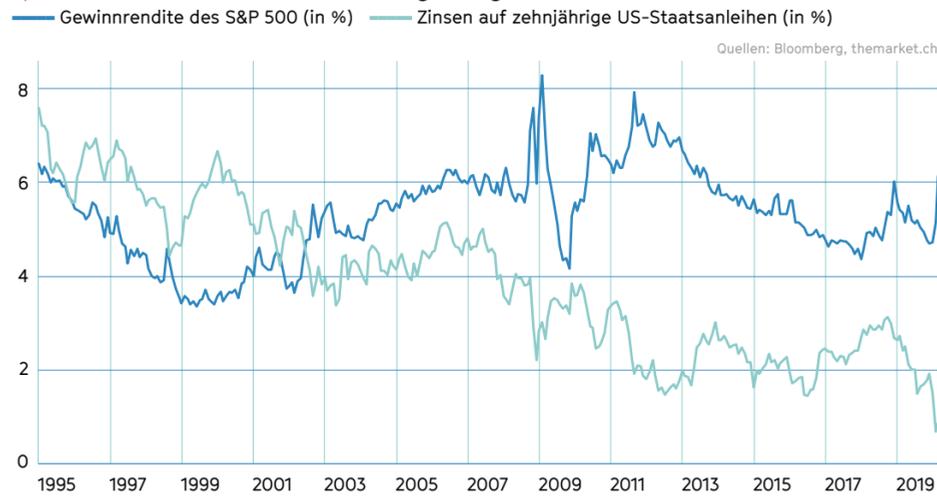
Bärenmärkte sind gemäss Cortés Revolutionen gegen das Narrativ, das die alte Hausse dominiert hat. Im aktuellen Zyklus waren besonders Wachstumswerte mit innovativem Geschäftsmodell gefragt. Dazu zählen viele Unternehmen aus den Bereichen Technologie, Kommunikation und Gesundheit. Und genau diese Sektoren haben während des Ausverkaufs der vergangenen Wochen weniger verloren als der Weltaktienmarkt. Eine Revolution sieht anders aus.

## «Die expansive Geldpolitik wird zementiert»

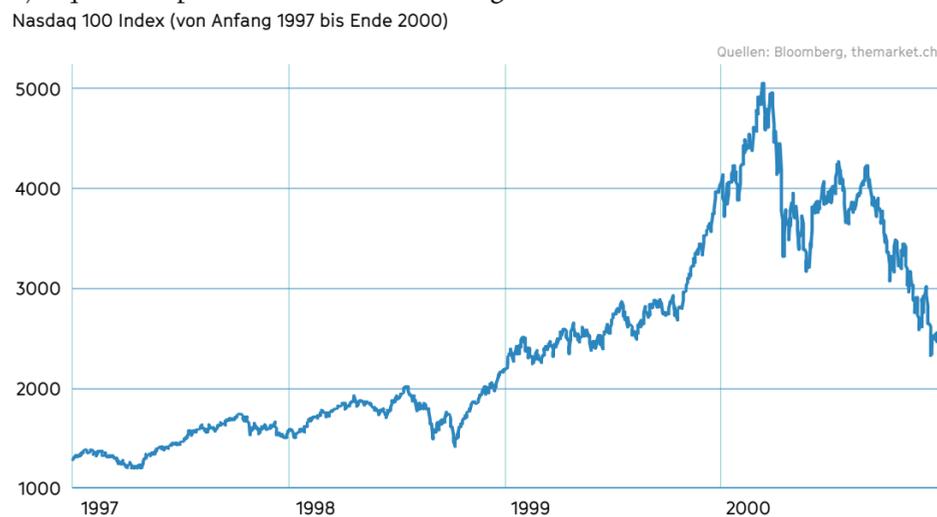
Aus markttechnischer Sicht stehen die Chancen auf eine Fortsetzung der Hausse also gut. Dazu stimmt auch das geld- und fiskalpolitische Umfeld. Die Notenbanken überbieten sich derzeit mit Notmassnahmen, und bereits werden vielerorts Fiskalpakete geschnürt. Vergangene Woche hat der US-Senat Soforthilfen über 2 Bio. \$ bewilligt. Die gegenüber Defiziten sonst zurückhaltende Bundesregierung in Deutschland will insgesamt 750 Mrd. € bereitstellen, wobei darunter vor allem Garantien und im Notfall auch die Verstaatlichung wichtiger Unternehmen fallen.

Doch es kommt noch besser: Sowohl die US-Notenbank wie auch die Europäische Zentralbank unter ihrer neuen Präsidentin

## 1) Relativ zu Anleihen sind Aktien günstig



## 2) Liquiditätsspritzen haben die Technologieblase befeuert



Christine Lagarde unterziehen die Geldpolitik gegenwärtig einer strategischen Prüfung. Eine der Massnahmen dürfte ein symmetrisches Inflationsziel sein. Will heissen: Liegt die Inflation wie in den letzten Jahren lange unter dem Ziel der Notenbanken, wird sie gemäss neuer Lesart dieses Ziel künftig auch für längere Zeit überschreiten dürfen. Damit wird die expansive Geldpolitik zementiert.

Dadurch bleibt der Anlagenotstand bestehen, der Investoren aus Anleihen und Sparkonten in Aktien und andere höher rentierende Anlageklassen zwingt. Die niedrigen Zinsen relativieren auch die vermeintlich hohe Bewertung. Ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von etwas über 16, wie der amerikanische S&P 500 es aufweist, erscheint historisch zwar nicht günstig, die daraus abgeleitete Gewinnrendite von über 6% – der Kehrwert des KGV – ist im Vergleich zu den niedrigen oder vielerorts gar negativen Zinsen aber höchst attraktiv (vgl. Grafik 1).

Das Argument wird Schiffbruch erleiden, wenn die Zinsen steigen oder eine lang anhaltende, zähe Rezession eintritt, doch beides ist derzeit nicht in Sicht. Deshalb dürfte nach Abklingen der Coronakrise wieder viel Geld in die Märkte fließen.

## Der Weg zur spekulativen Blase

Selbstverständlich ist eine technische Rezession – gemeint sind zwei Quartale mit rückläufiger Wirtschaftsleistung in Folge – angesichts des Umfangs und der Dauer der Massnahmen zur Bekämpfung der Pandemie kaum mehr abzuwenden. Wenn aber die Einschränkungen rückgängig gemacht werden, dürfte sich die Weltwirtschaft schnell erholen, zumal sie mit dem Einbruch des

Ölpreises einen gewaltigen Stimulus erlebt. Er wirkt wie eine Steuersenkung für Unternehmen und Konsumenten. Natürlich besteht die Gefahr von Ansteckungseffekten im US-Markt für Junk Bonds (High Yield), wo sich viele kleine, hoch verschuldete Ölgesellschaften tummeln; eine systemische Krise ist nach aktuellem Kenntnisstand aber unwahrscheinlich, weil die Banken kaum mehr High-Yield-Papiere halten.

## «Die Trendwende in den USA dürfte der Startschuss für die Börsenerholung sein»

Die Mischung aus expansiver Geld- und Fiskalpolitik sowie der Stimulus durch den Ölpreiseinbruch haben das Potenzial, am Aktienmarkt nach dem Abklingen der Pandemie eine Aufwärtsbeschleunigung der Kurse bis hin zu einer spekulativen Blase – im Jargon «Melt-up» genannt – auszulösen. Die Situation erinnert an die Phase zwischen 1998 und 2000, als die US-Notenbank eingriff, um die Folgen des Zusammenbruchs des amerikanischen Hedge Fund LTCM zu lindern. Die Liquiditätsspritzen haben damals den Technologiesektor vollends in eine Blase getrieben (vgl. Grafik 2).

Auch jetzt zielen die Zinssenkungen nicht direkt auf die Konjunktur. Wie Fed-Chef Jerome Powell selbst sagt, sinkt die Ansteckungsrate nicht wegen der tieferen Zinsen, und auch die unterbrochenen Lieferketten können mit einer expansiveren Geldpolitik

## Denken in Szenarien

Weltweit stehen die Börsen unter erheblichem Druck. Die von verschiedenen Regierungen verhängten Massnahmen zur Eindämmung der Pandemie sowie die Machtprobe zwischen Russland und Saudi-Arabien am Ölmarkt sorgen für Verunsicherung, legen Industriezweige lahm und wecken Befürchtungen, die Weltwirtschaft werde in eine Rezession abgleiten. Sollen mutige Anleger jetzt zugreifen – oder doch lieber verkaufen, da wir uns womöglich erst am Anfang einer Krise befinden?

The Market masst sich nicht an, die Zukunft zu kennen. Das heisst allerdings nicht, dass sich Anleger keine Gedanken machen und sich nicht auf mögliche Entwicklungen vorbereiten sollen. Um dabei behilflich zu sein, präsentiert The Market zwei Szenarien, wie es mit Konjunktur und Börsen in den kommenden Monaten weitergehen könnte und was die Konsequenzen für Investoren wären.

nicht repariert werden. Wie 1998 sein Vorgänger Alan Greenspan hat Powell es primär auf den Finanzmarkt abgesehen. Ihm geht es mit der eingeschlagenen Politik vor allem darum, eine Pleitewelle im Markt für US-Unternehmensanleihen zu verhindern.

## Ermutigende Signale aus Asien

Wann wird die Erholung beginnen? Wie die Erfahrung zeigt, ist das perfekte Timing an den Aktienmärkten so gut wie unmöglich. Solange sich die Pandemie in Europa und den USA weiter rasant ausbreitet, dürfte der Druck auf Börsen und Wirtschaft anhalten. Asien liefert jedoch ermutigende Signale. In China hat sich die Lage entspannt; seit dem 8. März liegt die Zahl der täglich registrierten Neuerkrankungen meist unter 100. Auch Südkorea, Taiwan, Singapur und Japan scheinen die Krise im Griff zu haben.

Das Signal für den Melt-up dürfte fallen, wenn die Entwicklung der täglich gemeldeten Neuerkrankungen ausserhalb Chinas den oberen Wendepunkt passiert hat. Das steht nicht unmittelbar bevor, zumal sich die Pandemie in Europa und vor allem in den USA weiterhin rasant ausbreitet.

Dennoch besteht Hoffnung. «Die Infektionskurven folgen in jedem Land dem gleichen Muster – die Zahl der Neuerkrankungen flacht sich zwei Wochen nach Ergreifen von Quarantänemassnahmen deutlich ab», sagt Hendrik Leber vom deutschen Vermögensverwalter Acatis. «In Italien ist das bereits geschehen.»

Da die USA als Schlusslicht der industrialisierten Welt Italien mit rund sechzehn Tagen Verzögerung folgten, sollte der Höhepunkt dort im April erreicht werden, sagt Leber: «Die Trendwende in den USA dürfte der Startschuss für die Börsenerholung sein.»

Anleger können also Ruhe bewahren. Und die Zeit nutzen, um ihre Kaufliste vorzubereiten.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/z20110



## DENKEN IN SZENARIEN

## Das Schlimmste kommt erst noch

Die Pandemie wird eine weltweit schwere Rezession verursachen, was die Unternehmensgewinne einbrechen lassen wird. Die Fallhöhe an den Börsen ist immer noch gross. **Von Sandro Rosa**

Der Stimmungsumschwung war abrupt: Noch Anfang Jahr herrschte an den Märkten Optimismus, in Europa machten sich Anzeichen einer konjunkturellen Erholung bemerkbar, und die Prognosen der Strategen zeigten nach oben. Am Weltwirtschaftsforum in Davos verkündete Bob Prince, Co-CIO des Hedge Fund Bridgewater, zuversichtlich: «Wir haben wahrscheinlich das Ende des Boom-Bust-Zyklus gesehen.»

Heute, nur wenige Wochen später, greift an den Märkten Panik um sich.

## Mehrfacher Schock

Zu Beginn war die Epidemie für die Weltwirtschaft «nur» ein Angebotsschock: Diverse Unternehmen mussten ihre Produktion reduzieren, weil Lieferketten aus China unterbrochen waren. Mittlerweile ist ein Nachfrageschock daraus geworden, und im schlimmsten Fall kommt noch ein Finanzschock hinzu.

Schon Ende 2019 befand sich die Wirtschaft Frankreichs und Italiens auf Schrumpfkurs, während sich Deutschland nur knapp in der Wachstumszone halten konnte. Mit den nun in ganz Europa beschlossenen Massnahmen zur Eindämmung der Pandemie ist ein tiefer Einbruch der Wirtschaftsleistung auf dem Alten Kontinent Tatsache.

In den USA wird das Bild ähnlich aussehen. «Alles deutet auf einen Einbruch der Konsumausgaben im zweiten Quartal hin», meint etwa Charles Dumas, Chefökonom beim Analysehaus TS Lombard. «Die Ausbreitung des Sars-CoV-2-Virus wird wahrscheinlich eine weltweite Rezession und eine Börsenbaisse auslösen.» Dass die Weltwirtschaft bereits vor dem Ausbruch der Pandemie nicht gerade vor Kraft strotzte, hilft nicht.

Die makroökonomischen Daten zeigen allmählich das Ausmass der Krise. In China, wo die «Lockdown»-Massnahmen der Regierung vor allem den Monat Februar betrafen, sind die Detailhandelsverkäufe, die Industrieproduktion und die Anlageinvestitionen in den ersten zwei Monaten des Jahres um bis zu 20% eingebrochen. Die Einkaufsmanagerindizes, ein verbreiteter Frühindikator, sind im März weltweit auf historische Tiefststände gefallen. Auch der globale Frühindikator der Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (Kof) und der brasilianischen Fundação Getúlio Vargas lässt einen signifikanten Abfall der globalen Konjunktur erwarten (vgl. Grafik 1).

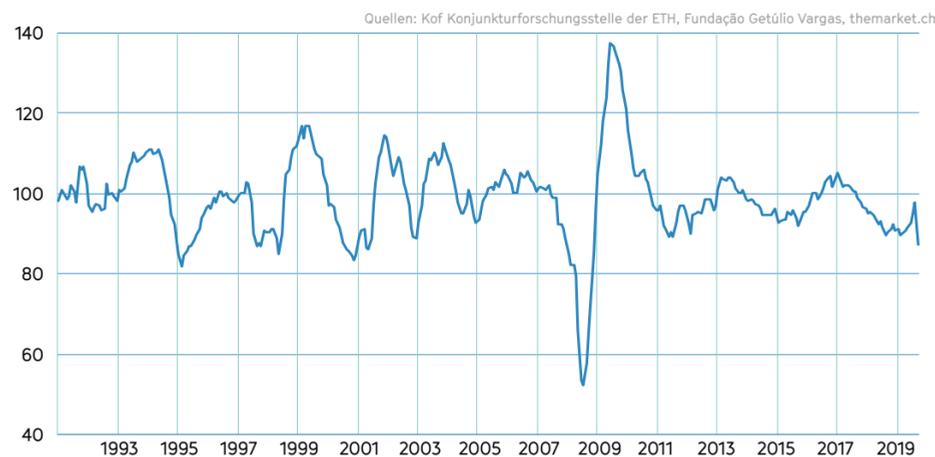
## Hoch verschuldete Unternehmen

Als wäre das Virus nicht schon schlimm genug, sorgt der gefallene Ölpreis für zusätzlichen Stress. Die Folgen könnten einschneidend sein, bedeutet dies doch, dass die Investitionen der Explorationsindustrie in den USA schrumpfen werden, da es sich bei diesen Preisen nicht mehr lohnt, neue Vorkommen zu erschliessen. Dieser Investitionsrückgang belastet die Konjunktur, während die üblichen Nutzniesser eines tieferen Ölpreises – zum Beispiel Fluggesellschaften und Transportunternehmen – im aktuellen Fall nicht davon profitieren können.

George Magnus, der ehemalige Chefökonom von UBS, fasst die Situation wie folgt zusammen: «Wir scheinen uns jetzt in einem bösartigen Deflationsschock zu befinden, der sich in weniger als drei Monaten von einem Risikoszenario zur Realität entwickelt

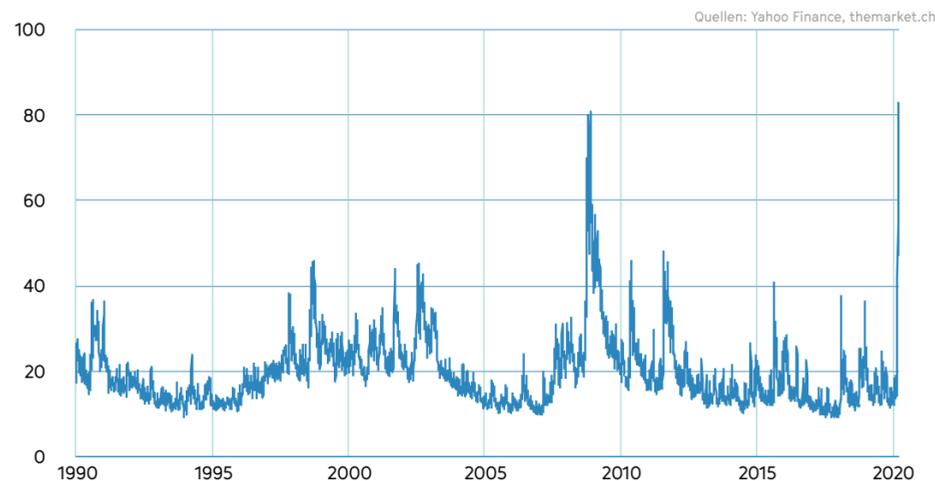
## 1) Konjunktur kühlt sich ab

Kof-FGV Globaler Frühindikator



## 2) Stark gestiegene Volatilität

Volatilitätsindex auf den S&P 500 (in %)



hat.» Dazu passt der Abwärtssog der Zinsen, der die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen zeitweise unter 0,5% gedrückt hat.

Die Kombination von rekordhohen Schulden in den Unternehmensbilanzen und nun einbrechenden Cashflows ist gefährlich – besonders falls die Kapitalmärkte «einfrieren» und die Refinanzierung zum Problem wird. Der Ölpreissturz verschärft die Gefahr von Ausfällen besonders in den USA, wo die Energieunternehmen gemäss Schätzung von Goldman Sachs rund 130 Mrd. \$ an Ramschanleihen («Junk Bonds») ausstehend haben.

Generell sind die seit der Finanzkrise gestiegenen Schulden ein Problem: Gemäss der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich belaufen sich die weltweit ausstehenden Schulden auf rund 250 Bio. \$ oder mehr als das Dreifache der Wirtschaftsleistung. Rund ein Drittel davon entfällt auf Unternehmensschulden (ohne Finanzsektor). Gemäss Daten der Research-Boutique Capital Economics haben diese Schulden in vielen Ländern neue Höchst erreicht. Geraten die Firmen in eine Kreditklemme, wird aus einem Liquiditäts- rasch ein Solvenzproblem.

Die Gefahr einer Schuldenkrise ist real. «Es reicht, wenn nur ein Teil der Unternehmensschulden nicht bedient werden kann, damit es weitreichende wirtschaftliche und finanzielle Konsequenzen gibt», schreibt Simon MacAdam von der Coronakrise ausgelösten Störungen anhalten, desto eher nähern wir uns der Gefahrenzone. Wie die Risikoaufschläge (Spreads) auf US-Unternehmensanleihen in den qualitativ niederwertigen Ratingstufen zeigen, beginnen die Anleger, einen Anstieg der Anzahl Konkurse einzupreisen.

Just in dieser Lage sind die Munitionskammern der Notenbanken weitgehend leer. Nach der Notfall-Leitzinssenkung des Fed am 3. März um 50 Basispunkte und dem zweiten Schritt am 15. März, als der Zins auf 0 bis 0,25% reduziert wurde, ist der Spielraum für weitere Schritte ausgeschöpft. In vergangenen Rezessionen senkte das Fed die Zinsen um jeweils rund fünf Prozentpunkte, um der Wirtschaft wieder Schub zu verleihen. Das ist von diesem tiefen Niveau schlicht nicht mehr möglich, schliesst man extreme Negativzinsen aus.

Zwar hat das Fed seine Anleihenkäufe wieder ausgeweitet und begonnen, seine Bilanz aufzublähen. Ende Ende August 2019 war die Fed-Bilanz 3,76 Bio. \$ schwer. Aktuell steht sie bei 5,25 Bio. \$ – das ist ein Zuwachs von 1,5 Bio. \$ innerhalb eines halben Jahres. Als die US-Notenbank in der Finanzkrise Ende 2008 mit der Bilanzausweitung begann, betrugen ihre Aktiva noch weniger als 1 Bio. \$. Ob vom aktuellen Niveau eine ähnliche Ausweitung möglich ist, ist nicht klar. Irgendwann verlieren die Marktteilnehmer das Vertrauen in die Zentralbanken.

## Gefährliche Volatilität

Schliesslich drohen wegen der Zunahme der Kursauschläge (Volatilität) neue Unfallgefahren. Denn bei stärkeren Kursbewegungen müssen Portfoliomanager typischerweise Risiken reduzieren. Der Grund? Risikomodelle wie zum Beispiel Value at Risk (VaR) basieren auf der Volatilität als Modellinput. Nimmt sie zu, zeigt der VaR ein erhöhtes Risiko an. Mit steigender Volatilität müssen die Portfoliomanager das Risiko reduzieren, was den Verkaufsdruck an den Aktienmärkten verstärkt.

Die Volatilität findet zudem Eingang in die Modelle zur Bestimmung der Ausfallrisiken eines Unternehmens. Nimmt die Schwankung des Aktienkurses zu, zeigen diese Modelle ein höheres Kreditrisiko an. Und dieses wiederum verlangt einen grösseren Risikoaufschlag in der Rendite der Anleihen, was steigende Refinanzierungskosten für das betreffende Unternehmen zur Folge hat.

Deshalb ist der Ausbruch der Volatilität so beunruhigend. Der Vix, der die Markterwartung der Schwankungsbreite im S&P 500 abbildet, hat kürzlich ein neues Rekordhoch erklommen (vgl. Grafik 2).

Zu Jahresbeginn waren viele Aktien für ein perfektes Wirtschaftsszenario bewertet. Nur unter der Annahme anhaltenden Wachstums bei niedrigen Zinsen auf Jahre hinaus konnten diese Bewertungen gerechtfertigt werden. Auch in der Schweiz handelten nicht wenige Valoren zum Dreissig- bis Vierzigfachen ihres geschätzten Gewinns für 2020. Sogar langweilige Unternehmen wie Nestlé erreichten ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund 30. Angesichts der niedrigen Zinsen wurden solche Bewertungen von vielen Marktteilnehmern als «fair» taxiert.

## Hohe Bewertung, tiefer Fall

Doch die Erwartung von Perfektion lässt keinerlei Raum für Enttäuschungen. «Wenn an den Märkten nach Perfektion gepreist wird, ist die Enttäuschung programmiert, wenn es an Perfektion mangelt», meint Louis-Vincent Gave von der Researchboutique Gavekal. Entsprechend gross ist in einem solchen Umfeld die Fallhöhe.

Die schlechte Nachricht: Auch nach der Kurskorrektur sind die Bewertungen noch nicht offensichtlich günstig (vgl. S. 6). Zum einen, weil sie vorher sehr hoch waren, und zum anderen, weil angesichts der wirtschaftlichen Ungewissheit die Gewinnschätzungen nahezu wertlos geworden sind. Kommt es tatsächlich zu einer globalen Rezession, werden die Gewinne kollabieren.

Ein weiteres Problem: Seit einiger Zeit dominieren an den Börsen Momentum-, Growth- und passive ETF-Investoren, die auf stark wachsende Unternehmen mit Kursmomentum gesetzt haben. Bekommen sie kalte Füsse, wird die Verkaufswelle nochmals zunehmen. Bis die Value-Investoren zugreifen, die bei der Bewertung typischerweise einen substanziellen Abschlag fordern, müssen die Kurse noch einiges stärker fallen.

Wer glaubt, die bisherige Korrektur an den Börsen nehme bereits ein widriges Drehbuch vorweg, sollte auf George Magnus hören: «Wenn die Weltwirtschaft tatsächlich in eine Rezession fällt, dann dürfte ein Rückgang der Aktienkurse um 30% historisch gesehen bloss ein Hors d'oeuvre sein. Die Sache könnte noch hässlicher werden.»

Es gibt also keinen Grund zu Eile. Anleger können ruhig zuwarten, bis die Notierungen noch weiter gefallen sind.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/z20111



## MEINUNG

# Solvenz- oder Liquiditätskrise?

Anleger fürchten, dass die Märkte als Folge der Covid-19-Pandemie auf eine Solvenzkrise zusteuern. Was aber, wenn es sich «bloss» um ein Liquiditätsproblem handelt? **Von Louis-Vincent Gave**

Das kollektive Gedächtnis der Anleger wird von Solvenzkrisen dominiert. Die Asienkrise von 1997 betraf die Solvenz grosser asiatischer Unternehmen und Banken, die sich in Dollar verschuldet hatten, um in lokale Währungen zu investieren, deren Wert gegenüber dem Dollar scheinbar nicht sinken konnte (er tat es gleichwohl). Die Kernschmelze von 2008 konzentrierte sich auf die Solvenz westlicher Banken, die unter der Prämisse Hypothekarkredite vergeben hatten, dass Immobilienpreise scheinbar nicht fallen können (sie taten es dennoch).

Die Eurokrise von 2012 basierte auf der Idee, dass alle Staaten der Eurozone immer zum gleichen Zins wie Deutschland Anleihen ausgeben können (sie konnten es nicht).

## Welcher Glaube bröckelt diesmal?

Wenn wir also heute wieder vor einer Solvenzkrise stehen, kann es eigentlich nur der Glaube sein, dass Waren, Dienstleistungen und Menschen immer in der Lage sein werden, sich frei auf der ganzen Welt zu bewegen, der bröckelt. Aber wenn das der Fall ist, wird diese Krise dann wirklich so deflationär sein wie ihre Vorgänger? Und wenn das nicht der Fall ist, wer befindet sich dann in einer Solvenzkrise?

China? Seit einem Jahrzehnt warnen Skeptiker, dass China vor einem «Minsky Moment» stehe, in dem sein angehäufter Schuldenberg

explodieren werde. Dennoch hat China gerade das schlimmste Jahr in der jüngsten Geschichte durchlebt, mit der Schweinepest, dem Handelskrieg, den Protesten in Hongkong und jetzt mit Covid-19. Ja, der Detailhandelsumsatz ist im Januar und Februar gegenüber dem Vorjahr um 20,5% zurückgegangen, der Autoverkauf um 82%, die Industrieproduktion um 13,5%.

## «Die Kreditvergabe an den Energiesektor war relativ bescheiden»

Aber: Der Renminbi ist bemerkenswert stabil geblieben, der chinesische Anleihemarkt war in den vergangenen Wochen ein Hort der Stabilität, und die chinesischen Aktienmärkte haben seit Jahresbeginn alle anderen hinter sich gelassen. Folglich scheint es unwahrscheinlich, dass China das schwarze Loch in der Solvenz des Systems ist.

Der Energiesektor? Ja, der Sektor ist krank. Er macht weniger als 4% des MSCI Welt aus – so wenig wie noch nie –, während die Spreads auf hochverzinsliche Anleihen von Energieunternehmen in die Höhe geschossen sind. Bei einem Ölpreis von unter 30 \$ pro Fass werden grosse Teile des US-Energiekomplexes Konkurs anmelden müssen.

Werden diese Konkurse den Transfer von Vermögenswerten aus schwachen Händen (kleine, übermässig fremdfinanzierte Explorationsunternehmen) in starke (Big Oil) ermöglichen? Und wird ein grosses Loch in die Bankbilanzen gerissen? Das Erste scheint wahrscheinlich. Das Zweite weniger, da die Kreditvergabe an den US-Energiesektor relativ bescheiden war, was auch darauf zurückzuführen ist, dass der Schieferboom von 2010 bis 2014 zu einem Zeitpunkt geschah, als die US-Banken nach der Krise von 2008 erst wieder auf die Beine kamen.

Fluggesellschaften und die Reisebranche? Die Fluggesellschaften werden auf die Probe gestellt. Das gilt auch für Hotels, Restaurants, Casinos und Kreuzfahrtgesellschaften. Die Politik dürfte unterschiedlich reagieren. Es ist wahrscheinlich, dass die Regierungen ihren Fluggesellschaften mit Darlehen, Subventionen und sogar einer vollständigen Verstaatlichung (wie im Fall von Alitalia) zu Hilfe eilen werden. Das mag für die Aktionäre eine schlechte Nachricht sein, doch die Verluste der Fluggesellschaften werden die Bilanzen der Banken nicht belasten.

Im Falle von Hotels, Restaurants und Casinos dürften die Banken gegenüber Unternehmen, die bisher gut gewirtschaftet haben, Nachsicht walten lassen. Bei Kreuzfahrtgesellschaften könnte es anders aussehen: Schlechte Publicity und grosse Zweifel punkto Umweltstandards könnten die

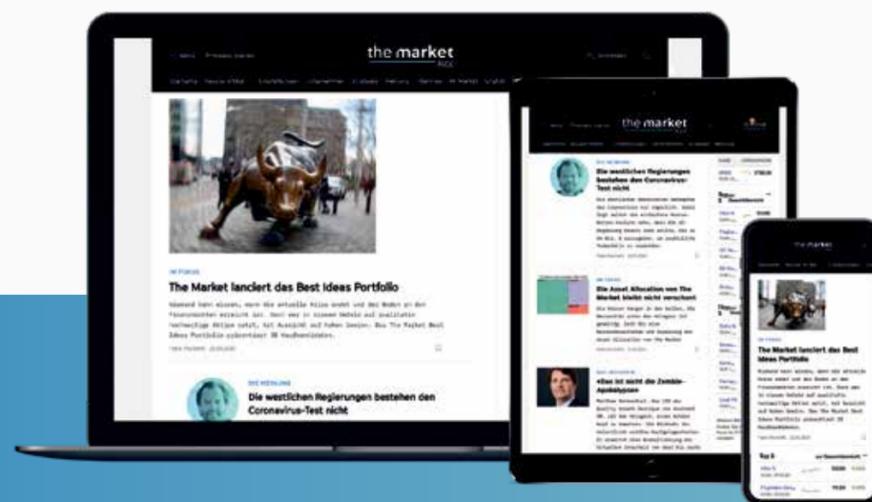
### In Kürze:

- Einzig Europa zeigt Zeichen einer Solvenzkrise
- Eine Liquiditätskrise kann besser entschärft werden
- Die Märkte werden die enormen Stimuli einpreisen

Banken davon abhalten, den Kreuzfahrtunternehmen zu helfen. Aber sind die Kredite an den Kreuzfahrtsektor gross genug, um die Bankbilanzen zu schädigen und eine breite, systemische Solvenzkrise auszulösen? Das scheint unwahrscheinlich.

Europa? Die europäischen Banken sind in der Finanzkrise und erneut 2012 einer Katastrophe entronnen. Werden sie ein drittes Mal genauso viel Glück haben? Mehrere europäische Länder gehen aus einer Position der Schwäche in die aktuelle Krise. Schon vor Covid-19 stand Italien am Rande einer Rezession. In Frankreich hatten Gastronomen, Hoteliers und Ladenbesitzer zusätzlich zu den Protesten der «Gilets Jaunes» mit lähmenden Streiks wegen der geplanten Rentenreform zu kämpfen. Dann kam Covid-19.

Nach drei aufeinanderfolgenden Schlägen dürften die Geldpolster aufgebraucht sein,



6 Monate The Market  
für nur 120 Fr. abonnieren  
[go.themarket.ch/abo6](https://go.themarket.ch/abo6)



[go.themarket.ch/abo6](https://go.themarket.ch/abo6)

Statt dem regulären Halbjahrespreis von 198 Fr. resp. 149 Fr. (NZZ-Abonnentinnen und -Abonnenten).

Nach sechs Monaten verlängert sich Ihr Abo automatisch in ein reguläres The Market-Jahresabo und kostet 348 Fr. (259 Fr. für NZZ-Abonnenten). Dieses ist jederzeit kündbar.

Unabhängige Analyse und Meinung  
für bessere Entscheidungen an den Finanzmärkten

the market  
NZZ

und es ist davon auszugehen, dass es in ganz Europa zu einer Reihe von Insolvenzen kleiner Unternehmen kommen wird – was sich auf die Banken auswirken wird. Kurzum, Europa sieht wieder einmal krank aus.

Fazit: Eindeutige Anzeichen einer durch das Coronavirus ausgelösten, systemischen Solvenzkrise sind – vielleicht mit Ausnahme Europas – nicht zu sehen.

Die andere Erklärung für die wilden Bewegungen der Finanzmärkte ist natürlich, dass wir eine gute, alte Liquiditätskrise durchleben; so wie 1998, 2001 oder 2015. Wenn dies der Fall ist, dann ist es wichtig anzuerkennen, dass die Zentralbanken das System mit Liquidität überschwemmen und dass diese Liquidität auch bestehen bleibt, wenn die Pandemie abklingt.

### Gründe für die Verwerfungen

Angesichts der rekordverdächtigen Liquiditätsspritzen der US-Notenbank und anderer Zentralbanken bleiben die Fragen dennoch offen: Warum sehen wir solche Verwerfungen? Warum gibt es überhaupt keine Nachfrage nach so vielen Unternehmensanleihen und sogar nach Kommunalanleihen? Warum gab es eine solch starke Korrektur in den Edelmetallpreisen? Und warum sind sogar die langfristigen Renditen von Staatsanleihen in den USA und der Eurozone angesichts der kollabierenden Aktienmärkte gestiegen?

Neue Regulierungen. In vergangenen Krisen haben die Investmentbanken in turbulenten Märkten als Market Makers für Liquidität gesorgt. Die Regulierungswelle nach 2008 hat dies jedoch wesentlich schwieriger gemacht. Während also die Finanzmärkte in den letzten zehn Jahren enorm gewachsen sind, sind die Finanzintermediäre geschrumpft. Sie können ihre Bilanz nicht mehr zur Verfügung stellen, um als

Gegenpartei Vermögenswerte zu kaufen, die in Panik auf den Markt geworfen werden. Das könnte durchaus die Ursache für einen Grossteil der Marktverwerfungen sein, die wir heute erleben.

Soziale Distanzierung. Wie die meisten anderen Unternehmen müssen die Finanzintermediäre grosse Umwälzungen in ihrem Arbeitsumfeld bewältigen. Ein Teil des Personals arbeitet von zu Hause oder von Notfallstandorten aus. Bei verstreuten Teams dürfte die Risikobereitschaft und -fähigkeit der Market Makers stark reduziert sein. Das könnte die Divergenz zwischen den Kursen von Exchange Traded Funds und den ihnen zugrundeliegenden Vermögenswerten oder die Verwerfungen an den Märkten für Unternehmensanleihen erklären.

Fonds in Schwierigkeiten. Wie immer, wenn die Märkte verunsichert sind, gibt es Gerüchte über Hedge Funds oder Banken in Schwierigkeiten. Zweifellos sind einige Marktteilnehmer auf dem falschen Fuss erwischt worden. Auch deutet der gleichzeitige Rückgang der Preise von Staatsanleihen, Aktien und Gold auf ein beträchtliches Mass an forcierter Liquidation hin – vielleicht von Risk-Parity-Strategien und von Hedge Funds, die mit zu viel Fremdkapital «gehebelt» waren?

Nochmals: Auf den ersten Blick lässt der Zusammenbruch der globalen Aktienmärkte auf eine Solvenzkrise schliessen. Dieses wahrgenommene Risiko könnte jedoch übertrieben sein. Es wird sicher zu einem Anstieg der Kreditausfälle kommen, der aber nicht automatisch eine systemische Finanz- und Bankenkrise zur Folge hat.

Die internationalen Rechnungslegungsstandards erlauben es den Banken, zwischen einem kurzfristigen Anstieg des Kreditrisikos und einer dauerhaften Verschlechterung der

Kreditqualität zu unterscheiden – mit einem dramatischen Unterschied in der Höhe des jeweils bereitgestellten Kapitals. Da die Covid-19-Pandemie immer mehr Unternehmen zur vorübergehenden Schliessung zwingt, werden die Banken alles Erdenkliche unternehmen, um den Kreditnehmern die Möglichkeit zu geben, auf kurzfristige Zins- und Tilgungszahlungen zu verzichten oder die Zahlungsfristen zu verlängern.

### Stimuli überdauern Pandemie

Das Einzige, was die Banken dazu zwingen könnte, Kredite von ansonsten gesunden Kreditnehmern zu kündigen und abzuschreiben, wäre ein plötzlicher Verlust ihrer eigenen Finanzierungsquellen. Doch das scheint derzeit unwahrscheinlich.

Wieso? Die Banken sind auf zwei Arten der Finanzierung angewiesen: Einlagen und Grosskundengeschäft. Heute scheint das Risiko der Flucht aus Einlagen sehr gering zu sein (ausser vielleicht in Europa?), und die Zentralbanken ziehen alle Register, um die Märkte für Grosskundenfinanzierung zu stabilisieren.

Daher mein Befund: Eine breite Solvenzkrise ist weniger wahrscheinlich, als der Markt es gegenwärtig einpreist. Es ist also gut möglich, dass wir eine «blosse» Liquiditätskrise durchleben und dass die Märkte mit dem Rückgang der Pandemie-Ängste zu einer normaleren Preisbildung zurückkehren werden.

Die Märkte werden dann die enormen monetären und fiskalischen Anreize – inklusive niedrigerer Rohölnotierungen – in ihre Preiskalkulation mit einbeziehen müssen. Wobei «enorm» vielleicht nicht das richtige Wort ist. «Gigantisch» trifft es wohl besser.



Louis-Vincent Gave

Louis-Vincent Gave ist Gründungspartner und CEO von Gavekal Research, die er gemeinsam mit seinem Vater Charles Gave und Anatole Kaletsky 1999 in London ins Leben gerufen hatte. Im Jahr 2002 verliess er das Londoner Büro und kehrte nach Hongkong zurück, wo er zuvor als Finanzanalyst für Paribas gearbeitet hatte. Louis-Vincent hat einen Bachelor-Abschluss von der Duke University, und an der Nanjing University hat er Mandarin studiert. Zudem war er Oberleutnant in einem Gebirgsjägerbataillon der französischen Armee.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/z20113](https://go.themarket.ch/z20113)



## Nachhaltig investieren. Überhaupt kein Sprung ins kalte Wasser.

Sichern Sie sich kostengünstig Zugriff auf unsere vollständig ESG-integrierten, globalen Strategien.

Nachhaltiges Investieren ist eine gute Sache. Aber wo soll man anfangen, ohne Abstriche bei der Rendite zu machen? Mit unseren ESG-integrierten Strategien bieten wir Anlegern kostengünstig Zugriff auf hochwertige Unternehmen, die alle globalen ESG-Kriterien erfüllen. So wollen wir bei geringer Volatilität langfristiges, nachhaltiges Wachstum ermöglichen und es Ihnen leichter machen, in eine bessere Zukunft zu investieren.

Anlagen enthalten Risiken, einschliesslich Kapitalverlust.

ERFAHREN SIE MEHR:

[WWW.AXA-IM.CH/RI](https://www.axa-im.ch/ri)

Die hier von AXA Investment Managers bereitgestellten Informationen dienen Werbezwecken und stellen weder eine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung dar, noch sind sie ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten. Die hier enthaltenen Meinungsäusserungen geben die aktuelle Einschätzung von AXA Investment Managers zum Zeitpunkt der Erstellung wieder. Diese Einschätzung kann sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Eine Haftung oder Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen wird von AXA Investment Managers nicht übernommen. Wir bitten Privatanleger, sich an ihren Anlageberater zu wenden. AXA Investment Managers, Affolternstrasse 42, CH-8050 Zürich

## INTERVIEW

# «Die Schwachpunkte im Finanzsystem sind heute an anderen Stellen»

Raghuram Rajan, Finanzprofessor an der Universität Chicago, warnt vor Zahlungsausfällen im Kreditsektor. Er spricht sich im Kampf gegen die Pandemie für direkte Wirtschaftshilfe aus und sagt, warum die Schweiz ein Vorbild zur Revitalisierung des Wachstums ist. **Von Christoph Gisiger**

Wenige Ökonomen geniessen international ein so grosses Renommee wie Raghuram Rajan. Der vormalige Präsident der Zentralbank Indiens sagt klar, was er denkt, und scheut sich nicht, vom Konsens abzuweichen. So hatte er im Vorfeld des Zusammenbruchs von Lehman Brothers früh vor den Risiken im Bankensystem gewarnt.

Heute droht erneut ein Unfall im Finanzsystem. Die Ausbreitung des Coronavirus sorgt für schwere Verwerfungen an den Börsen, «Ein uneingeschränkter Angriff auf das Virus durch Tests und Eindämmung ist derzeit die beste Massnahme. Die Zentralbanken können gegenwärtig nur signalisieren: «Wir sind hier und helfen, wo wir können», sagt Rajan im Interview.

Der profilierte Wirtschaftsexperte, der heute an der University of Chicago lehrt, plädiert zudem für direkte Kredite an Unternehmen und Arbeitnehmer, um die ökonomischen Folgen der Pandemie zu lindern. Die grössten Risiken macht er momentan im Markt für Unternehmenskredite aus.

**Professor Rajan, um einen Kollaps der Märkte zu verhindern, überschwemmen die Zentralbanken das Finanzsystem erneut mit Liquidität. Wie beurteilen Sie als ehemaliger Gouverneur der Reserve Bank of India diese Notmassnahmen?**

Die Geldpolitik kann helfen, etwas Vertrauen zu schaffen. Gezielte Massnahmen gegen die Ausbreitung des Virus und gegen die ökonomischen Folgen der Pandemie sind aber wichtiger. Dazu gehört, Unternehmen zu unterstützen, deren Einnahmen wegbrechen, zum Beispiel durch erleichterten Zugang zu Krediten. Ebenso sollten Mitarbeitende subventioniert werden, die einen Lohnausfall erleiden. Ein uneingeschränkter Angriff auf das Virus durch Tests und Eindämmung ist derzeit aber die beste Massnahme. Die Zentralbanken können gegenwärtig nur signalisieren: «Wir sind hier und helfen, wo wir können.»

**Der Crash an den Energiemärkten versetzt Anlegern einen zusätzlichen Schock. Was bedeutet ein Ölpreis von 24 \$ für das globale Finanzsystem?**

Im Ölmarkt reflektiert sich der Mangel an internationaler Zusammenarbeit. Gerade hier hätten eigentlich alle Akteure einen Anreiz zur Kooperation, um den Preis zu stützen. Zur Abschwächung der Nachfrage kommt nun aber der Preiskrieg der Saudis hinzu. Der Druck auf verschuldete Förderländer steigt dadurch noch mehr. Um ihr Budget zu finanzieren, sind viele dieser Staaten auf einen Ölpreis von 50 bis 60 \$ angewiesen, meines Wissens auch Saudi-Arabien. Verharrt der Preis längere Zeit auf diesem Niveau, werden sie in erhebliche Schwierigkeiten geraten.

**Hoch verschuldet sind ebenso viele Förderkonzerne in den USA. Welches Risiko bergen Konkurse in der amerikanischen Fracking-Industrie?**

Die Fracking-Industrie ist einer der höchstverschuldeten Bereiche im amerikanischen Unternehmenssektor. US-Energiekonzerne haben enorme Volumen an Hochzinsanlei-



«Die Verschuldung ist seit der Krise weiter gestiegen»: Raghuram Rajan.

hen begeben. Diese Risikopositionen machen die Märkte entsprechend nervös. Auf der Jagd nach Rendite haben sich Investoren tiefer und tiefer in die Niederungen des Kreditmarktes begeben. Niemand wollte etwas verpassen, und die Zentralbanken haben die Zinsen auf ultratiefem Niveau belassen. Ein Resultat davon sehen wir jetzt mit der wachsenden Angst vor Zahlungsausfällen.

**«Im Ölmarkt reflektiert sich der Mangel an internationaler Zusammenarbeit»**

**Sie gehören zu den wenigen Kritikern, die schon im Vorfeld der Finanzkrise vor Exzessen im Kreditsektor warnten. Wie robust ist das System heute?**

Die Verschuldung ist seit der Krise weiter gestiegen. Die Schwachpunkte im Finanzsystem sind heute aber an anderen Stellen: In den USA haben Banken und Haushalte ihre Schulden etwas reduziert. Im Unternehmenssektor hingegen haben sie zugenommen. Andere Bereiche sehen gleich aus wie vor der Krise. Dazu zählt der Private-Equity-Sektor, wo viele syndizierte Kredite gesprochen wurden und die Bewertungen zuletzt auf das gleiche Niveau wie vor der Finanzkrise gestiegen waren. Das, obschon die Qualität der Unternehmensgewinne teilweise noch schlechter ist als damals.

**Wo sonst haben sich neue Risse im Finanzsystem gebildet?**

Ein Bereich, der Anlass zu Sorge gibt und zu wenig beachtet wurde, sind Unternehmen mit einem BBB-Kreditrating, der untersten Stufe für Anleihen mit Investmentqualität. Um ihre Rendite zu maximieren, haben

sich viele institutionelle Anleger auf dieses Segment konzentriert. In einem Konjunkturabschwung werden diese Anleihen zum Problem, weil ihr Rating heruntergestuft wird und sie für viele institutionelle Anleger nicht mehr in Frage kommen. Die Folge sind Verkaufswellen, unter denen die Preise von BBB-Papieren einbrechen.

**Inwiefern tragen die Zentralbanken die Verantwortung für solche Fehlentwicklungen?**

Die Kernfrage ist, warum die Wachstumsraten in den Industrieländern so schwach und die Realzinsen so niedrig sind, obwohl Zentralbanken und Regierungen all diese Stimulusmassnahmen treffen. Solange wir darauf keine Antwort haben, bleibt unklar, wer Schuld trägt. Die Zentralbanken können einfach argumentieren, dass sie den Realzinsen bloss nach unten gefolgt sind und die Wirtschaft mit einer zu strengen Geldpolitik sonst abgewürgt hätten.

**Wie glaubwürdig ist dieses Argument?**

Gründe für die tiefen Realzinsen liegen teilweise in der niedrigen Produktivität und in der alternden Bevölkerung. Das erklärt jedoch nicht, warum sich das Wachstum in den Industrieländern so stark verlangsamt. Offensichtlich ist, dass sich ständig neue Bruchstellen im Finanzsystem bilden, wenn die Zentralbanken die Zinsen tief halten.

**Von der Internetblase über den Boom am Häusermarkt bis hin zum aktuellen Crash: Jedes Mal wurde versucht, die Wirtschaft über den Finanzsektor zu stimulieren. Weshalb gelingt es uns einfach nicht, auf einen Pfad nachhaltigen Wachstums zurückzukehren?**

In vielen Industrieländern florieren die urbanen Zentren, wogegen ländliche Regionen stagnieren. Diese Problematik besteht praktisch in jedem Land, ausser vielleicht

## Raghuram Rajan

«Ich übertreibe nur ein wenig, wenn ich sage, ich fühle mich wie ein früher Christ, der in eine Versammlung von halb verhungerten Löwen geraten war.» So erinnert sich Raghuram Rajan an das Wirtschaftssymposium von Jackson Hole im Sommer 2005, als er vor versammelter Finanzelite vor Exzessen im Bankensystem warnte. Damals scharf kritisiert, gehört er heute zu den renommiertesten Ökonomen.

In Zentralindien aufgewachsen, hat Rajan zunächst ein Studium als Elektroingenieur abgeschlossen und Anfang der Neunzigerjahre am Massachusetts Institute of Technology in Finanzwissenschaften doktortiert. 2003 wurde er zum jüngsten Chefökonom des Internationalen Währungsfonds ernannt. Von 2013 bis 2016 amtierte er als Gouverneur der Reserve Bank of India, worauf er nach einem Zerwürfnis mit der Regierung Modi abrupt zurücktrat.

Der 54-jährige Pragmatiker lehrt seither an der Booth School of Business der University of Chicago, wo er seine akademische Karriere begann und wo auch seine Frau unterrichtet. Er hat mehrere preisgekrönte Bücher verfasst. Sein jüngstes Werk ist 2019 unter dem Titel «The Third Pillar» erschienen. Es befasst sich mit der Interaktion von Staat, Märkten sowie Gemeinden und leitet daraus Rezepte zur Förderung von nachhaltigem Wachstum ab.

der Schweiz. In Frankreich etwa sind viele Gebiete ausserhalb der Grossstädte ökonomisch unterentwickelt. Das gleiche Phänomen erklärt, weshalb die konservative Regierung Grossbritanniens nun mit aller Kraft versucht, das Wachstum in den kleineren Städten des Nordens zu stimulieren, wo die Brexit-Bewegung auf viel Zustimmung stösst. Solche Unterschiede gibt es auch in den Grossstädten selbst, denn auch dort ist die Aussicht auf eine gute Anstellung ohne höhere Ausbildung gering. Es gibt zwar mehr Jobs als in ruralen Gegenden. Als Uber-Fahrer zum Beispiel verdient man aber leider nicht sehr viel.

**Woher kommen diese Diskrepanzen?**

Sie haben mit dem technologischen Fortschritt zu tun, der unterschiedliche Chancen schafft: Manche Bereiche der Wirtschaft bleiben zurück, was zu den politischen Spannungen führt, mit denen sich heute so viele Staaten konfrontiert sehen.

**Was meinen Sie damit genau?**

Automation und globaler Handel sind wichtige Faktoren. Wenn ein grosser Industrieunternehmen in der Umgebung einer Kleinstadt schliesst und Arbeitsplätze auslagert, bleibt wenig wirtschaftliche Aktivität übrig. Derweil nehmen soziale Probleme zu: Familien brechen auseinander, die Kriminalität steigt, und der Konsum von Alkohol sowie Drogen wächst. Ebenso verwahrlosen lokale Institutionen wie Schulen oder Spitäler. Das gesamte Gemeinwesen erodiert, wodurch die Bevölkerung noch mehr in Rückstand gerät, wenn es darum geht, von Wachstumschan-



«Auf der Jagd nach Rendite haben sich die Investoren tiefer und tiefer in die Niederungen des Kreditmarktes begeben. Niemand wollte etwas verpassen.»

cen zu profitieren. Das erklärt auch das Paradox, weshalb in Europa, in den USA und in Japan trotz der tiefen Arbeitslosenraten niemand zufrieden ist.

#### Wie lässt sich dieses Problem lösen?

Die Schweiz ist ein gutes Vorbild, denn Prinzipien wie Dezentralisierung und Subsidiarität haben aus meiner Sicht einen hohen Wert. Klar, man kann ein politisches System nicht einfach auf ein anderes Land übertragen. Die Vorteile dezentralisierter Strukturen wurden in den letzten Jahrzehnten aber zu wenig beachtet. Zu viel Macht ist heute in politischen Zentren wie Brüssel, nationalen Hauptstädten und internationalen Organisationen konzentriert. Damit fragt sich, in welchen Kompetenzbereichen es sich lohnt, mehr Verantwortung an die Gemeinden zu übertragen und neue Institutionen dort zu schaffen, wo die betroffenen Leute leben.

#### Was sind die Vorteile davon?

Es mag seltsam erscheinen, dass ich in einer globalisierten Welt Lösungen auf der Ebene des Gemeinwesens suche. Viele Menschen glauben heute, dass sie nichts bewirken können. Das Gemeinwesen kann uns deshalb nicht nur eine Identität, sondern auch ein Gefühl von Mitbestimmung geben. Gegen ökonomische Kräfte lässt sich zwar wenig ausrichten. In einer Gemeinschaft können wir ihnen aber besser begegnen, sodass die Herausforderungen der Globalisierung weniger gross sind. Es geht also darum, wie wir alle drei Pfeiler unserer Gesellschaft stärken können: das Gemeinwesen, gut funktionierende Märkte und einen modernen Staat, der den Bürgern genügend Freiraum lässt.

#### Wie lässt sich das bewerkstelligen?

Es geht darum, die Wirtschaft in zurückgebliebenen Regionen zu revitalisieren. Dafür muss eine Gemeinde für Investoren attraktiv sein. Eine wichtige Rolle spielt die Inf-

rastruktur. In den USA zum Beispiel gibt es noch immer Wohngebiete ohne Breitbandanschluss. Ebenso wichtig ist, Interesse an sozialem Engagement zu wecken. Packt man es richtig an, entsteht ein positiver Kreislauf, in dem immer mehr Firmen in die Gegend ziehen, die Menschen bessere Arbeit finden, soziale Probleme nachlassen und die Gemeinde zu einem beliebten Wohnort wird.

#### Und wie lässt sich vor diesem Hintergrund eine globale Bedrohung wie eine Pandemie am besten entschärfen?

In gewisser Hinsicht ist das Coronavirus eine soziale Krankheit, die wir als Gemeinschaft am besten bekämpfen können. Jeder trägt Verantwortung, weil eine Ansteckung auch Folgen für die anderen in unserem Umfeld hat. Das bedeutet, dass wir uns alle testen lassen müssen und – wenn der Befund positiv ausfällt – uns für die notwendige Zeit in Quarantäne begeben. Wer hingegen kein Gefühl für das Gemeinwesen hat, dem ist es eher gleichgültig, wenn er andere Menschen ansteckt, was zentralisierte und autoritäre Massnahmen erforderlich macht.

#### Was könnte die Pandemie für die Globalisierung bedeuten, der immer mehr Menschen kritisch gegenüberstehen?

Negative Effekte sind denkbar. Tatsache ist aber auch, dass sich kein Land in Sicherheit wiegen kann, wenn das Virus in China, Iran, Italien oder Spanien wütet. Vernünftige Sicherheitsvorkehrungen sind notwendig. Schutzwälle hochzufahren, bringt jedoch wenig, denn das Virus wird immer einen Schlupfweg finden. In der global vernetzten Welt von heute brauchen wir integrierte Lösungen. Das heisst, wir müssen im Kampf gegen das Virus auch den Ländern Afrikas helfen, die medizinisch unzureichend ausgerüstet sind. Das hat bereits der Ausbruch von Ebola gezeigt. Obschon die Versuchung gross ist, uns von anderen Ländern abzuriegeln, verspricht ein globaler Ansatz mehr

Erfolg, weil sonst immer wieder neue Krisenherde ausbrechen.

#### Wie gross ist das Risiko einer globalen Rezession?

Ein Abschwung ist wahrscheinlich, das Ausmass aber unklar. Die Ausbreitung des Virus zu verlangsamen, ist wichtig. Ebenso besteht die Gefahr, dass Unternehmen in Konkurs gehen und Arbeitsplätze verloren gehen. Umso mehr braucht es gezielte Massnahmen zur Verhinderung einer Welle von Konkursen, besonders bei kleinen und mittelgrossen Unternehmen. Ist das Virus einmal gestoppt, kommt es darauf an, dass die Menschen Vertrauen gewinnen, wieder arbeiten und konsumieren. In dieser Phase sind fiskal- und geldpolitische Impulse am wirksamsten. Vorerst hat aber der Kampf gegen das Virus erste Priorität.

«Zu viel Macht ist heute in politischen Zentren wie Brüssel, nationalen Hauptstädten und internationalen Organisationen konzentriert»

#### Welche Dimensionen könnte eine Rezession im Vergleich zur Finanzkrise von 2007/08 annehmen?

Kategorisch lässt sich das schwer sagen. Das grösste Risiko ist ein Teufelskreis, bei dem die Konjunkturschwäche die Probleme im Kreditsektor verschärft, was dann wiederum die Wirtschaft zusätzlich belastet,

sodass die Verunsicherung an den Finanzmärkten noch mehr wächst. Wenn sich die Lage in einigen Wochen entschärft, sich eine Rückkehr zur Normalität erkennen lässt und der Konsum nicht allzu stark beeinträchtigt wird, könnten wir im späteren Jahresverlauf eine kräftige Konjunkturerholung erleben. Darauf hoffen wir alle. Setzt sich der Abschwung aber längere Zeit fort, und leidtragende Personen und Firmen erhalten keine Direkthilfe, trüben sich die Perspektiven weiter ein.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/z20115](https://go.themarket.ch/z20115)



A photograph of a cobblestone path leading towards a castle with multiple spires, set against a sunset sky. The path is illuminated by the golden light of the setting sun, creating a strong contrast with the dark shadows of the trees and the castle.

# RUHESTAND HAT GOLDENEN BODEN.

Das Fundament der Altersvorsorge:  
Ein Investment in Gold  
bringt Sicherheit.

**pro aurum Schweiz AG**

Weinbergstrasse 2

8802 Kilchberg

044 716 56 00

**[www.proaurum.ch](http://www.proaurum.ch)**

Barren/Münzen • Schliessfächer • Zollfreilager

ANALYSE

# The Market Asset Allocation stockt Aktien auf

Die Börsen hängen in den Seilen, die Nervosität unter den Anlegern ist gewaltig. Zeit für eine Bestandesaufnahme und Anpassung der Asset Allocation von The Market. **Von Sandro Rosa**

Die vergangenen Wochen haben gezeigt, wie unberechenbar die Märkte sein können. Binnen kurzer Zeit haben die wichtigsten Börsenindizes 30 bis 35% an Wert verloren und die optimistischen Prognosen vieler Marktstrategen zum Jahresbeginn Lügen gestraft. Der Bullenmarkt ist tot – nur wenige Tage nach seinem elften Geburtstag.

Vom heftigen Sturm wurde auch die Asset Allocation von The Market erfasst. Seit der letzten Bestandesaufnahme im Januar hat das Portfolio 10,5% an Wert eingebüsst – und damit etwas schlechter abgeschnitten als der Pictet-BVG-40-Vergleichsindex. Anders als unsere Asset Allocation profitierte der Pictet-Index vom erneuten, massiven Zinsrückgang, der nun auch die Rendite auf zehnjährige US-Staatsanleihen deutlich unter die 1%-Marke gezogen hat. Noch zum Jahresbeginn lag ihre Rendite knapp unter 2%.

Nach diesem Kursschub – fallen die Zinsen, steigen die Anleihenkurse, und umgekehrt – ergeben Anleihen in einem langfristigen Portfolio noch weniger Sinn. The Market bleibt deshalb dabei und meidet festverzinsliche Anlagen, solange die Zinsen derart niedrig sind und nicht einmal die Teuerungsrate übersteigen.

## Enttäuschende Energieaktien

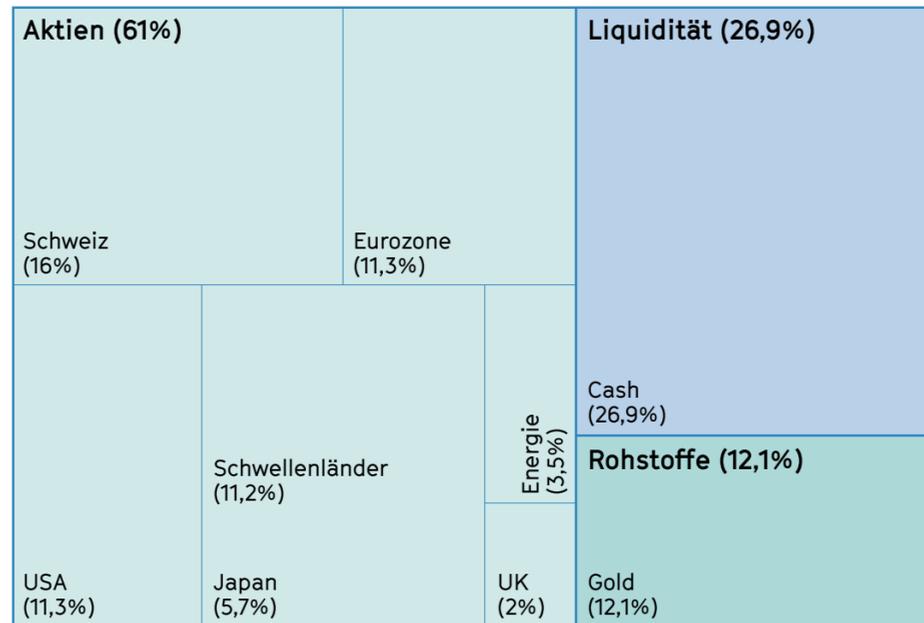
Im Januar hat The Market auf die schon damals gebeutelten Energieaktien gesetzt. Angesichts der (moderaten) Anzeichen einer globalen Konjunkturerholung zum Jahresbeginn und im Lichte der zunehmenden Spannungen zwischen den USA und Iran schienen die Chancen auf eine Aufholbewegung beim Rohöl – und damit bei den Energietiteln – gut.

Dennoch hat sich die Kurserosion seither nochmals beschleunigt. Nicht zuletzt der überraschende Machtkampf zwischen Russland und Saudi-Arabien, der just dann zu einer Ausweitung der Rohölförderung führte, als das Coronavirus die Nachfrage einbrechen liess, wirkte sich verheerend aus. Innerhalb weniger Tage sackte der Ölpreis rund 30% ab.

Seit Januar hat sich die Notierung des MSCI World Energy ETF in etwa halbiert. Aber auch die übrigen Aktienindizes haben seit der letzten Bestandesaufnahme im Januar deutlich an Wert eingebüsst.

Gold, das in einer ersten Phase der Verunsicherung seinem Ruf als sicherer Hafen gerecht wurde, gab zwischenzeitlich zwar ebenfalls nach. Dennoch sorgte es – gemeinsam mit der hohen Cash-Quote – für eine gewisse Stabilität im Portfolio.

The Market Asset Allocation



«Von einer tiefen Abneigung gegen Aktien, wie sie sich nach heftigen Kursstürzen typischerweise einstellt, ist noch wenig zu spüren»

So viel zum Rückblick. Doch was sollen Anleger nun tun? Antizyklisch zukaufen, da die «Kanonen donnern»? Angesichts der grossen Unsicherheit scheint ein aggressives Aufstocken riskant. Die Kombination einer Pandemie mit fragilen Märkten ist zutiefst beunruhigend. Stolze Bewertungen (zumindest vor dem Kurseinbruch) und hohe Schulden, eine rapide Wachstumsabschwächung, Notenbanken, die jetzt schon am Limit operieren, und ein Virus, das auf die Psyche der Menschen drückt, sind ein Cocktail, dessen Konsequenzen kaum absehbar sind. Dass die Bedrohung nicht wahrnehmbar ist, überall auftreten kann und tödlich ist, macht sie besonders heimtückisch.

Die negativen Nachrichten aus der Wirtschaft werden in den kommenden Wochen die Schlagzeilen beherrschen – und für Volatilität sorgen.

Was ebenfalls für ein vorsichtiges Agieren spricht, ist die zugegebene subjektive Beobachtung, dass nach wie vor (zu) viele Marktteilnehmer auf der Suche nach einem «guten Einstiegszeitpunkt» sind. Die Buy-the-Dip-Mentalität ist immer noch präsent. Von einer tiefen Abneigung gegen Aktien, wie sie sich nach heftigen Kursstürzen und Bärenmärkten typischerweise einstellt, ist noch wenig zu spüren.

Andererseits ist die Nervosität gewaltig. Der Volatilitätsindex Vix, der die erwartete Schwankungsbreite des S&P 500 wiedergibt und auch als «Angstbarometer» bekannt ist, ist zwischenzeitlich auf 82,7 geschossen und hat damit den Rekord aus der globalen Finanzkrise übertroffen. Auch das Risk Barometer von The Market signalisiert Panik.

Die aktuelle Monatsumfrage von Bank of America Merrill Lynch unter Fondsmanagern zeigt ebenfalls eine enorme Stimmungseintrübung unter den professionellen Anlegern. Das ist in der Regel kein allzu schlechter Zeitpunkt, um taktisch die Risiken etwas zu erhöhen.

## Moderater Aktienkauf vertretbar

Somit erscheint ein moderater Kauf von Aktien – ihr Anteil in der Asset Allocation hat durch den Kurssturz der vergangenen Wochen ohnehin abgenommen – durchaus vertretbar. The Market hat deshalb am 17. März folgende ETF-Positionen aufgestockt (siehe auch die Übersichtstabelle unten):

- **Swiss Performance Index:** +12 auf neu 130 Anteile
- **MSCI EMU:** +150 auf 600 Anteile
- **MSCI Japan:** +65 auf 350 Anteile
- **MSCI Schwellenländer:** +450 auf 2700 Anteile
- **MSCI Welt Energie:** +75 auf 190 Anteile

Damit wurden diese Segmente wieder in Richtung der strategischen Ausrichtung geführt. Das sind zudem diejenigen Indizes, die in der Korrektur am stärksten gelitten haben und deren Bewertungen gemessen an langfristigen Kennzahlen wie dem zyklisch adjustierten Kurs-Gewinn-Verhältnis tendenziell am attraktivsten sind.

Im Gegenzug nahm die Bargeldquote um gerundete 7150 Fr. ab. Per 25. März beträgt der Cash-Anteil rund 27%. Damit ist immer noch ausreichend trockenes Pulver vorhanden, sollten die Börsenkurse weiter fallen.

Die untenstehende Tabelle liefert eine Auswahl an passenden ETF, mit denen sich die Strategie umsetzen lässt. Bei der Selektion der Anlageprodukte wird auf die Verwaltungskosten und die Liquidität des Produkts geachtet. Bei der Nachbildung des zugrundeliegenden Index wird der physischen Replikation in der Regel der Vorzug gegeben. Bei Aktien werden die Währungsrisiken normalerweise nicht abgesichert. Schliesslich soll der ETF an der SIX kotiert sein.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:  
[go.themarket.ch/z20117](https://go.themarket.ch/z20117)

## Das Portfolio von The Market

Quellen: Amundi, BlackRock, SIX, State Street, UBS

Anlageklasse	Index	ETF	Isin	Gesamtkostenquote (Ter)	Währung	Nachbildung	Anzahl Titel im Portfolio	Wert in Fr.
Schweizer Aktien	Swiss Performance Index	iShares Core SPI® ETF (CH)	CH0237935652	0,10%	CHF	Physisch	130	14'329
Aktien aus der Eurozone	MSCI EMU	UBS ETF (LU) MSCI EMU UCITS ETF (EUR) A-acc	LU0950668870	0,18%	EUR	Physisch	600	10'154
UK-Aktien	FTSE 100	iShares FTSE 100 UCITS ETF GBP (Acc)	IE00B53HP851	0,07%	GBP	Physisch	17	1'793
US-Aktien	S&P 500	iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD (Acc)	IE00B5BMR087	0,07%	USD	Physisch	43	10'122
Japanische Aktien	MSCI Japan	UBS ETF MSCI Japan UCITS ETF (JPY) A-acc	LU0950671825	0,35%	JPY	Physisch	350	5'117
Schwellenländeraktien	MSCI Schwellenländer	Amundi MSCI Emerging Markets	LU1681045453	0,20%	USD	Synthetisch	2700	10'059
Energieaktien	MSCI Welt Energie	SPDR MSCI World Energy UCITS ETF	IE00BYTRR863	0,30%	USD	Physisch	190	3'157
Gold	LBMA Gold Price	UBS ETF (CH) - Gold (USD) A-dis	CH0106027193	0,23%	USD	Physisch	210	10'801
<b>Bargeld</b>								<b>24'058</b>
<b>Total</b>								<b>89'589</b>

**0,1%** Leitzins im Vereinigten Königreich. Das ist der niedrigste Wert in den 326 Jahren seit der Gründung der Bank of England.

Quelle: themarket.ch, Bloomberg

## ANALYSE

## Anleitung für die Krise

Waren die vergangenen Wochen ein Vorbeben für noch grössere Börsenturbulenzen, oder ist das Schlimmste überstanden? The Market beleuchtet die aktuelle Lage an den Finanzmärkten und zeigt, wie Investoren durch den Sturm navigieren können. **Von Mark Dittli**

Wie geht es nach den Turbulenzen nun weiter? Diese Frage treibt derzeit viele Anleger um. Waren die vergangenen Wochen ein Vorbeben für «The Big One», einen weiteren, noch grösseren Rückschlag? Oder präsentieren sich jetzt Kaufmöglichkeiten?

The Market versucht, eine Anleitung in vier Kapiteln zu geben, wie Anleger sicher durch die Krise navigieren können.

## 1. Bestandesaufnahme

Der 21. Februar 2020 war der Tag, an dem sich für die Finanzmärkte alles änderte. Bis zu diesem Freitag sah es so aus, als sei die Eindämmung des neuartigen Coronavirus Sars-CoV-2 in der chinesischen Provinz Hubei einigermaßen gelungen. Ausserhalb Chinas waren bis dahin bloss gut tausend Erkrankungsfälle bekannt, mehr als die Hälfte davon auf einem Kreuzfahrtschiff vor der Küste Japans.

Diese Einschätzung änderte sich, als ab dem 21. Februar simultan Ausbrüche in Südkorea, in Italien und Iran bekannt wurden. Was sich danach ereignete, ist bekannt: Das Virus hat sich auf allen Kontinenten ausgebreitet, mit besonderen Schwerpunkten in Europa und den USA.

In China ist – zumindest gemäss den offiziellen Zahlen – der schlimmste Teil der Pandemie überstanden; die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt hat die Rückkehr zur Normalität eingeleitet. Anderen asiatischen Staaten wie Japan, Südkorea, Taiwan und Singapur ist es gelungen, die Ausbreitung des Virus effektiv einzudämmen – wobei stets die Gefahr eines Wiederaufflammens der Pandemie besteht. Anders als in Asien steigt die Zahl der Erkrankungen in Europa und in den USA immer noch exponentiell.

Für die Weltwirtschaft ist die Pandemie – beziehungsweise die Massnahmen der Regierungen zu ihrer Eindämmung – ein Schock in mehrfacher Hinsicht. Zunächst führt sie zu einem Angebotsschock, weil Produktionskapazitäten stillgelegt werden und Lieferketten reissen. Zum Zweiten ist die Pandemie ein Nachfrageschock, weil Millionen von Menschen zu Hause bleiben müssen. Unzählige Dienstleistungsbetriebe, von der Gastronomie und der Hotellerie bis zu Fluggesellschaften, Kreuzfahrtunternehmen, Messebetreibern, Flughäfen und vielen mehr, erleiden irreversible Einnahmehausfälle. Drittens kommt es zu einem Vermögensschock, weil sich an den Finanzmärkten – zumindest vorübergehend – Anlagewerte in Billionenhöhe in Luft aufgelöst haben. Und viertens schliesslich droht ein Kreditchock, weil zahlreiche Unternehmen Mühe bekunden, fällige Schulden zu refinanzieren.

Der kombinierte Effekt dieser Schocks wird die Weltwirtschaft stark in Mitleidenschaft ziehen. Ökonomen überbieten sich gegenseitig mit der Publikation von Annahmen, wie stark die Wirtschaftsleistung im ersten und vor allem im zweiten Quartal des laufenden Jahres einbrechen wird. Zwischen 5 und 30% ist alles zu lesen; das sind Ausmasse wie während der Grossen Depression der frühen Dreissigerjahre. Zehntausende Unternehmen werden signifikante Einbussen in ihrem Gewinn erleiden.

Diese Einbussen in den Unternehmensgewinnen versuchen die Aktienmärkte mit ihrer Kurskorrektur der vergangenen Wochen

## 1) USA: Nervosität am Markt für Junk Bonds steigt

Spread des Barclays Capital U.S. Corp. High Yield Index zu zehnjährigen US-Treasuries (in Prozentpunkten)



## 2) Stress im US-Finanzsystem

Bloomberg Financial Conditions Index



einzupreisen. Das Problem ist bloss: Über das Ausmass des wirtschaftlichen Schadens herrscht aktuell vollkommene Ungewissheit. Prognosen sind in diesem Umfeld komplett unnütz, weil die wirtschaftliche Entwicklung vom weiteren Verlauf – von der Schwere, der Dauer, der geografischen Ausbreitung und den Massnahmen der Regierungen – der Pandemie abhängig ist.

## «Der Einbruch erinnert an die Grosse Depression»

«Diverse Banken publizieren Prognosen, die auf die Kommastelle genau sagen, wie sich die Konjunktur im zweiten, im dritten und im vierten Quartal entwickeln wird. Wie zum Teufel wollen die das wissen?», sagt dazu der amerikanische Value-Investor Howard Marks im Gespräch mit The Market.

Diese Ungewissheit äussert sich in den enormen Schwankungen und den panikartigen Verkaufswellen, die die Aktienmärkte gegenwärtig erschüttern. Auf einen Einbruch von 9% an einem Tag folgt eine Erholungsbewegung von 10% am nächsten Tag. Das ist ein Ausdruck der Ratlosigkeit der Märkte; sie wissen nicht, wie sie die Auswirkungen der Pandemie einpreisen sollen. Die Finanzmärkte sind sehr effizient in der Verarbeitung «normaler» Informationen wie Unternehmenszahlen oder Konjunkturdaten. Bei einem externen Schock wie im aktuellen Fall

sind sie aber mit vollkommener Ungewissheit konfrontiert, was es verunmöglicht, die Effekte der Pandemie «richtig» einzupreisen.

## 2. Die Gefahren

Eine Rezession in der Weltwirtschaft – respektive in Teilen davon – führt zu einem Rückgang des Cashflows der Unternehmen. Gleichzeitig werden die Banken in der Kreditvergabe zurückhaltender, und die Bondmärkte verlangen höhere Prämien.

Das ist ein gefährliches Umfeld für Unternehmen, die zu hoch verschuldet sind und die auf funktionierende Kapitalmärkte angewiesen sind, um sich zu refinanzieren. Geraten sie in eine Kreditklemme, wird aus einem Liquiditäts- rasch ein Solvenzproblem. Um es mit den Worten des amerikanischen Investors Warren Buffett zu sagen: «Erst bei Ebbe zeigt sich, wer ohne Badehosen geschwommen ist.»

Der Ölpreissturz verstärkt diese Gefahr besonders in den USA. Am dortigen Markt für Hochzinsanleihen sind derzeit Obligationen im Gesamtwert von mehr als 1000 Mrd. \$ ausstehend. Gemäss Schätzungen von Goldman Sachs stammen rund 130 Mrd. \$ davon allein aus dem Energiesektor.

Die Risikoauflage auf amerikanischen Unternehmensanleihen in den qualitativ minderwertigen Ratingstufen sind in den vergangenen Tagen markant auf mehr als 10 Prozentpunkte gestiegen (vgl. Grafik 1). Der Bondmarkt beginnt also, eine grössere Gefahr von Konkursen einzupreisen.

## In Kürze:

- Die Gefahr eines Unfalls am Finanzmarkt ist nicht gebannt
- Gestaffelter Einstieg ist sinnvoll
- Wichtig sind solide, wenig verschuldete Bilanzen

Generell steht das Finanzsystem in Europa und den USA schon seit mehreren Wochen unter erheblichem Stress; der europäische Bankenindex ist auf ein Mehrjahrzehntetief gefallen (vgl. S. 26), der Bloomberg Financial Conditions Index in den USA notierte letztmals in der Finanzkrise von 2008/09 so tief wie heute (vgl. Grafik 2). Die Liquidität an den Märkten für Fremdkapital ist ausgetrocknet.

Die Zentralbanken versuchen mit immer grösseren Programmen, Liquidität ins Finanzsystem zu pumpen. Seit der Woche vom 23. März hat das zu einer leichten Entspannung geführt, doch die Gefahr eines Unfalls an den Märkten ist nicht gebannt. Ein derartiger Unfall könnte zum Beispiel ein Grosskonzern sein, der in Liquiditätsnot gerät und Konkurs anmelden muss, oder eine zu schwach kapitalisierte Bank, die vom Interbanken-Finanzierungsmarkt abgeschnitten wird. Das könnte sich zu einer Systemkrise ausweiten. Mit den grossen geld- und fiskalpolitischen Stützungsprogrammen mag die Wahrscheinlichkeit eines derartigen Unfalls zwar abgenommen haben, doch sie liegt nicht auf null. Ein derart nicht lineares Ereignis lässt sich unmöglich prognostizieren.

Eine weitere Gefahr in dieser fragilen Lage liegt in der mangelnden Kooperation der Regierungen und der Zentralbanken. Ein externer Schock – und das ist die Pandemie zweifellos – rechtfertigt durchaus fiskal- und geldpolitische Stützungsmaßnahmen. Doch anders als im Herbst 2008, als Regierungen und Zentralbanken zur Bekämpfung der Finanzkrise rasch und global koordiniert handelten, ist davon heute nichts zu sehen. Die Weltwirtschaft ist gefährlich führerlos.

So viel zur Bestandesaufnahme und zu den Gefahren. Wie sollen Anleger nun damit umgehen?

## 3. Der Umgang mit Ungewissheit

Der Finanzmarkt ist ein komplexes, adaptives Wesen, das emotional höchst instabil ist. Wäre der Markt ein Mensch, müsste man ihn als manisch-depressiv bezeichnen, weil er ständig zwischen Gier und Angst pendelt. Um als Investor in Extremsituationen nicht zum Opfer der eigenen Emotionen zu werden, hat man einst, in nüchternem Zustand und basierend auf der eigenen Risikofähigkeit und -toleranz, eine strategische Asset Allocation erstellt. An dieser sollte man festhalten und sie nicht beim ersten Windstoss unter Einfluss der eigenen Emotionen über Bord werfen. Sonst läuft man Gefahr, im dümmsten Moment zu verkaufen.

Eine Reihe weiterer Prinzipien hilft dabei, einigermaßen sicher durch die wilden Gewässer zu navigieren:

Demut bewahren: Niemand kann prognostizieren, wie sich die Börsen über die nächsten

Wochen und Monate entwickeln. Ergo lässt sich auch nicht feststellen, ob der Boden schon erreicht ist oder ob die Abwärtsbewegung noch weitergeht. «Ich weiss nicht, wo die Börsen morgen, in einer Woche, in einem Monat oder in einem Jahr stehen – und wer behauptet, er wisse es, sollte sein Gehirn untersuchen lassen», sagt Howard Marks. Demut ist durchaus befreiend: Das Wissen um das eigene Nichtwissen schützt vor Selbstüberschätzung und dem Versuch des «Market Timing».

Geduldig sein: Es mag bisweilen reizvoll erscheinen, bei vermeintlichen Schnäppchen zuzuschlagen. Das ist nicht per se falsch, doch man sollte sich vor dem Gefühl schützen, man könnte etwas verpassen. Eine Bodenbildung an den Börsen benötigt Zeit.

Als Eigentümer denken: Wer Aktien eines Unternehmens kauft, erwirbt vordergründig ein Wertpapier, dessen Preis – der Aktienkurs – an der Börse heftig schwanken kann. Doch der jede Sekunde über den Bildschirm flackernde Preis ist nicht wichtig. Wichtig ist der Wert, den die Aktie repräsentiert. Denn als Aktionär wird man Miteigentümer des Unternehmens, beteiligt sich an dessen Anlagen, an dessen Patenten, Ideen und damit dessen Zukunftspotenzial.

Wenn es sich um ein gesundes Unternehmen mit einer soliden Bilanz handelt, kann man die kurzfristigen Kursschwankungen getrost ignorieren. Denn sie spiegeln nur einen von Emotionen getriebenen Preis, nicht aber den Wert der Aktie. Wichtig ist einfach, dass das Unternehmen im aktuellen Umfeld nicht zu hoch verschuldet ist und daher nicht Gefahr läuft, zum ungünstigsten Zeitpunkt eine Kapitalerhöhung durchführen zu müssen. Firmen, die ihre Schulden refinanzieren müssen oder von Banken abhängig sind, sind gefährdet.

Angenommen also, man hat etwas Cash auf der Seite und geht in Bezug auf die Gefahren in der Wirtschaft und im Finanzsystem nicht von einem Katastrophenszenario aus: Was soll man jetzt tun?

#### 4. Was tun?

Den Betrag, den man neu anzulegen bereit ist, sollte man in drei bis fünf gleich grosse Summen unterteilen und diese bei Erreichen vorgängig definierter Schwellen investieren. So erliegt man nicht der Versuchung des perfekten «Market Timing», handelt nicht emotional und verhindert, dass man sein ganzes Pulver zu früh verschießt.

### «Fernhalten sollte man sich von den vermeintlich günstigen Aktien, die mitten im Sturm der Pandemie stehen»

Der Schweizer Aktienmarkt ist qualitativ grundsätzlich hochwertig, diese Strategie des gestaffelten Einstiegs lässt sich also beispielsweise mit einem Exchange Traded Fund (ETF) auf den SMI oder den Swiss Performance Index umsetzen. Wer es lieber weltweit diversifiziert mag, kann nach demselben Prinzip mit ETF auf den Welt-Aktienindex vorgehen.

Wer lieber auf Einzeltitel setzt, sollte der Bilanzanalyse im aktuellen Umfeld besonders viel Beachtung schenken. Nochmals: Zu hohe Schulden können fatal sein. Fern-

halten sollte man sich gegenwärtig auch von den tief gestürzten, vermeintlich günstigen Aktien von Unternehmen, die mitten im Sturm der Pandemie stehen, beispielsweise Airlines und Kreuzfahrtunternehmen. Das ist ein gefährliches Vabanque-Spiel. Unternehmen – dazu zählen auch Banken oder in den USA Konzerne wie Boeing –, die möglicherweise vom Staat gerettet werden müssen, könnten gezwungen werden, ihre Altaktionäre zu verwässern oder ihre Dividendenausschüttung für Jahre zu streichen. Um diese Fälle will man als Investor einen Bogen machen.

Interessant sind dagegen Unternehmen, deren Qualität über jeden Zweifel erhaben ist. Im optimalen Fall besitzen sie eine schuldenfreie oder nur marginal verschuldete Bilanz, was ihnen erlaubt, auch in vorübergehend schwierigeren Zeiten ihre Dividende auszuschütten. Die Schweizer Börse bietet einige derartige Gesellschaften. Weil ihre Qualität so hoch ist, sind sie selten günstig bewertet. Die gegenwärtige Korrektur kann also eine Kaufgelegenheit bieten. Selbstverständlich sind auch diese Aktien nicht vor weiteren Rückschlägen gefeit, aber langfristig ist man mit ihnen gut aufgehoben.

Eine Auswahl dieser Unternehmen findet sich im The Market Best Ideas Portfolio (vgl. S. 20) sowie im The Market Dividend Portfolio (vgl. S. 22).

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/z20119](https://go.themarket.ch/z20119)



## Die aussagekräftigere Analyse gewinnt.

Lesen Sie es kommen.

Im neuen Finanzmedium für versierte Anleger finden Sie Artikel, die nicht an der Oberfläche kratzen, sondern sorgfältig recherchiert in die Tiefe gehen. Und Ihnen helfen, vorausschauend zu handeln. Ganz ohne Ablenkung durch den täglichen Lärm der Börse.

The Market  
Jetzt 30 Tage  
kostenlos  
probelesen  
[go.themarket.ch/trial](https://go.themarket.ch/trial)

Kein Abo. Keine Kreditkarte.  
Keine automatische Verlängerung.  
100% unverbindlich und kostenlos.

Jetzt 30 Tage  
kostenlos testen.

the market  
NZZ

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



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

ANALYSE

# Das The Market Best Ideas Portfolio: eine Kaufliste für die Zeit nach der Krise

Wer im aktuellen, von Nervosität und Angst geprägten Umfeld auf qualitativ hochwertige Aktien setzt, hat langfristig Aussicht auf hohen Gewinn. Das The Market Best Ideas Portfolio präsentiert 39 Kaufkandidaten. **Von Michael Griesdorf und Mark Dittli**

Niemand weiss, wann der Boden an den Finanzmärkten erreicht ist. Der Sturm kann noch mehrere Wochen weitertoben. Doch die Erfahrung aus der Geschichte zeigt: Von Krisen ausgelöste Panikwellen an den Börsen bieten immer auch Kaufchancen, dann nämlich, wenn Investoren aus Angst – oder auf Druck ihrer Bank – wahllos ihr Portfolio liquidieren und eine effiziente Preisfindung an den Märkten verunmöglicht wird.

Wer Cash, Geduld und starke Nerven hat, findet im aktuellen Umfeld Kaufgelegenheiten: Aktien von qualitativ hochwertigen Unternehmen mit solider Bilanz, zu deutlich günstigeren Bewertungen als vor der Krise. Doch um in der Hitze der Emotionen überhaupt überlegt handeln zu können, muss man eine Kaufliste bereithalten.

The Market hilft dabei: Neben dem Schweizer Dividendenportfolio (vgl. S. 22), einer Auswahl von Aktien mit einer attraktiven, hochwertigen Dividendenrendite, lanciert die Redaktion per Ende März das The Market Best Ideas Portfolio, eine Sammlung unserer besten Anlageideen aus der Schweiz und anderen Ländern.

## Das Portfolio

Das The Market Best Ideas Portfolio besteht zum Start aus 39 Unternehmen, unterteilt in zwei Gruppen: Qualitätswerte und Risikopositionen. Zudem hält das Portfolio zu Beginn eine Cashposition von 15%. Das gibt die Möglichkeit, weitere Opportunitäten zu nutzen, die sich im volatilen Börsenumfeld ergeben werden.

«Ein wichtiges Auswahlkriterium für Qualitätswerte ist die Solidität der Bilanz»

Die Qualitätswerte bilden das Rückgrat des Portfolios und machen zum Start 72,5% der Gesamtgewichtung aus. Sie zählen zum Besten, was die Aktienmärkte zu bieten haben. Konkret handelt es sich dabei um 29 Unternehmen aus verschiedenen Branchen, neunzehn davon aus der Schweiz und zehn aus anderen Ländern. Zum Start sind die Positionen der Qualitätswerte gleich gewichtet, mit je 2,5% des Portfolios.

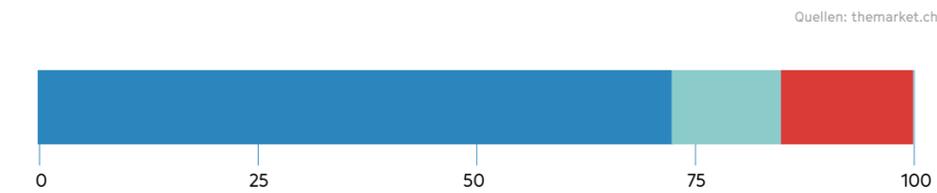
In der kleineren Gruppe «Risikopositionen» finden sich Unternehmen, die die Qualitätskriterien nicht restlos erfüllen, denen die Redaktion aber überdurchschnittliches Potenzial zutraut – etwa, weil sie sich in einem Umbau, einer Turnaround-Situation oder einem Managementwechsel befinden. Beispiele für diese Gruppe sind der Uhren- und Schmuckkonzern Swatch Group, die Versandapotheke Zur Rose oder die Pharmagruppe Vifor. Zum Start sind diese Positionen mit je 1,25% des Portfolios gewichtet.

68% des Portfolios sind Gesellschaften aus der Schweiz. 32% entfallen auf Unternehmen aus anderen Ländern. Damit können insbesondere auch Sektoren wie Informationstechnologie oder Energie berücksich-

## The Market Best Ideas Portfolio – Risikoprofil

Gewichtung Portfoliobestandteile (in %)

Qualitätsaktien Risikotitel Cash

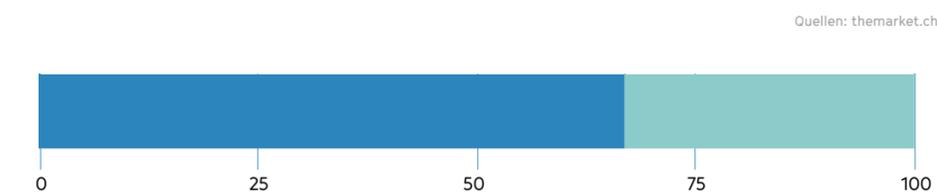


Quellen: themarket.ch

## The Market Best Ideas Portfolio – geografische Gewichtung

Gewichtung Aktien Schweiz und Aktien Ausland (in %)

Schweiz Ausland

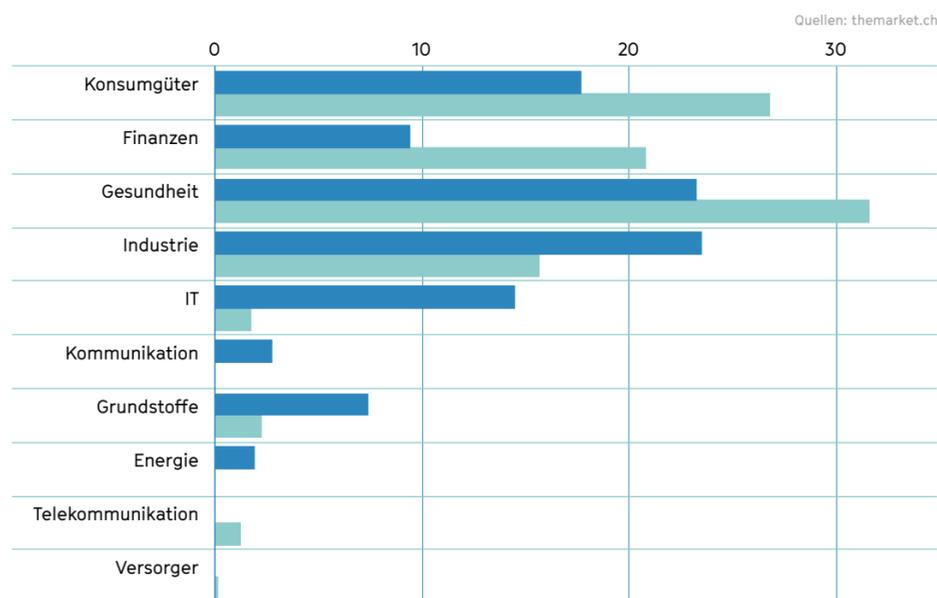


Quellen: themarket.ch

## The Market Best Ideas Portfolio – Sektorgewichtung im Vergleich zum SPI

in %

Best Ideas Portfolio Swiss Performance Index



Quellen: themarket.ch

tigt werden, die am Schweizer Aktienmarkt kaum vertreten sind. Vereinzelt können aber auch andere Sektoren – beispielsweise Gesundheit oder Industrie – arrondiert werden.

## Die Auswahlkriterien

Die Auswahl der Positionen im Portfolio geschieht über fundamentale Analyse. Dabei stehen besonders drei Qualitätskriterien im Vordergrund:

Erstens: Die Unternehmen sollen eine hohe, über den Kapitalkosten liegende und wenn möglich über den Zyklus steigende Rendite auf dem eingesetzten Kapital (Return on Invested Capital, ROIC) erwirtschaften. In der Analyse wird ein Zeitraum von fünfzehn Jahren betrachtet.

Zweitens: Die Unternehmen sollen ihre Dividende pro Aktie und/oder ihren materiellen Buchwert pro Aktie über den Zyklus hinweg stetig steigern können. Dabei wird

in der Analyse wenn immer möglich ebenfalls ein Zeitraum von fünfzehn Jahren berücksichtigt.

Drittens: Die Bilanz muss robust sein und darf nicht zu hohe Schulden aufweisen. Das Verhältnis von Nettoschulden zum Betriebsgewinn vor Abschreibungen und Amortisationen (Ebitda) beträgt in keinem der ins Portfolio aufgenommenen Fälle mehr als 3. Zwölf der Unternehmen im Portfolio sind komplett schuldenfrei und halten eine Netto-Cashposition in der Bilanz.

In die Auswahl fliessen schliesslich auch nicht quantitative Kriterien wie die Qualität des Managements und des Verwaltungsrats sowie die Marktposition des Unternehmens im jeweiligen Konkurrenzumfeld ein.

In der Gruppe Risikopositionen erfüllen die Unternehmen die Qualitätskriterien teilweise nicht, aber die Redaktion traut ihnen zu, sich zu verbessern. Zwei Beispiele: Die

## In Kürze:

- Qualitätswerte zeichnen sich durch hohe Kapitalrendite, solide Bilanz und steigende Dividende aus
- Portfolioauswahl geschieht über fundamentale Analyse

historischen Kapitalrenditen des Zementkonzerns LafargeHolcim und des Uhrenherstellers Swatch Group sind mager, doch bei beiden ist – im Fall von LafargeHolcim unter relativ neuem Management – Potenzial für eine deutliche Steigerung vorhanden.

Die beste Qualität nützt nichts, wenn der Kaufpreis zu hoch ist. Aus diesem Grund wird in der Analyse auch die Bewertung berücksichtigt, wobei primär auf das Verhältnis von Unternehmenswert (Enterprise Value, EV) zum Betriebsgewinn (Ebit), auf das Verhältnis von Unternehmenswert zum operativen Cashflow, auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis sowie auf die Dividendenrendite geachtet wird.

## Der Vergleichsindex

Der Schweizer Aktienmarkt ist generell von hoher Qualität. Jeder Investor kann ihn günstig über einen ETF (Exchange Traded Fund) auf den Swiss Performance Index kaufen. Der SPI dient daher auch als Vergleichsindex für das The Market Best Ideas Portfolio, das ebenfalls auf eine Gesamtrendite ausgerichtet ist, inklusive des erhaltenen Dividendenertrags.

Auf sektorieller Ebene wie auch auf Ebene der einzelnen Titel geht das Portfolio bewusst grosse Abweichungen vom SPI ein. Das liegt nur schon in der Natur des Index, in dem die drei Giganten Nestlé, Roche und Novartis rund 47% des Gewichts ausmachen. Auf Ebene der Sektoren zeigt das Portfolio im Vergleich zum SPI ein Übergewicht in den Bereichen Technologie, Industrie, Kommunikation, Energie und Grundstoffe. Dagegen besteht ein Untergewicht in den Sektoren Konsumgüter, Finanzen und Gesundheit.

Das Portfolio wird laufend geführt und regelmässig redaktionell begleitet.

## Die einzelnen Positionen

Die Tabellen auf Seite 21 zeigen alle Positionen im The Market Best Ideas Portfolio, unterteilt in Qualitätswerte und Risikopositionen. Eine detaillierte Beschreibung der Unternehmen ist auf themarket.ch unter diesem Link zu finden:

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/z20120



## The Market Best Ideas Portfolio – Qualitätstitel

Qualitätstitel unterteilt nach Sektoren

Quellen: Bloomberg, themarket.ch

Name	Ticker Bloomberg	Sektor	Kurs	ROIC	Nettoschulden /Ebitda	Dividenden- rendite	Gewichtung Portfolio	
			27.03.20	in %	(Minuswerte = Netto- barmittel)	in %	in %	
Compass Group	cpg ln	Konsumgüter	GBP	1202	17	1,5	3,6	2,5
Fielmann	fie gy	Konsumgüter	EUR	50.05	16	0,2	4,0	2,5
Nike	nke us	Konsumgüter	USD	83.23	31	0,5	1,1	2,5
Nestlé	nesn sw	Konsumgüter	CHF	97.44	15	1,4	2,9	2,5
Barry Callebaut	barn sw	Konsumgüter	CHF	1845.00	11	1,6	1,6	2,5
Julius Bär	baer sw	Finanzen	CHF	33.92	4	nicht sinnvoll	4,7	2,5
Baloise	baln sw	Finanzen	CHF	126.50	6	nicht sinnvoll	5,1	2,5
Berkshire Hathaway B	brk/b us	Finanzen	USD	179.66	16	nicht sinnvoll	0,0	2,5
Straumann	stmn sw	Gesundheit	CHF	708.20	18	0,4	1,0	2,5
Lonza	lonn sw	Gesundheit	CHF	381.80	2	2,1	0,8	2,5
Roche GS	rog sw	Gesundheit	CHF	296.65	24	0,1	3,0	2,5
Bachem	banb sw	Gesundheit	CHF	186.40	9	1	1,7	2,5
Novo Nordisk	novob dc	Gesundheit	DKK	382.75	62	-0,2	2,4	2,5
Cerner	cern us	Gesundheit	USD	60.01	9	0,4	0,7	2,5
Bossard	bosn sw	Industrie	CHF	106.90	14	1,7	3,5	2,5
SGS	sgsn sw	Industrie	CHF	2215.00	17	1,1	3,7	2,5
Schindler PS	schp sw	Industrie	CHF	209.80	18	-1,1	1,9	2,5
VAT	vacn sw	Industrie	CHF	125.70	10	0,9	3,3	2,5
Belimo	bean sw	Industrie	CHF	6160.00	21	-1	2,1	2,5
Geberit	gebn sw	Industrie	CHF	425.50	21	0,5	2,7	2,5
Kardex	karn sw	Industrie	CHF	128.60	27	-1,9	3,8	2,5
Mastercard	ma us	IT	USD	247.65	55	0,2	0,6	2,5
Logitech	logn sw	IT	CHF	39.45	18	-1,7	1,9	2,5
Microsoft	msft us	IT	USD	149.70	19	-0,7	1,3	2,5
Temenos	temn sw	IT	CHF	120.65	15	2,7	0,6	2,5
Accenture	acn us	IT	USD	162.88	16	-0,3	2,0	2,5
Alphabet	googl us	Kommunikation	USD	1110.26	14	-2,1	0,0	2,5
Ems-Chemie	emsn sw	Grundstoffe	CHF	582.00	22	-0,4	3,4	2,5
Sika	sika sw	Grundstoffe	CHF	156.85	15	2,5	1,7	2,5

nicht sinnvoll = Bei Finanzwerten sind die Kennzahlen Nettoschulden wie auch Ebitda nicht sinnvoll

## The Market Best Ideas Portfolio – Risikopositionen

Risikopositionen unterteilt nach Sektoren

Quellen: Bloomberg, themarket.ch

Name	Ticker Bloomberg	Sektor	Kurs	ROIC	Nettoschulden /Ebitda	Dividenden- rendite	Gewichtung Portfolio	
			27.03.20	in %	(Minuswerte = Netto- barmittel)	in %	in %	
Swatch Group I	uhr sw	Konsumgüter	CHF	186.45	6	-1	4,3	1,3
Zur Rose	rose sw	Konsumgüter	CHF	116.20	-6	nicht sinnvoll	0,0	1,3
Ypsomed	ypsn sw	Gesundheit	CHF	121.40	2	2,2	0,5	1,3
Sanofi	san fp	Gesundheit	EUR	77.00	1	1,5	4,2	1,3
Vifor Pharma	vifn sw	Gesundheit	CHF	130.65	7	0,2	1,4	1,3
Gilead	gild us	Gesundheit	USD	72.85	9	0	3,7	1,3
DKSH	dksh sw	Industrie	CHF	47.26	8	-0,2	4,2	1,3
Implenia	impn sw	Industrie	CHF	34.38	4	-1,5	3,1	1,3
LafargeHolcim	lhn sw	Grundstoffe	CHF	34.24	5	1,7	5,8	1,3
Royal Dutch Shell	rdsa na	Energie	EUR	14.58	5	1,5	11,7	1,3

nicht sinnvoll = Unternehmen schreibt aktuell noch Verlust

YOUR GROWTH  
OUR PRIORITY


Prime performance  
Prime technology  
Prime brokerage

Bringen Sie Ihr Business mit flexiblen – und auf Sie zugeschnittenen –  
synthetischen Prime Brokerage-Lösungen voran und profitieren Sie  
von individueller Kundenbetreuung und robuster Technologie.

IG Prime

IG.COM/PRIME

## ANALYSE

# The Market präsentiert sein Schweizer Dividendenportfolio

Die Redaktion von The Market selektioniert die besten Dividendenzahler aus dem Schweizer Aktienuniversum. Ziel ist eine überdurchschnittliche Rendite gepaart mit einer hohen Ausschüttungsverlässlichkeit. **Von Ruedi Keller**

Das Umfeld für Investoren ist herausfordernd: seit Jahren kaum Zinsertrag oder gar negative Renditen auf Obligationen, lang anhaltend hohe Bewertungen von Aktien trotz geopolitischer Unsicherheiten – und nun die Verwerfungen aufgrund des Coronavirus.

In diesem Umfeld hat The Market Anfang März sein Schweizer Dividendenportfolio lanciert. Rund einen Monat später wissen wir: Es war der Beginn der heftigsten Korrektur am Aktienmarkt seit Jahren. Der Swiss Performance Index SPI hat seit Lancierung des Portfolios bis zum Stichtag dieses Zwischenstands am 27. März rund 12% eingebüsst.

Die bewusst stark vom SPI abweichende Auswahl im Dividendenportfolio hat in diesem kurzen Zeitraum sogar zwei Prozentpunkte stärker gelitten (vgl. Grafik).

«Das Geld für die Dividende soll im operativen Geschäft erwirtschaftet werden»

Das langfristig oberste Ziel des The Market Dividend Portfolio ist, die Barrendite zu optimieren – dies angesichts der empirischen Tatsache, dass Dividenden im Schnitt mehr als ein Drittel zur langfristigen Performance von Aktien beitragen.

Das massgebende Bewertungskriterium ist damit die Dividendenrendite. The Market legt das Mass am Schweizer Aktienuniversum an, in das alle im Swiss Performance Index enthaltenen Titel einfließen, die eine Marktkapitalisierung von mindestens 300 Mio. Fr. aufweisen.

## Die Renditen im Qualitätscheck

Zudem werden alle Valoren einer Prüfung unterzogen, die darauf ausgerichtet ist, die Qualität der Dividende zu bestimmen. Vereinfacht gesagt geht es dabei darum, sicherzustellen, dass die erwarteten Dividenden auch tatsächlich fließen werden.

Geprüft wird der Verschuldungsgrad anhand des Verhältnisses von Nettoschulden zum Betriebsergebnis vor Abschreibungen und Amortisationen (Ebitda). Das Verhältnis des freien Cashflows zur Dividendenzahlung sowie die Ausschüttungsquote im Verhältnis zum Gewinn werden ebenfalls angeschaut. Das Ziel ist, dass die Unternehmen nicht auf Kosten der Verschuldung oder zu Lasten ihrer Substanz ausschütten, sondern das Geld für die Dividende im operativen Geschäft erwirtschaften.

Positiv berücksichtigt wird zudem, wenn eine Gesellschaft nicht die kompletten freien Mittel an die Aktionäre verteilt. Das hält ihr erstens die Möglichkeit zu organischem Wachstum offen. Zweitens gibt eine Ausschüttungsquote unter 100% Spielraum, die Ausschüttung in einer vorübergehenden operativen Schwäche zu halten und bei gut laufenden Geschäften oder abnehmendem Investitionsbedarf auszuweiten.

## Das The Market Dividend Portfolio

Quellen: Bloomberg, themarket.ch

Name	Kurs in Fr. 27.03.20	Dividende für 2019 in Fr.	Rendite in %	CAGR * in %	Ausschüttungsquote ** in %
ABB	17.66	0.80	4,5	2,2	171
Adecco	36.97	2.50	6,8	3,6	56
Baloise	126.50	6.40	5,1	5,1	42
Basellandschaftliche KB	864.00	35.00	4,1	0,6	56
Cembra Money Bank	87.10	3.75	4,3	3,9	69
Ems-Chemie	582.00	20.00	3,4	10,8	89
LafargeHolcim	34.24	2.00	5,8	9,2	55
Mobilezone	8.19	0.60	7,3	0	60
Mobimo	262.00	10.00	3,8	0	64
Novartis	76.00	2.95	3,9	2,6	93
OC Oerlikon	7.33	1.00	13,7	27,2	315
Orell Füssli	93.50	6.00	6,4	8,3	108
Roche GS	296.65	9.00	3,0	2,4	58
SGS	2215.00	80.00	3,6	3,3	92
Sunrise	75.20	4.40	5,9	10	357
Swatch Group I	186.45	8.00	4,3	1,3	57
Swiss Life	322.00	20.00	6,2	25,2	44
Swisscom	515.00	22.00	4,3	0	68
TX Group	62.60	3.50	5,6	0	57
Valiant	78.50	5.00	6,4	9,3	65
Zurich Insurance	323.40	20.00	6,2	3,3	68

\* Jährliche durchschnittliche Wachstumsrate der Dividende über die letzten fünf Jahre in % (vier Jahre für Sunrise und Orell Füssli)

\*\* Dividende im Verhältnis zum Gewinn

## Die Entwicklung des The Market Dividend Portfolio

vom 4. März bis 27. März 2020, — Portfolio (indexiert) — SPI (indexiert)

Quellen: Bloomberg, themarket.ch



Für all diese Parameter setzt The Market nicht starre Grenzwerte fest, sondern prüft jeden Fall entsprechend der aktuellen Situation des Unternehmens.

Bewusst unberücksichtigt bleiben Aktienrückkäufe. Dies, weil nur beim Verkauf der Papiere Geld direkt an den Investor fließt und davon ausgegangen werden kann, dass eine mit Rückkäufen erzielte Verdichtung der Anzahl ausstehender Valoren sich in der Dividende je Titel niederschlägt.

Ein zentrales Kriterium für die Aufnahme in das The Market Dividend Portfolio ist die Ausschüttungshistorie jedes Unternehmens: Sie gibt Aufschluss über die Konstanz, mit der die Dividende ausgeschüttet und nach Möglichkeit jährlich erhöht wurde. Zudem übt ein langjähriger Leistungsausweis als verlässlicher Dividendenzahler einen Druck auf das Management aus, diese Geschichte fortzuschreiben.

Dass man dabei trotzdem kalt erwischt werden kann, zeigt das Beispiel Valora: Der Detailhändler stand bei Lancierung des Portfolios vor einem Wachstumsschub. Corona hat nun aber einen Strich durch die Rechnung gemacht: Valora streicht die Dividende notfallmässig. Die Titel fallen damit mit Verlust aus dem Portfolio – trotz einer nahezu mustergültigen Dividendenhistorie. Wegen forcierter Investitionsaufwendungen hat auch Metall Zug mit der langjährigen Dividendenpolitik gebrochen. Auch diese Papiere wurden abgestossen.

Bewährt hat sich der Blick auf die Dividendenhistorie beispielsweise im Fall der UBS: Trotz einer bereits vor der Korrektur herausragenden Dividendenrendite von fast 7% hatten es die Valoren der Grossbank nicht in das The Market Dividend Portfolio geschafft. Hauptgrund war die durch mehrere Unterbrechungen geprägte Dividendenhistorie. Zudem hat CEO Sergio Ermotti bei der Jah-

## In Kürze:

- Das Portfolio besteht aus 20 bis 25 Titeln
- Neben der Rendite zählt die Qualität der Dividende
- Zum Stichtag rentiert die Auswahl 5,5%

respräsentation das Gewicht weg vom Dividendenwachstum in Richtung Aktienrückkäufe verschoben.

Ebenso ist Nestlé trotz beispielhafter Dividendenhistorie und einer gemäss «Aktienführer Schweiz» seit 1923 kontinuierlichen Ausschüttung nicht in der Auswahl. Hier war der Grund der hohe Aktienkurs, der die Dividendenrendite des Nahrungsmittelriesen bei Lancierung des Portfolios auf 2,7% und damit unter den Schnitt des SPI gedrückt hatte.

## Die drei Kategorien

Ein Schwergewicht bilden Unternehmen, die eine verlässliche Dividendenhistorie vorweisen können – und weiterhin eine attraktive Rendite versprechen. Derzeit gehören dazu Roche, Novartis und Swisscom.

Zudem sind dividendenstarke Aktien berücksichtigt, deren Historie zwar nicht ganz so ungetrübt ist, die dafür jedoch mit einem starken Dividendenwachstum über die letzten fünf Jahre punkten. Dazu zählen ABB, Swiss Life, Sunrise oder Valiant.

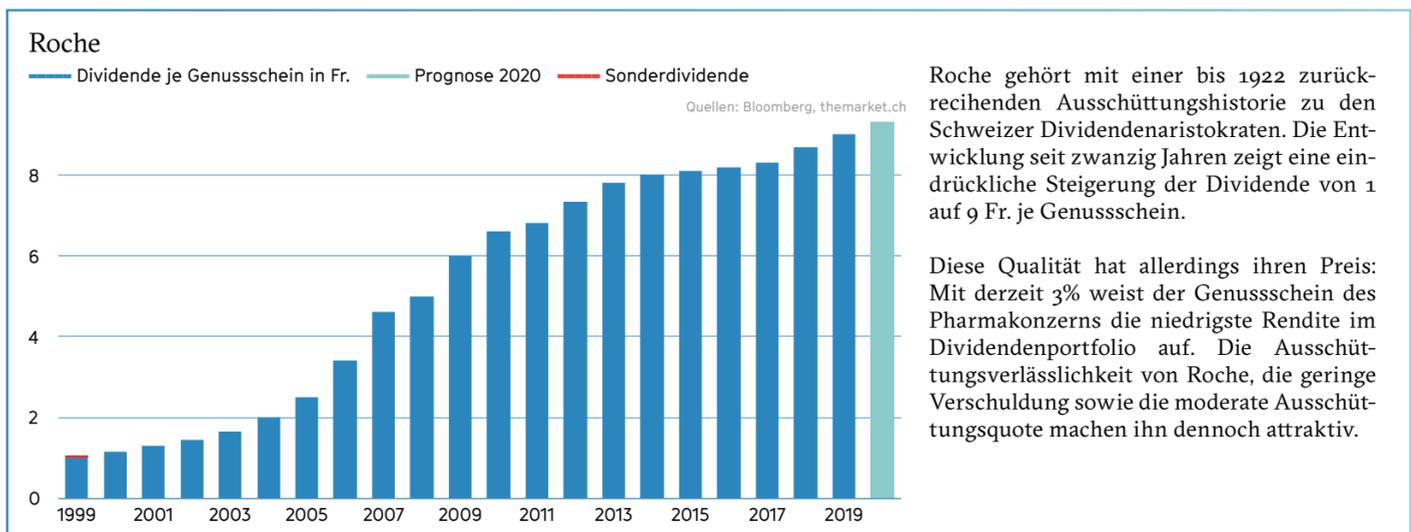
«Bei OC Oerlikon locken dank Sonderausschüttung 13% Rendite»

Dem Portfolio opportunistisch beigemischt werden ausserdem Titel, die auf den ersten Blick nicht als Dividendenperlen gelten. Ein Beispiel dafür ist Swatch Group, deren Kurszerfall die Rendite bereits bei Lancierung auf 3,6% hat steigen lassen.

Auch bei Ems-Chemie bot sich die Möglichkeit, sie mit einer Rendite von 3,4% ins Portfolio aufzunehmen. Bei OC Oerlikon lockte die inzwischen bestätigte Aussicht auf eine Sonderausschüttung, mit der die Titel nun 13% Rendite versprechen. Das Gleiche gilt für Orell Füssli, die kürzlich ebenfalls bestätigt hat, die letztes Jahr erhöhte Ausschüttung fortzuführen. Künftig sollen 75% des freien Cashflows an die Aktionäre fließen.

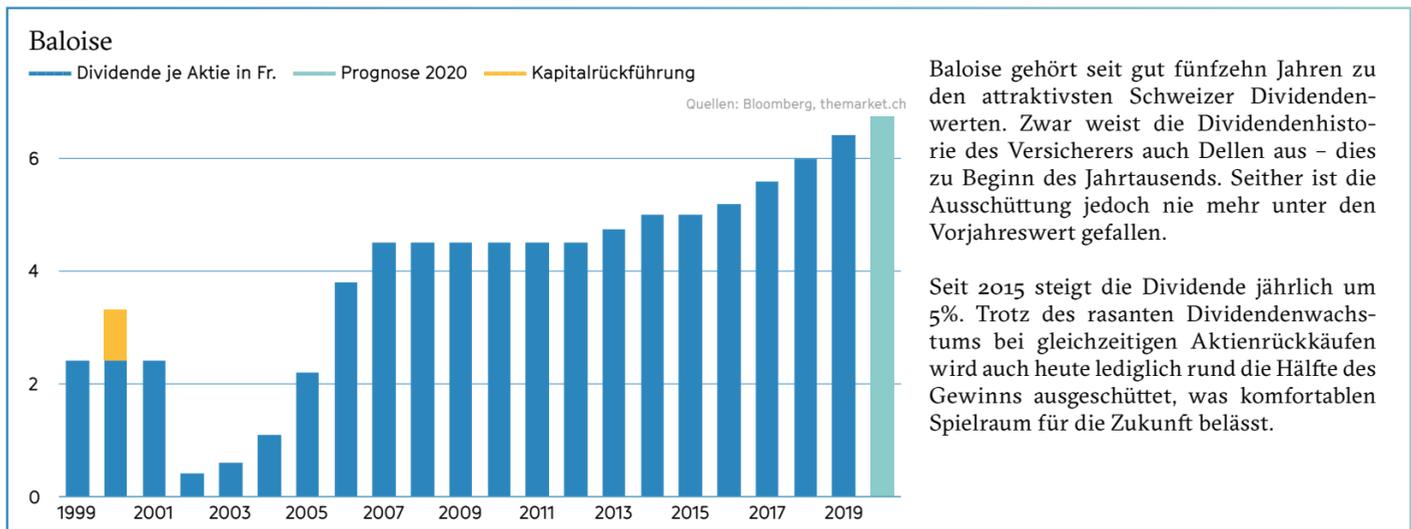
Das The Market Dividend Portfolio umfasst 20 bis 25 gleich gewichtete Titel, ausgewählt in Abhängigkeit von der jeweiligen Marktlage. Zum Stichtag dieses Zwischenstands steht die Dividendenrendite des SPI bei 3,3%. Das The Market Dividend Portfolio kommt auf eine Rendite von 5,5%.

Die Grafiken zeigen die drei im Portfolio vertretenen Kategorien an Dividendenhistorien



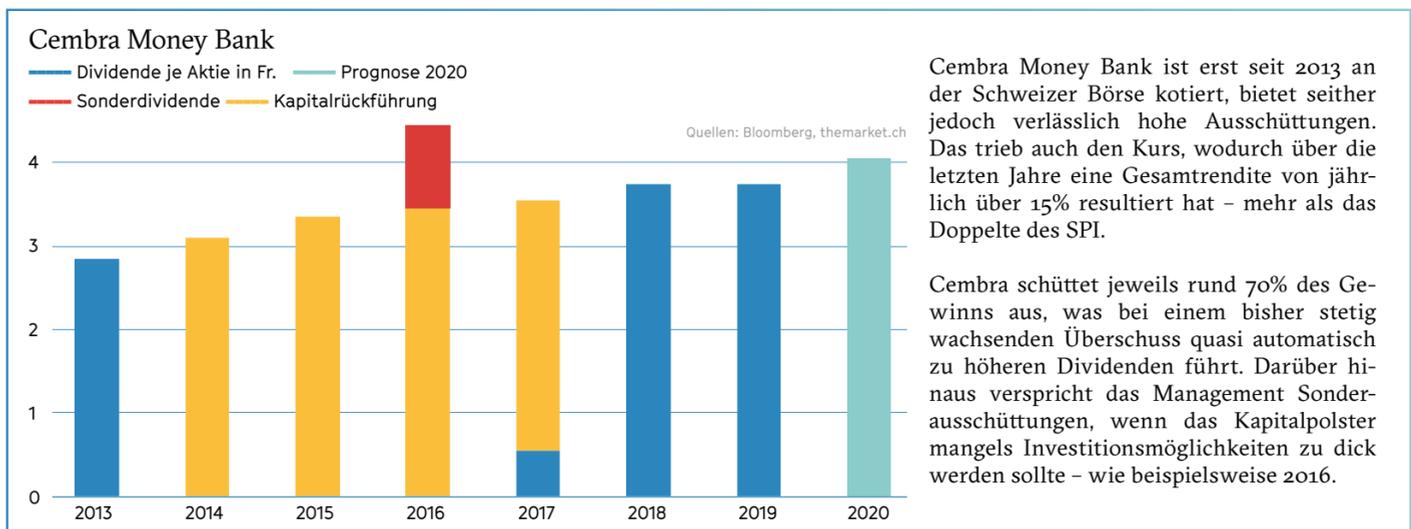
Roche gehört mit einer bis 1922 zurückreichenden Ausschüttungshistorie zu den Schweizer Dividendenaristokraten. Die Entwicklung seit zwanzig Jahren zeigt eine eindruckliche Steigerung der Dividende von 1 auf 9 Fr. je Genussschein.

Diese Qualität hat allerdings ihren Preis: Mit derzeit 3% weist der Genussschein des Pharmakonzerns die niedrigste Rendite im Dividendenportfolio auf. Die Ausschüttungsverlässlichkeit von Roche, die geringe Verschuldung sowie die moderate Ausschüttungsquote machen ihn dennoch attraktiv.



Baloise gehört seit gut fünfzehn Jahren zu den attraktivsten Schweizer Dividendenwerten. Zwar weist die Dividendenhistorie des Versicherers auch Dellen aus – dies zu Beginn des Jahrtausends. Seither ist die Ausschüttung jedoch nie mehr unter den Vorjahreswert gefallen.

Seit 2015 steigt die Dividende jährlich um 5%. Trotz des rasanten Dividendenwachstums bei gleichzeitigen Aktienrückkäufen wird auch heute lediglich rund die Hälfte des Gewinns ausgeschüttet, was komfortablen Spielraum für die Zukunft belässt.



Cembra Money Bank ist erst seit 2013 an der Schweizer Börse kotiert, bietet seither jedoch verlässlich hohe Ausschüttungen. Das trieb auch den Kurs, wodurch über die letzten Jahre eine Gesamtrendite von jährlich über 15% resultiert hat – mehr als das Doppelte des SPI.

Cembra schüttet jeweils rund 70% des Gewinns aus, was bei einem bisher stetig wachsenden Überschuss quasi automatisch zu höheren Dividenden führt. Darüber hinaus verspricht das Management Sonderausschüttungen, wenn das Kapitalpolster mangels Investitionsmöglichkeiten zu dick werden sollte – wie beispielsweise 2016.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:  
[go.themarket.ch/z20123](https://go.themarket.ch/z20123)

10,5 Bio. \$ Wert des gesamten je geförderten Goldes. Quelle: World Gold Council

## GUTE AUSSICHTEN SCHAFFEN. DURCH VORSORGE MIT WEITBLICK.

Wer rechtzeitig vorsorgt, hat mehr von der Zukunft. Für den nötigen Weitblick sorgen unsere Vertriebspartner gemeinsam mit uns. Denn nur professionelle Beratung und individuelle, innovative Lösungen führen langfristig zum besten Ergebnis – bei privater und bei beruflicher Vorsorge. Ideale Voraussetzungen, um voller Zuversicht nach vorn zu blicken. [www.pax.ch/Vertriebspartner](http://www.pax.ch/Vertriebspartner)

VORSORGE AUF DEN  
PUNKT GEBRACHT

# Feste Autorinnen und Autoren von The Market



**Alfons Cortés**

Sein neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124a](https://go.themarket.ch/z20124a)

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



**Karen Horn**

Ihr neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124b](https://go.themarket.ch/z20124b)

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



**Myret Zaki**

Ihr neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124c](https://go.themarket.ch/z20124c)

Vormalige Chefredaktorin des Westschweizer Wirtschafts magazins «Bilan», heute freie Kolumnistin und Beraterin für Influencer-Strategien.



**Peter E. Huber**

Sein neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124d](https://go.themarket.ch/z20124d)

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



**Felix W. Zulauf**

Sein neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124e](https://go.themarket.ch/z20124e)

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



**William White**

Sein neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124f](https://go.themarket.ch/z20124f)

Früherer Chefökonom der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich und Chairman des Economic and Development Review Committee der OECD.



**Jörg Wuttke**

Sein neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124g](https://go.themarket.ch/z20124g)

Präsident der EU-Handelskammer und Chefrepräsentant eines grossen deutschen Konzerns in China. Lebt seit mehr als dreissig Jahren in Peking.



**Karin Frick**

Ihr neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124h](https://go.themarket.ch/z20124h)

Leiterin des Forschungsteams und Mitglied der Geschäftsleitung des Gottlieb Duttweiler Instituts (GDI) in Rüschlikon.



**Russell Napier**

Sein neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124i](https://go.themarket.ch/z20124i)

Autor des Solid Ground Investment Report und Mitgründer des Investment-Research-Portals ERIC. Fellow der CFA Society.



**Dylan Grice**

Sein neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124j](https://go.themarket.ch/z20124j)

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



**Christina Kehl**

Ihr neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124k](https://go.themarket.ch/z20124k)

Unternehmerin im Digitalbereich und Vordenkerin der digitalen Transformation. Start-up-Gründerin und Fintech-Expertin.



**Michael Pettis**

Sein neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124m](https://go.themarket.ch/z20124m)

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



**Erwin W. Heri**

Sein neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124n](https://go.themarket.ch/z20124n)

Professor für Finanztheorie an der Universität Basel und am SFI in Zürich und Gründungspartner der Finanzausbildungsplattform fintool.ch



**Louis-Vincent Gave**

Sein neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124o](https://go.themarket.ch/z20124o)

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



**Charles Biderman**

Sein neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124p](https://go.themarket.ch/z20124p)

Gründer von TrimTabs Investment Research, spezialisiert auf die Analyse der täglichen Liquiditätsflüsse an den amerikanischen Börsen.



**Kevin Duffy**

Sein neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124q](https://go.themarket.ch/z20124q)

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



**Simon Mikhailovich**

Sein neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124r](https://go.themarket.ch/z20124r)

Contrarian-Investor und Unternehmer in New York. Gründer von Tocqueville Bullion Reserve, spezialisiert auf Anlagen in Gold.



**Daniel Woker**

Sein neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124s](https://go.themarket.ch/z20124s)

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



**Nicolas Zahn**

Sein neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124t](https://go.themarket.ch/z20124t)

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



**Luigi Zingales**

Sein neuester Artikel:  
[go.themarket.ch/z20124u](https://go.themarket.ch/z20124u)

Professor für Unternehmertum und Finanzen an der Booth School of Business und Vorsitzender des Stigler Center an der University of Chicago.



# The Market stellt sich vor

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

Lärm. Rauschender Lärm. Das ist, woraus die Finanzmärkte grösstenteils bestehen. Schlagzeilen flimmern über Bildschirme, Tickersymbole flackern, auf TV-Kanälen, Websites und meist auch in Zeitungen wird über das Neueste, Grösste, Schnellste berichtet. Die aktuellsten News, die heissesten Tipps.

In diesen Chor stimmt The Market nicht ein. Eine weitere News- und Lärmquelle hat die Finanzwelt nicht nötig. Das Redaktionsteam setzt sich vielmehr das Ziel, den Lärm zu filtern. Relevante Entwicklungen, wichtige Trends und spannende Anlagethemen zu identifizieren – und sie dann mit analytischer Präzision zu beleuchten.

## Analyse, Meinung und Einordnung

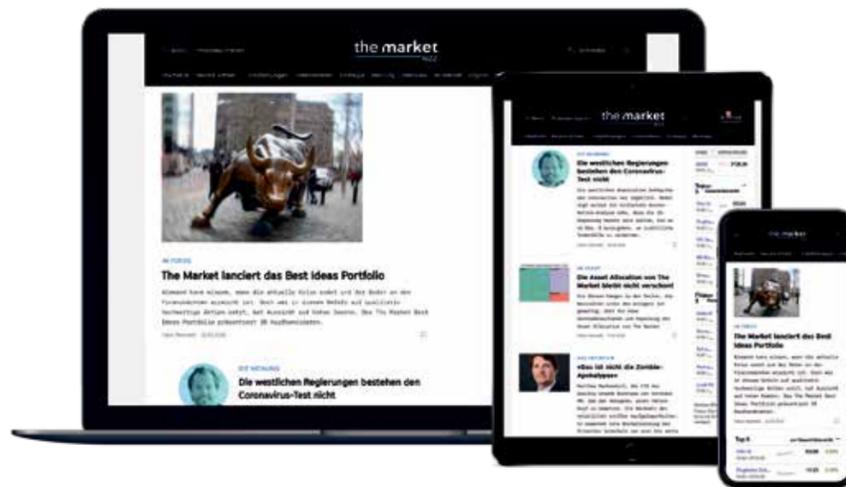
Abonnentinnen und Abonnenten dürfen pro Tag auf themarket.ch drei bis fünf hochwertige, zum Denken anregende Lesestücke zum Geschehen an den Finanzmärkten erwarten, unterteilt in folgende Inhaltsformate:

**Analyse:** Das Herzstück von The Market. Jeden Tag, von Montag bis Freitag, präsentiert die Redaktion eine Anlageidee, sezziert ein Unternehmen oder eine Branche, beleuchtet eine wichtige Marktentwicklung oder wirft einen Blick auf das grosse Bild der Weltwirtschaft. Stets schonungslos und unabhängig analysiert. Es ist unser Anspruch, Ihnen mit unserer täglichen Analyse etwas zu bieten, was Sie sonst nirgends lesen. Das ist ein hoher Anspruch, gewiss, und es wäre vermessen, wenn wir behaupteten, das würde uns immer gelingen. Aber wir versprechen Ihnen, dass wir es versuchen und unser Bestes geben. Jeden Tag.

**Meinung:** Unabhängige Meinung ist ein rares Gut in der Finanzwelt. The Market liefert sie zwei bis drei Mal pro Woche, geschrieben vom eigenen Redaktionsteam sowie von einem Netzwerk fester Autorinnen und Autoren. Dazu zählen etwa Alfons Cortés, Karen Horn, Felix Zulauf, Myret Zaki, William White, Dylan Grice, Russell Napier, Erwin Heri und Louis-Vincent Gave (vgl. S. 24).

**Interview:** Rund ein Mal pro Woche lesen Sie auf themarket.ch ein in die Tiefe gehendes Gespräch mit dem CEO oder dem Verwaltungsratspräsidenten eines kotierten Unternehmens, einer renommierten Ökonomin oder einem herausragenden Investor. Wir möchten Ihnen damit einen Einblick in das Denken der interviewten Person geben, Ihnen neue Horizonte eröffnen. Wir können Ihnen nicht garantieren, dass jedes Gesprächsthema Sie interessiert – aber wir garantieren Ihnen, dass es keine langweiligen Menschen sind, mit denen wir sprechen.

**Mr Market:** Das kürzeste und schärfste Inhaltsformat ist die Börsenkolumne Mr Market. Sie wird vom festen Redaktionsteam geschrieben. Mr Market hat die Aktienmärkte im Blick und scheut sich nicht davor, mit seiner Meinung anzuecken.



**Hinter der Headline:** Dieses Format richtet sich nach der Tagesaktualität und blickt – oft aus überraschender Perspektive – hinter die Kulissen relevanter Nachrichten. Was bedeutet ein unerwarteter Notenbankentscheid für die Märkte? Was steht hinter einer über Nacht angekündigten Grossfusion? «Hinter der Headline» gibt die Antworten.

## «Unabhängige Analyse und Meinung – für bessere Entscheidungen an den Finanzmärkten»

**Exklusiv:** Es ist unser Anspruch, marktbewegende Nachrichten zu Schweizer Unternehmen – beispielsweise Übernahmen und Börsengänge – zu recherchieren und als Erstquelle zu publizieren. Selbstverständlich nur, wenn wir sie durch voneinander unabhängige Quellen abgesichert haben. «Be first, but first be right», lautet unser Gebot.

**Technische Analyse:** Jeden Montagmorgen teilt unser Markttechniker Christoph Geyer seine Einschätzungen zu den Perspektiven am Schweizer Aktienmarkt und präsentiert eine Analyse zu einer einzelnen Aktie.

**The Market Risk Barometer:** Jeweils am Montag gegen die Mittagszeit publizieren wir diesen von uns entwickelten, aus neun Einzelindikatoren zusammengesetzten Sentiment-Index. Das The Market Risk Barometer gibt Auskunft über die aktuell an den Finanzmärkten vorherrschende Stimmung und kann als Contrarian-Indikator genutzt werden – denn herrscht Euphorie an den Börsen, ist Vorsicht angebracht. Und wenn die Panik grassiert, bieten sich oft die besten Kaufgelegenheiten.

**Grafik der Woche:** Jeden Dienstag präsentieren wir Ihnen ein zum Denken anregendes Finanzthema anhand einer Grafik.

**Auf dem Radar:** Wir bekennen: Wir sind Nerds. Im Lauf unserer Recherche-Arbeiten stossen wir immer wieder auf Artikel in anderen Medien, auf Bücher, wissenschaftliche Studien oder Berichte von multinationalen Organisationen, die uns fasziniert haben – und von denen wir denken, dass Sie auch daran interessiert sein könnten. In unserer Rubrik «Auf dem Radar» präsentieren wir Ihnen Leseempfehlungen aus aller Welt.

Ausserdem bieten wir auf themarket.ch thematische Übersichten:

**Empfehlungen:** Unsere chronologisch geordneten Kaufempfehlungen, inklusive der von der Redaktion geführten Aktienportfolios: das The Market Best Ideas Portfolio, das The Market Dividend Portfolio und die The Market Asset Allocation.

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

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

**English Content:** Lesen Sie gerne in englischer Sprache? Einen Teil der Interviews

und der Meinungsbeiträge publizieren wir sowohl auf Deutsch wie auch auf Englisch.

## Newsletter für den grossen Blick

Ergänzt wird das Inhaltsangebot von **drei Newslettern:**

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

**The Pulse:** Unser Redaktionsmitglied in Kalifornien, Christoph Gisiger, berichtet jeweils am Mittwoch über die Entwicklungen in der Tech-, der Biotech- und der Venture-Capital-Szene an der US-Westküste.

**The Big Picture:** Jeweils am Freitag schreibt Mark Dittli über die Grosswetterlage an den globalen Finanzmärkten und die Themen, die Investoren im Auge behalten müssen.

## Neu mit Börsendaten

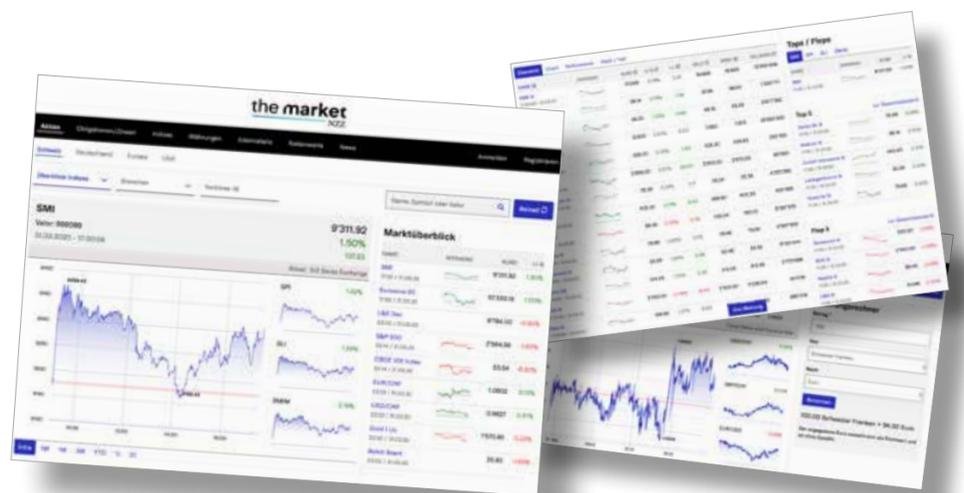
Unter [themarket.ch/boerse](https://themarket.ch/boerse) finden Sie ein übersichtliches, breites Angebot an Aktienkursen, Indizes, Zinsen, Rohstoffen und Währungen. Ruhe, Klarheit und der Fokus auf das Wesentliche stehen auch in unserem Marktdatenangebot im Vordergrund. Abonnentinnen und Abonnenten erhalten Echtzeitkurse der SIX Swiss Exchange, personalisierte Portfolio- und Watchlist-Funktionen sowie Chart-Werkzeuge für anspruchsvolle Analysen. Jeden Handelstag um 8 Uhr liefern wir Ihnen zudem die Vorbörsenkurse der wichtigsten Titel an der SIX.

## Jetzt online testen

Besuchen Sie uns auf: [themarket.ch](https://themarket.ch)

Die Börsendaten-Plattform finden Sie unter: [themarket.ch/boerse](https://themarket.ch/boerse)

Jetzt The Market einen Monat lang unverbindlich und kostenlos testen: [go.themarket.ch/trial](https://go.themarket.ch/trial)



## ANALYSE

# Was Corona für die Aktien von europäischen Banken bedeutet

Ein Drittel weniger Wert innerhalb eines Monats: Europäische Bankaktien sind nun tiefer bewertet als zur Zeit der Finanzkrise. Ertragseinbussen infolge einer Ausbreitung des Coronavirus sind weitgehend eingepreist. Doch es gibt darüber hinausgehende Risiken. **Von Ruedi Keller**

Wie in jeder Krise trifft ein Rückschlag an den Börsen ein Segment jeweils ganz besonders: die Banken.

Seit Jahresbeginn ist der Stoxx Europe 600 Banks mehr als ein Drittel eingebrochen. Der übergeordnete Stoxx Europe 600 – inklusive der Banktitel – hat derweil rund ein Viertel verloren (vgl. Grafik 1).

Im Schnitt handeln die im Stoxx Europe 600 Banks enthaltenen 45 grössten europäischen Geldhäuser, darunter Credit Suisse, UBS und Julius Bär, noch zur Hälfte des Buchwerts. Die Bewertung der grossen europäischen Institute ist im Zug der Coronaausbreitung unter die bisherigen Tiefst aus der Finanz- und Eurokrise gesunken (vgl. Grafik 2).

Ein Grund für das besonders schlechte Abschneiden der Bankvaloren liegt darin, dass jede Krise sie doppelt trifft.

## «Die im europäischen Bankenindex enthaltenen 45 Titel handeln noch zur Hälfte des Buchwerts»

Erstens sind die Einnahmen der Banken besonders konjunktursensitiv: Die Einnahmen aus dem klassischen Zinsdifferenzgeschäft hängen vom allgemeinen Zinsniveau sowie von der Zinsdifferenz über die verschiedenen Laufzeiten ab. Je tiefer das Niveau sinkt und je flacher die Kurve verläuft, desto enger werden die Margen der Banken.

Im Firmenkundengeschäft drohen bei einem Konjunkturreinbruch Kreditausfälle. Die verwalteten Vermögen der Privatbanken hängen am Stand der Börsen – und damit die Gebühreneinnahmen der Banken. Zudem beeinflusst die Börsenstimmung die Transaktionslust der Kundschaft.

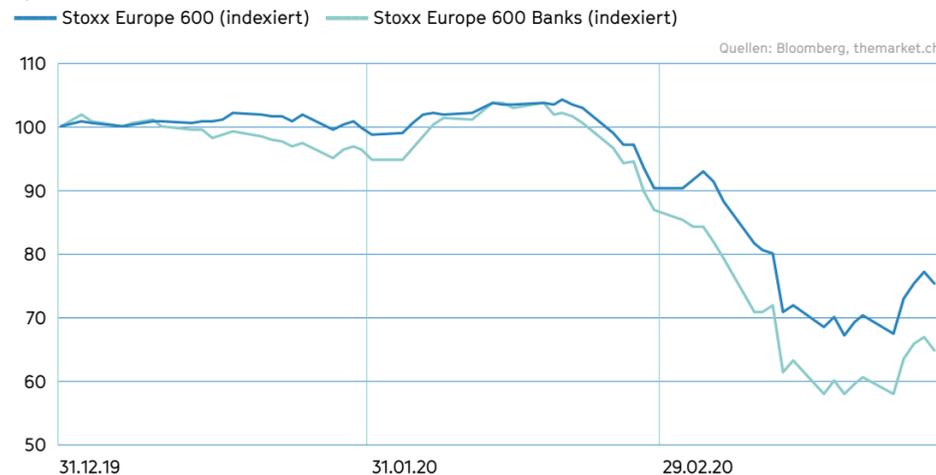
### Börsengänge bleiben aus

Im Investment Banking floriert das Handelsgeschäft zwar üblicherweise bei zunehmenden Schwankungen. Auf das Ausmass der aktuellen Verwerfungen sind die Handelsstrategien der Banken jedoch nicht ausgerichtet, womit ihnen unerwartete Verluste drohen. Ganz besonders stimmungabhängig ist das Kapitalmarktgeschäft der Investmentbanken. Herrscht Unsicherheit, gibt es kaum Börsengänge oder Übernahmen und Fusionen.

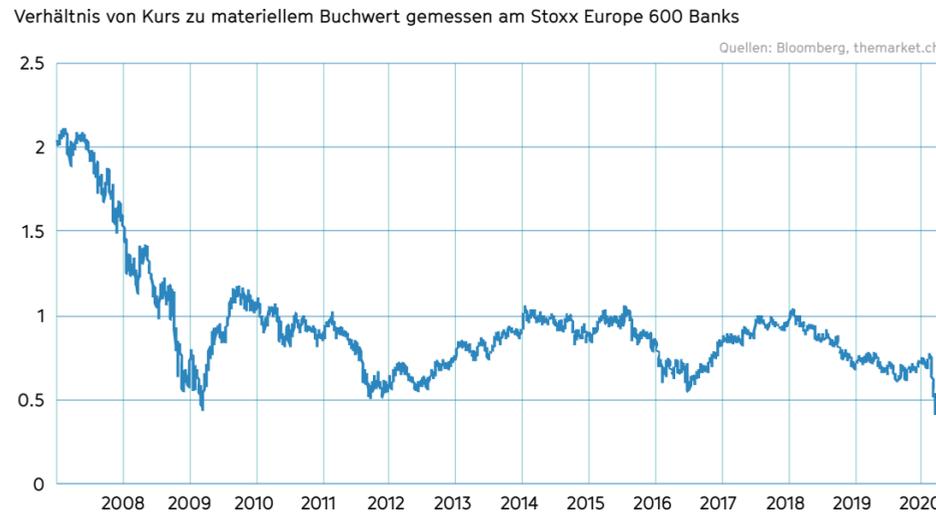
Kurz: Selbst bei gut diversifizierten Instituten leiden die Einnahmen, sobald sich das Börsenumfeld eintrübt.

Zum herausfordernden Umfeld gesellt sich ein zweiter, verstärkender Faktor: Bankaktien reagieren jeweils mit überdurchschnittlichen Ausschlägen. Die Investoren passen ihre Erwartung nicht nur an die – im aktuellen Fall sinkenden – Gewinne an, sondern sie messen der daraus abgeleiteten längerfristigen Gewinnkraft jeweils auch gleich eine neue Bewertung zu. Bewegun-

### 1) Banktitel sinken schneller



### 2) Bewertung sinkt unter bisheriges Krisenniveau



gen im Konjunktur- und im Zinsausblick lassen Bankaktien so viel stärker schwanken.

Der Blick auf die Bewertungsentwicklung seit der Finanzkrise zeigt, dass diese überdurchschnittliche Bewegung in den Bankaktien allerdings nicht symmetrisch abläuft: Auf jeden Bewertungseinbruch folgte zwar eine Erholung. Insgesamt ist die Bewertung über die vergangenen zehn Jahre jedoch gesunken.

Der neueste Tiefststand deutet somit nur auf den ersten Blick an, dass die Börsen mit ihrem aktuellen Pessimismus überschüssigen.

## «Ein Grund für das schlechte Abschneiden der Banken liegt darin, dass jede Krise sie doppelt trifft»

Neben dem Kurs-Buchwert-Verhältnis zeigen auch zwei weitere Bewertungskennzahlen extreme Abschläge an: Gemäss UBS handeln die europäischen Banken im Schnitt zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 6 und versprechen eine Dividendenrendite von 8%. Diese Werte weichen fast ein Drittel von ihrem langjährigen Schnitt ab. Doch

hier scheint Optimismus verfrüht. Denn der langfristige Trend spricht auch aus dieser Bewertungsperspektive klar gegen Bankaktien: Gemäss den UBS-Analysten haben die europäischen Banken seit 1986 insgesamt fast 40% an Wert eingebüsst, während sich die Kurse im breiten Markt über denselben Zeitraum vervierfacht haben.

Dazu kommt, dass die aktuellen Bewertungskennzahlen aufgebläht sind. Die Konsensschätzungen für die Gewinne hinken bei einem plötzlich auftretenden Ereignis wie der Coronapandemie den Börsenkursen jeweils hinterher. Die derzeit aufscheinenden Bewertungskennzahlen werden damit weniger zum Indikator für künftiges Potenzial, sondern zeigen auf, welche Risiken im Bankensystem stecken.

### Der Stresstest wird zur Realität

Die Analysten der Credit Suisse illustrieren die möglichen Auswirkungen einer Coronakrise auf die Banken anhand eines Vergleichs mit dem Stresstest, wie ihn die Europäische Zentralbank 2018 durchgeführt hatte: Dieses Szenario unterstellte eine Schrumpfung des europäischen Bruttoinlandsprodukts über drei Jahre um 2,7%, eine Korrektur der Immobilienpreise um 27,7% sowie kumulativ einen Rückgang der Aktienkurse um 30%.

Resultat der theoretischen Erhebung war, dass die Kapitalausstattung der Banken im Schnitt 28% erodierte und knapp über einer

### In Kürze:

- Das Bankensystem ist dank mehr Eigenkapital robuster
- Der Anleihenmarkt rechnet dennoch mit Kreditausfällen
- Schweizer Grossbanken und Julius Bär scheinen gerüstet

Quote des harten Kernkapitals (CET 1) von 10% verblieb. Die CS-Analysten schliessen daraus, dass der Markt im Hinblick auf die nun drohende reale Gefahr bei Bankaktien die Coronapandemie jetzt weitgehend eingepreist hat.

Die Analysten von JPMorgan haben die Banken mit Blick auf die Auswirkungen des Coronavirus einem eigenen Stresstest unterzogen. Auch er orientiert sich an der Vorlage der Europäischen Zentralbank von 2018. Im Schnitt errechnen sie einen Rückgang der CET-1-Quote der europäischen Banken um 2,6 Prozentpunkte sowie einen Einbruch der für 2020 bis 2022 kumulativ geschätzten Gewinne um rund 60%. Den Hauptgrund für die Gewinnerosion sehen die Analysten von JPMorgan in steigenden Rückstellungen für ausfallgefährdete Kredite.

## «Die Bewertungen sind weniger ein Indikator für künftiges Potenzial, sondern zeigen, welche Risiken im Bankensystem stecken»

Auf Basis des von JPMorgan durchgespielten Szenarios und unter entsprechender Anpassung der Gewinnerwartungen spiegeln die aktuellen Börsenkurse im Hinblick auf das Geschäftsjahr 2022 ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von mehr als 16 – und nicht eines von 7, wie es die noch nicht revidierten Konsensschätzungen suggerieren.

In die Verlustzone abrutschen würden gemäss Berechnung von JPMorgan die spanische Bankia, die deutsche Commerzbank sowie die niederländische ABN Amro.

Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund 11 bis 14 nach Stress erscheinen die britische Barclays, die französische BNP Paribas sowie die Schweizer Privatbank Julius Bär attraktiv. Auch UBS führt JPMorgan nach dem Stresstest angesichts einer voraussichtlich überdurchschnittlichen Eigenkapitalrendite weiterhin auf der Empfehlungsliste. Selbst die Deutsche Bank wäre gemäss JPMorgan aus einer reinen Kurs-Gewinn-Perspektive attraktiv. Angesichts einer drohenden Eigenkapitalklemme würde bei ihr allerdings die Dividende ausfallen und insgesamt das Investitionsrisiko steigen.

Mit einer Notwendigkeit zur Kapitalerhöhung rechnen die Analysten von JPMorgan allerdings trotz der bevorstehenden Unsicherheiten bei keiner Bank.

Die in den letzten Jahren gestiegene Eigenmittelunterlegung hemmt die Rentabilität der Banken allerdings schon vor der Krise. Der nun zusätzlich drohende Rückschlag beim Ertrag droht die Rendite nun auf ein klar ungenügendes Niveau sinken zu lassen. Die Analysten von JPMorgan gehen davon aus, dass die von den Banken auf dem materiellen Eigenkapital erzielte Rendite von im Schnitt zuletzt 8,5% sich auf gegen 4% mehr als halbieren könnte.

Umgekehrt versprechen die höheren Kapitalquoten von im Schnitt rund 14,5% CET 1, mit denen die Banken in diese voraussichtliche neue Krise gehen, eine gewisse Robustheit, dank deren sie zumindest kurzfristig Schocks auffangen können.

**Der Bondmarkt wird nervös**

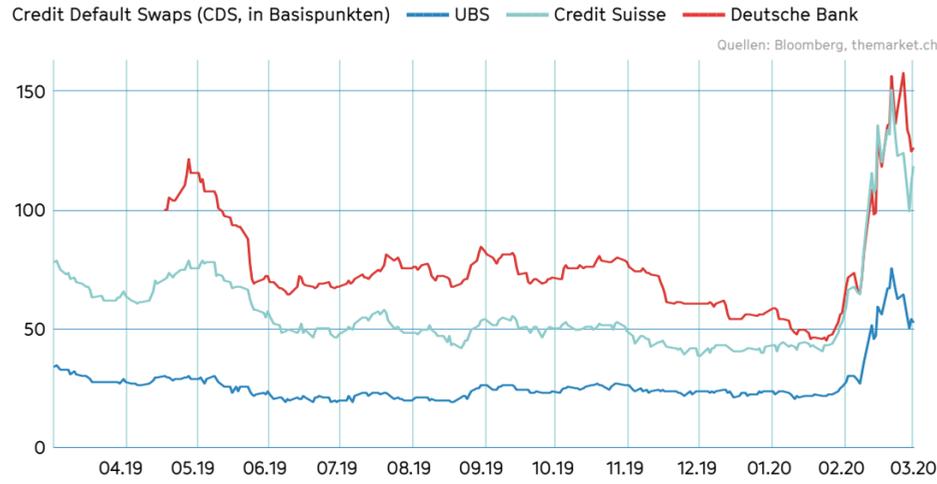
Zu Beginn der Krise blieben Investoren in vorrangigen Bankanleihen auch entsprechend gelassen. Doch inzwischen haben sich Kreditausfallversicherungen, im Jargon Credit Default Swaps (CDS), sprunghaft verteuert (vgl. Grafik 3): Sie signalisieren eine steigende Wahrscheinlichkeit, dass die in den letzten Jahren aufgebauten Eigenkapitalpolster nicht ausreichen werden, um alle Banken ohne Kapitalklemme durch eine möglicherweise einschneidende Coronakrise zu bringen.

«Bezüglich Bilanzqualität unterscheiden Anleiheninvestoren derzeit stärker als die Aktienmärkte»

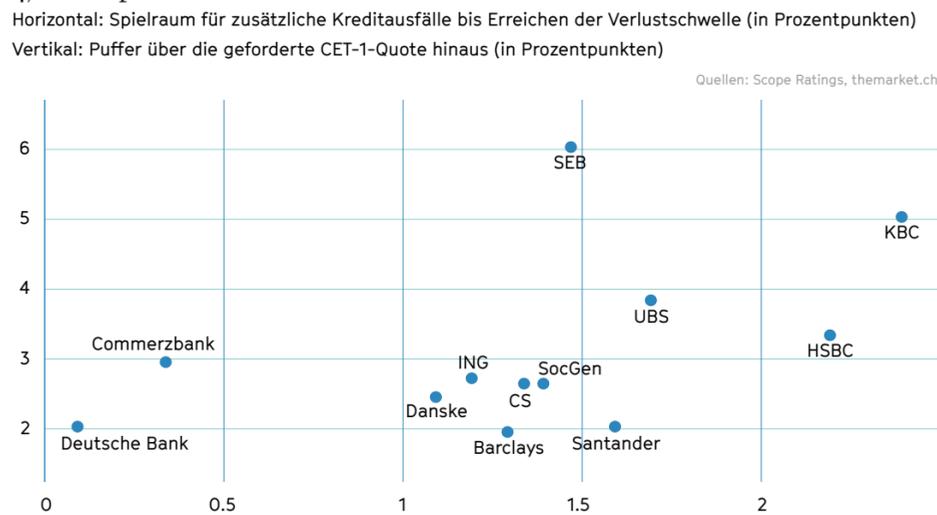
Bezüglich Bilanzqualität unterscheiden Anleiheninvestoren derzeit stärker als die Aktienmärkte. Die auf Banken spezialisierte Ratingagentur Scope hat analysiert, welchen Spielraum die Institute haben, steigende Kreditausfälle zu absorbieren.

Die erste Abwehrlinie in diesem Dispositiv ist die Gewinnkraft einer Bank vor Rückstellungen. Sie zeigt auf, wie viel ausserordentliche Rückstellungen für gefährdete Kredite sie verkraften kann, ohne in die Verlustzone abzurutschen. Die zweite Abwehrlinie ist der Kapitalpuffer, der über das geforderte Minimum an Eigenkapital hinausreicht. Er offenbart, wie viel Verlust eine Bank tra-

**3) Die Angst am Anleihenmarkt steigt sprunghaft, aber ungleich**



**4) Die Kapazität, Kreditausfälle zu absorbieren**



gen kann, ohne neues Kapital aufnehmen zu müssen (vgl. Grafik 4).

Insgesamt kommen die Kreditanalysten von Scope zum Schluss, dass die meisten Banken um gut 1 Prozentpunkt höhere Rückstellungen verkraften können, bevor drohende Kreditausfälle das Eigenkapital anzugreifen beginnen. Besonders verletzlich zeigen sich bei dieser Betrachtung die Deutsche Bank und die Commerzbank. Deutlich besser stehen die beiden Schweizer Grossbanken da.

**Ein Unfall ist nicht eingepreist**

Die Bestandesaufnahme zeigt: Mit Blick auf die beschriebenen Stressszenarien hat der Aktienmarkt die Kreditrisiken und die ertragsseitigen Auswirkungen einer sich ausbreitenden Coronapandemie bei Bankaktien weitgehend eingepreist.

Noch nicht eingerechnet sind eventuelle Unfälle im Finanzsystem oder Auswirkungen

gen auf die Kapitalquoten im Falle einer länger anhaltenden Krise. Das Kapitalthema wird an den Aktienmärkten dann wieder den Ton angeben, wenn die in den vergangenen Jahren aufgebauten Puffer, die über die Minimalanforderungen hinausgehen, aufgebraucht zu werden drohen.

Die Signale aus dem Bondmarkt sind bereits jetzt klar: Zu Beginn des Coronaausbruchs war es von dieser Seite ruhig. Doch jetzt wird im Anleihenmarkt mit einer deutlich steigenden Ausfallwahrscheinlichkeit im Bankensektor gerechnet.

Aber auch wenn alles gut ausgeht, scheint eine Rückkehr der Bewertung von Bankaktien auf das langjährige Mittel angesichts des seit Jahren feststellbaren Abwärtstrends illusorisch.

**2,1%** Die mittlere jährliche Inflationsrate der Schweiz in den vergangenen 120 Jahren – die niedrigste der Welt.

Quelle: CS Yearbook



Der Ton macht die Musik.

**Die Zeiten ändern sich.** Das zeigen die vielfältigen Möglichkeiten, genussvoll Musik zu hören. Gleich verhält es sich bei der Altersvorsorge. Die Fachleute der PKG Pensionskasse haben immer ein offenes Ohr, wenn es um die beste Lösung geht. Das erlaubt den KMU die volle Konzentration auf das Kerngeschäft. [www.pkg.ch](http://www.pkg.ch)



PENSIIONSKASSE FÜR KMU

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/z20127](http://go.themarket.ch/z20127)



## ANALYSE

## Der Kampf gegen die Pandemie

Die Suche nach Wirkstoffen gegen das neue Virus läuft auf Hochtouren. Vorne dabei sind Gilead, Sanofi und Roche. Die Aktien dieser drei sind auch sonst attraktiv. **Von Michael Griesdorf**

Der Leistungsausweis der Pharmaindustrie gibt Coronapatienten Hoffnung. Ihr Know-how hat in den letzten zwanzig Jahren dank der Entschlüsselung des Genoms rasch zugenommen. Personen mit HIV führen mittlerweile ein nahezu normales Leben. Hepatitis-C-Patienten können sogar geheilt werden, und viele Krebspatienten haben wesentlich bessere Aussichten.

An der Börse wurde der Sektor zuletzt allerdings vernachlässigt. Pharma- und Biotech-Aktien hinkten 2019 hinterher, haben sich während der Verwerfungen der vergangenen Wochen aber stabiler verhalten als der Gesamtmarkt. Dadurch hat sich die Performancelücke zum US-Leitindex S&P 500 geschlossen (vgl. Grafik 1):

### «Derzeit laufen über fünfzig Entwicklungsvorhaben gegen Covid-19»

Mittlerweile haben fast alle grösseren Pharmakonzerne Covid-19-Projekte am Laufen. Doch auch kleinere Firmen wie Moderna Therapeutics, Inovio Pharmaceuticals und Vir Biotechnology forschen mit Hochdruck an neuen Wirkstoffen. Insgesamt laufen derzeit über fünfzig Entwicklungsvorhaben.

Grosse Hoffnungen ruhen auf Gilead. Der Biotech-Konzern ist mit der Entwicklung des Medikaments Remdesivir im Kampf gegen das Virus weit fortgeschritten. Der potenzielle Wirkstoff gegen Covid-19 wird bereits in etlichen Ländern bei schwer erkrankten Patienten eingesetzt. Allerdings muss die Wirksamkeit von Remdesivir in gross angelegten Studien erst noch überprüft werden. Mit Spannung warten die Börsen auf erste Resultate, die im April veröffentlicht werden sollen.

#### Gilead führt bei Virenbekämpfung

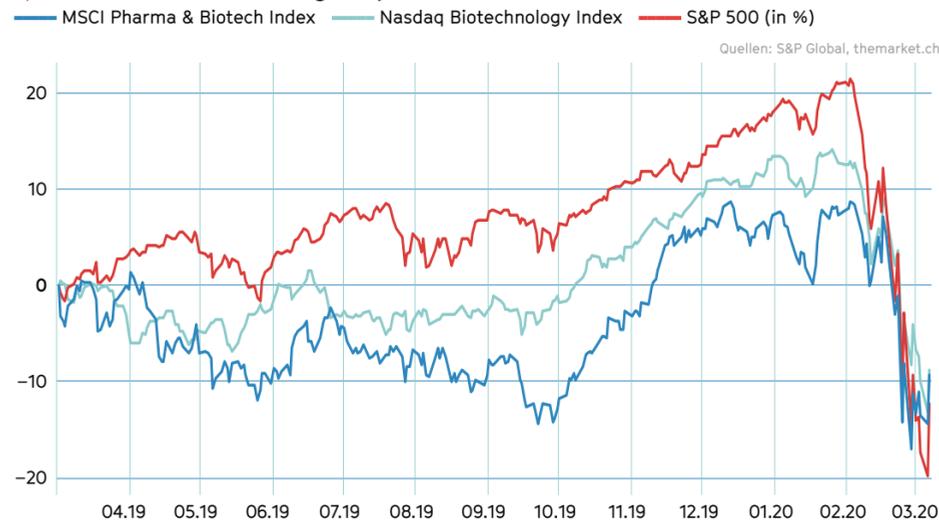
Gilead zählt zu den Pionieren bei Wirkstoffen gegen Viren. Sie gehört zu den Pharmaherstellern, die massgeblich daran beteiligt sind, dass HIV-Patienten heute eine normale Lebenserwartung haben. Zudem hat der Konzern als Erster ein Präparat auf den Markt gebracht, das Hepatitis-C-Patienten heilen kann. Ebenso stammt das bereits gegen die Schweine- und die Vogelgrippe verabreichte Grippemittel Tamiflu (von Roche einlizenziert) aus Gileads Küche.

Ein Erfolg im Kampf gegen das Coronavirus wäre ein zusätzlicher Pluspunkt für die Aktien. Wegen der Konkurrenz durch Generika bei drei älteren Wirkstoffen wird Gilead den Umsatz 2020 nicht erhöhen können. Auch steigt die Gefahr zunehmender Konkurrenz im Bereich HIV in den nächsten Jahren.

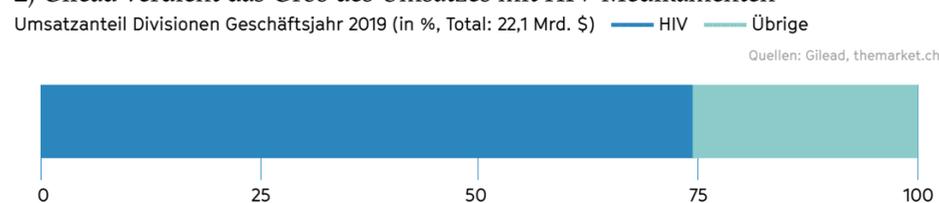
Der neue CEO Daniel O'Day – bis Anfang 2019 Pharmachef bei Roche – richtet Gilead deshalb mit strategischen Partnerschaften Schritt für Schritt auf neue Krankheiten abseits von HIV (Umsatzanteil 2019 rund 75%, vgl. Grafik 2) aus. Unter anderem kooperiert der Konzern dafür mit dem belgischen Unternehmen Galapagos, das über eine reichhaltige Forschungspipeline auf dem Gebiet Autoimmunkrankheiten verfügt.

Weitere Partnerschaften in diesem Stil oder auch Zukäufe könnten dank dem hohen Bar-

#### 1) Performance seit Anfang 2019



#### 2) Gilead verdient das Gros des Umsatzes mit HIV-Medikamenten



mittelbestand von rund 24 Mrd. \$ folgen. Generell sollten Anleger jedoch nicht vorbehaltlos Valoren von Pharmaunternehmen kaufen, die derzeit an der Entwicklung eines Mittels gegen Covid-19 arbeiten. Es ist noch längst nicht klar, ob sie bei der Entwicklung ihrer Präparate erfolgreich sein werden.

«Die Visibilität zum Markteintritt und zur Effektivität eines allfälligen Wirkstoffs ist derzeit noch sehr beschränkt», merkt dazu Credit-Suisse-Analyst Evan Seigerman an. Je kleiner das Unternehmen, desto mehr wird ein Misserfolg ins Gewicht fallen. Vorsicht ist daher besonders bei Gesellschaften wie Moderna Therapeutics und Inovio Pharmaceuticals angebracht. Zu gross ist ihre Abhängigkeit von einzelnen Wirkstoffen.

In den meisten Fällen ist die Marktzulassung eines Covid-19-Präparats überdies noch Monate entfernt. Speziell bei Impfstoffen gestaltet sich nicht nur der Entwicklungsprozess langwierig. Er dürfte laut Aussagen von diversen Vertretern der Pharmaindustrie rund zwölf bis achtzehn Monate dauern.

#### Produktion ist anspruchsvoll

Auch die Produktion selbst ist wegen der verschärften Sicherheitsvorschriften – Impfstoffe werden im Gegensatz zu den meisten Medikamenten gesunden Erwachsenen und vor allem Kleinkindern verabreicht – zeitintensiv und kann gut sechs bis acht Monate in Anspruch nehmen. «Wir sind bereit, alle regulatorischen Möglichkeiten auszuschöpfen, um die Entwicklung effektiver Massnahmen zu verkürzen», schreibt die Europäische Zulassungsbehörde EMA immerhin auf Anfrage von The Market.

In diesem Kontext lässt sich der finanzielle Erfolg schwer abschätzen. Arzneimittelhersteller, die an Wirk- oder Impfstoffen gegen das Coronavirus kein sehr profitables Geschäft sind», sagt Ronny Gal, Healthcare-Analyst bei Alliance Bernstein, im Gespräch mit The Market.

Gelingt ein Durchbruch, werden erfolgreiche Firmen und wohl die gesamte Pharmaindustrie dafür aber in der Bevölkerung, der Politik und bei den Zulassungsbehörden an Ansehen gewinnen – eine Chance für die Branche, ihr Image zu rehabilitieren, steht sie doch seit Jahren in der öffentlichen Kritik wegen ausufernder Preise.

Weil solche Faktoren ähnlich schwierig zu quantifizieren sind wie die Wahrscheinlichkeit eines Forschungserfolgs mit einem Covid-19-Wirkstoff, sollten Aktienengagements deshalb primär auf den fundamentalen Stärken einer Gesellschaft basieren.

### «Ein Durchbruch wäre eine Chance für die Pharmaindustrie, ihr Image zu rehabilitieren»

Zu den Pharmaunternehmen mit potenziellen Coronaviruspräparaten, bei denen sich ein Investment unabhängig davon lohnt, gehört Sanofi.

Der Konzern aus Frankreich will zusammen mit seinem amerikanischen Partner Regeneron das Mittel Kevzara gegen Covid-19 testen. Bei manchen Patienten mit einer Coronavirusinfektion kann es dazu kommen, dass das Immunsystem überreagiert. Kevzara, das normalerweise gegen die Autoimmunkrankheit Rheumatoide Arthritis eingesetzt wird, könnte es allenfalls bremsen und so dafür sorgen, dass die Patienten früher aus der Intensivstation entlassen werden können.

In präklinischen Studien versucht Sanofi zudem, die DNA des Sars-CoV-2-Erregers mit genetischem Material von harmlosen Viren zu klonen. Der Klon soll dann im Körper eine Immunreaktion hervorrufen, ohne den Patienten krank zu machen.

#### In Kürze:

- Ein Wirkstoff gegen Covid-19 ist eine Chance für die Branche
- Bei grossen Unternehmen fällt ein solcher kaum ins Gewicht
- Gilead, Roche und Sanofi sind auch sonst attraktiv

Unter der Ägide des ehemaligen CEO Olivier Brandicourt agierte Sanofi lange Zeit ohne klare Richtung. Das Unternehmen tanzte auf zu vielen Hochzeiten, die Entwicklungspipeline war entsprechend mager, und auch operativ haperte es. So sank die Ebit-Marge zwischen 2012 und 2018 stetig von 32 auf 26%. Letztes Jahr lag sie bei 27%.

Der neue CEO Paul Hudson – ehemals Pharmachef bei Novartis – steuert Sanofi jedoch in eine neue Richtung. Analog zum Umbau, den Novartis vor ein paar Jahren vorgenommen hat, konzentrieren sich die Franzosen heute nur noch auf das, worin sie wirklich gut sind. Medikamente gegen Diabetes und Herzleiden beispielsweise gehören nicht mehr zur Kernstrategie. Begleitend zur Fokussierung wurde ein Kostensenkungsprogramm lanciert, das bis 2022 Einsparungen von jährlich rund 2 Mrd. € einbringen soll. Bis dann soll sich die operative Marge auf rund 30% verbessern.

#### Roche punktet in der Diagnostik

Ins Portfolio von Anlegern, die auf der Suche nach interessanten Pharmatiteln sind, gehört ebenso Roche. Der Pharmariese aus Basel engagiert sich im Kampf gegen die Pandemie an zwei Fronten. Erstens verfügt er über Tests, mit denen eine Covid-19-Infektion festgestellt werden kann. Mittlerweile können diese Tests auch in Geräten für grosse Diagnostiklabore eingesetzt werden.

Zweitens liefert Roche das Medikament Acetremra – es wirkt wie Kevzara von Sanofi – zu Forschungszwecken gratis an Researchzentren in China und den USA und beginnt demnächst mit eigenen klinischen Tests. Sollten sie erfolgreich sein, könnte das Mittel deshalb auch bei der Behandlung von Coronaviruspatienten hilfreich sein.

Roche hat das Medikamentenportfolio in den letzten Jahren erfolgreich erneuert. Die Patentklippe, die wegen des Markteintritts von Nachahmermedikamenten Umsatzeinbussen befürchten liess, hat sie dank neuer Wirkstoffe gemeistert. Mit einer weltweit führenden Diagnostiksparte (Umsatzanteil 2019 rund 21%) verfügt Roche zudem über ein relativ risikoarmes, aber dennoch strukturell wachsendes Geschäft.

Fazit: Gilead, Sanofi und Roche sind führend im Kampf gegen das neue Virus, ihre Aktien sind aber unabhängig davon attraktiv.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/z20128



## ANALYSE

## Schweizer Unternehmen und Covid-19

Die Pandemie wird unser Denken verändern. Dadurch werden neue Trends entstehen, die etliche Chancen für Unternehmen eröffnen. The Market gibt einen Überblick. **Von Michael Griesdorf**

Die Covid-19-Pandemie mag vorbeigehen. Unser Leben dürfte es jedoch nachhaltig verändern. Psychologen, Soziologen und Philosophen sind sich einig, dass die neuen Hygieneregeln und Social Distancing sich langfristig in unseren Köpfen festsetzen werden. Auch die Beziehung zwischen einzelnen Staaten dürfte sich verändern.

Doch welche langfristigen neuen Trends zeichnen sich wegen Covid-19 für die Wirtschaft ab, und welche Schweizer Unternehmen sind davon betroffen? The Market hat sich mithilfe einer Studie der Bank Vontobel auf die Suche gemacht.

Home Office ist klar eines der Mega-Themen der Coronaviruskrise. Zahlreiche Staaten haben im In- und Ausland Reiserestriktionen verhängt. Gearbeitet wird vielerorts von zu Hause aus. Die Erfahrungen, die Tausende von Mitarbeitern und Unternehmen derzeit mit Home Office sammeln, könnten dessen Akzeptanz in so mancher Firma erhöhen.

### «Die Nachfrage nach Glasfaserleitungen und 5G wird deutlich zunehmen»

Die Voraussetzung ist indes eine mobile und vor allem schnelle Internet-Verbindung. Die Analysten von Vontobel glauben deshalb, dass die Nachfrage der Wirtschaft nach 5G und Glasfaserleitungen in den kommenden Jahren deutlich zunehmen wird. Profitieren würden davon in erster Linie die Telecomgesellschaften Swisscom und Sunrise. Doch auch einzelne Sparten des Telecomausrüsters Huber+Suhner und des Elektroinstallateurs Burkhalter wären Gewinner.

Eng mit Home Office und der eingeschränkten Reisetätigkeit verknüpft ist die Nutzung von Videokonferenzlösungen. Laut dem IT-Peripheriegeräte-Anbieter Logitech sind derzeit erst 3 bis 5% aller Büroarbeitsplätze mit entsprechender Technologie ausgerüstet. Es erstaunt deshalb nicht, dass vor allem Logitech zu den Langfristgewinnern von Covid-19 zählen könnte.

### Logitech ist der Platzhirsch

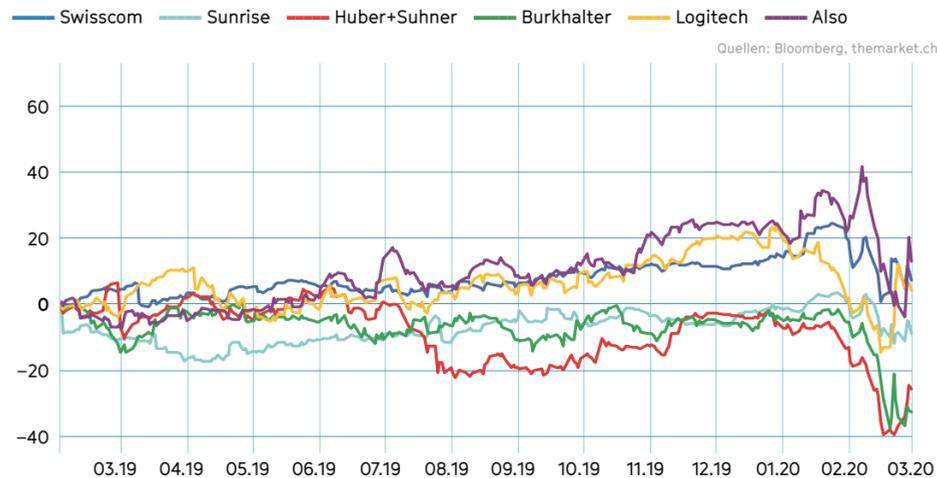
Gemäss dem Analysehaus Synergy Research ist die Hardware von Logitech in rund 42% aller Videokonferenzräume von Unternehmen vertreten. Die Gesellschaft ist strategischer Hardwarepartner von Microsoft, einem der weltweit grössten Anbieter von Software für Videokonferenzen. Mit Google und Zoom arbeitet sie im gleichen Stil zusammen. Ausserdem bietet sie ergonomische Tastaturen an, die bei Home-Office-Mitarbeitern im Trend stehen dürften.

Ein weiterer Profiteur der zunehmenden Nachfrage nach Videokonferenz- wie auch Home-Office-Lösungen dürfte zudem Also sein. Das Unternehmen aus dem Kanton Luzern ist Logistiker für Verkäufer von Business-IT-Lösungen.

Das Coronavirus fördert jedoch nicht nur die heute verfügbaren digitalen Kommunikationsmöglichkeiten. Es stellt auch die Globalisierung in Frage. «Die globale Lieferkette hat sich als sehr fragil herausgestellt und ist zu stark von einem einzelnen Land wie zum Beispiel China abhängig», schreibt Vontobel.

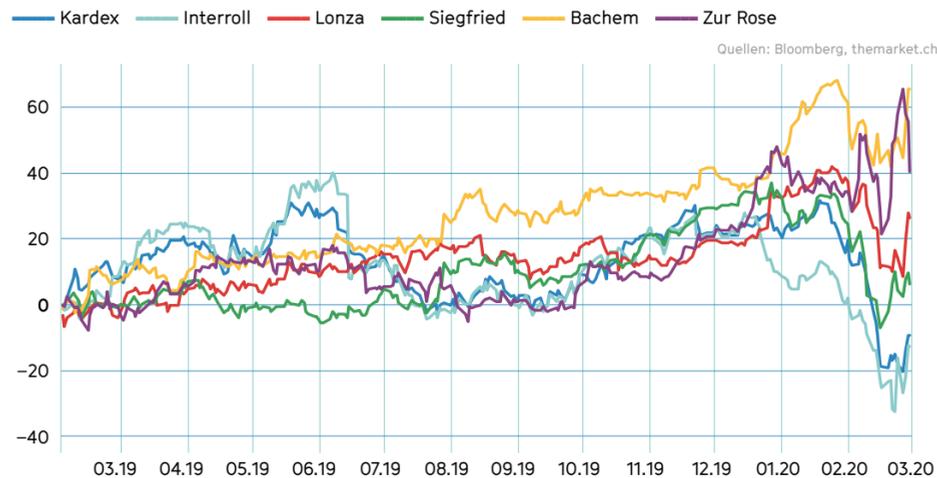
### Gewinner des Trends zu Home Office und zu Videokonferenzen

Performance über ein Jahr (in %)



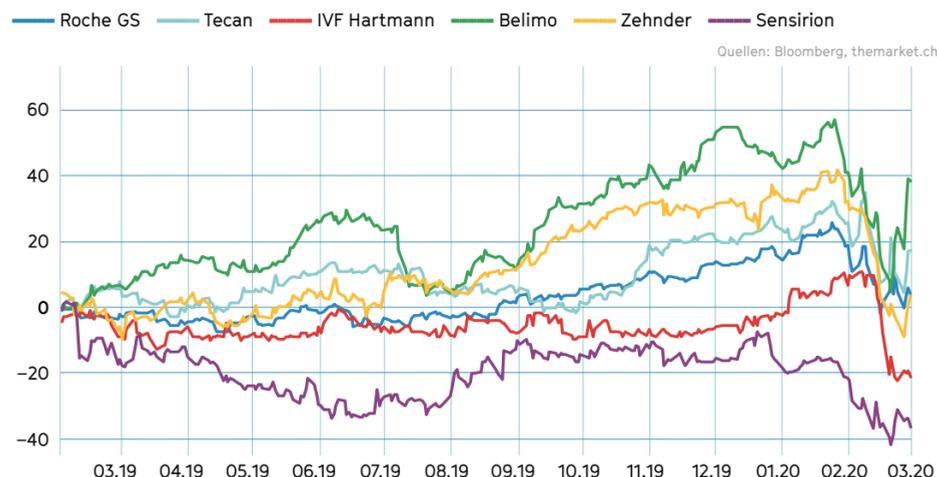
### Gewinner des Trends zur Deglobalisierung

Performance über ein Jahr (in %)



### Gewinner des Trends zur Diagnostik und zum Fokus auf Gesundheit

Performance über ein Jahr (in %)



Vor allem im Pharmasektor kommen die meisten generischen Wirkstoffe aus China oder Indien – eine Abhängigkeit, die in Krisenzeiten zu einem Problem für andere Staaten werden kann. So hat Indien beschlossen, den Export des Malaria-Arzneistoffs Hydroxychloroquin – er kann potenziell zur Behandlung von Coronaviruspatienten genutzt werden – zu verbieten. Covid-19 könnte deshalb die mit dem Handelskonflikt zwischen den USA und China bereits angelaufene Deglobalisierung beschleunigen.

Die Neuausrichtung der Lieferketten bedeutet, dass viele Unternehmen in neue Fabriken, Warenhäuser und Distributionszentren in Ländern mit höheren Mieten und Löhnen investieren müssen. Unter dem Strich hat das niedrigere Kapitalrenditen zur Folge. Als Gegenmassnahme bieten sich Automa-

tisierungs- und ein höherer Standardisierungsgrad an. Letzteres ist vor allem dann wichtig, wenn sich ein Unternehmen für die Dual-Sourcing-Strategie entschliesst, bei der das gleiche Gut gleichzeitig von zwei Werken aus unterschiedlichen Standorten bezogen wird.

In der Schweiz bieten beispielsweise Kardex oder Interroll Automatisierungslösungen bzw. Teile für Warenhäuser und Distributionszentren an. Beide haben in den vergangenen Jahren bereits vom Trend zur Dezentralisierung im Online-Handel profitiert und verfügen deshalb über viel Know-how auf diesem Gebiet.

Zudem könnte Kardex und Interroll ein weiterer Aufschwung im E-Commerce-Geschäft zugutekommen. Unternehmen in diesem

### In Kürze:

- Das Virus wird unser Verhalten dauerhaft verändern
- Das schafft Gewinner und Verlierer
- The Market stellt die Schweizer Profiteure vor

Bereich wie die Versandapotheke Zur Rose werden derzeit regelrecht mit Neuanmeldungen überrannt. Das Management spricht von einer Verdoppelung der Nachfrage seit Ausbruch von Covid-19 in der Schweiz und Deutschland. Haben sich Kunden erst einmal angemeldet, ist ihre Treue in der Regel relativ ausgeprägt. Im Pharmasektor könnten die Zulieferer Lonza, Siegfried und Bachem profitieren. Sie produzieren für die Arzneimittelhersteller Wirkstoffe in vielen Ländern ausserhalb von China.

Gezeigt hat die Coronaviruskrise auch, dass während Pandemien genügend Diagnostikressourcen wichtig sind. Länder, die viel testen, wie Südkorea oder Singapur, haben das Virus deutlich besser im Griff. Mittlerweile stocken Staaten rund um die Welt ihre Testkapazitäten auf. Einer der führenden Anbieter von Tests wie auch von Geräten zur Diagnose von Covid-19 ist Roche. Sie kann ihre Coronavirustests seit neuestem auf Maschinen mit hohem Durchsatz laufen lassen

### «Einer der führenden Anbieter von Covid-19-Tests ist Roche»

Ebenfalls im Bereich Diagnostik aktiv ist Tecan. Das Unternehmen aus Männedorf am Zürichsee stellt Diagnostikgeräte her, die für den Nachweis von Covid-19 eingesetzt werden können. Ferner lassen sich gewisse Reagenzien und Verbrauchsmaterialien von Tecan zum Testen verwenden.

### Kampf gegen Verwundbarkeit

Letztlich wird mit Covid-19 ersichtlich, wie verwundbar die Wirtschaft gegenüber Pandemien ist. Dadurch könnte das Bewusstsein für vorbeugende Massnahmen gegen Viren künftig stärker in den Vordergrund treten, glauben die Analysten von Vontobel.

Davon profitieren würden nicht nur Anbieter von Desinfektionsmitteln wie IVF Hartmann. Auch Heizungs-, Lüftungs- und Klimatechnikern wie Belimo oder Zehnder könnte dieser Trend zugutekommen, denn das Raumklima und die Lüftungstechnik sind unter anderem für die Verbreitungsgeschwindigkeit von Viren in geschlossenen Räumen entscheidend. Sensirion liefert Sensoren zur Messung von Luftfeuchtigkeit und Raumtemperatur. Auch Sensoren, die in Beatmungsgeräten zum Einsatz kommen, gehören zu ihrem Repertoire.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/z20129](https://go.themarket.ch/z20129)



**IMPRESSUM**

The Market, die Finanzplattform für versierte Anlegerinnen und Anleger, erscheint täglich online sowie als Newsletter: [themarket.ch](https://themarket.ch)

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

**Chefredaktor**

Mark Dittli (MD) [mark.dittli@themarket.ch](mailto:mark.dittli@themarket.ch)

**Stellvertretender Chefredaktor**

Sandro Rosa (SR) [sandro.rosa@themarket.ch](mailto:sandro.rosa@themarket.ch)

**Redaktion**

Ruedi Keller (RK), Gregor Mast (GM), Christoph Gisiger (CG, Los Angeles), Andreas Kälin (AK), Daniel Zulauf (DZ), Michael Griesdorf (GRI)

**Freie Autorinnen und Autoren**

Charles Biderman (Hawaii), Marc Chandler (New York), Alfons Cortés (Vaduz), Kevin Duffy (Philadelphia), Karin Frick (Zürich), Louis-Vincent Gave (Hongkong), Christoph Geyer (Frankfurt), Dylan Grice (London), Erwin W. Heri (Zürich), Karen Horn (Zürich), Peter E. Huber (Frankfurt), Christina Kehl (Zürich), Alain Kunz (Zürich), Simon Mikhailovich (New York), Russell Napier (Edinburgh), Michael Pettis (Peking), Bill Smead (Seattle), Anne Stevenson-Yang (Peking), Philippe Welti (Zürich), William White (Toronto), Daniel Woker (Zürich), Jörg Wuttke (Peking), Nicolas Zahn (Zürich), Myret Zaki (Genf), Luigi Zingales (Chicago), Felix W. Zulauf (Zug)

**Konzeption und Gestaltung der Beilage**

Laurent Burst

**Bildnachweise**

Seiten 1 und 2: peterschreiber.media, Adobe Stock

Seite 9: Karin Hofer, NZZ

Seiten 14 und 15: Dhiraj Singh, Bloomberg

**Folgen Sie The Market**

Twitter: [@TheMarket\\_CH](https://twitter.com/TheMarket_CH)

LinkedIn: [/company/the-market-ch](https://company/the-market-ch)

Facebook: [/TheMarketCH](https://TheMarketCH)

Newsletter: [go.themarket.ch/newsletter](https://go.themarket.ch/newsletter)

**Abonnement**

Probe-Abo 30 Tage: kostenlos [go.themarket.ch/abo](https://go.themarket.ch/abo)

Abo 1 Monat: CHF 35.-

Abo 6 Monate: CHF 198.-

Abo 1 Jahr: CHF 348.-

Kombi-Spezialpreis für NZZ-Abonnentinnen und -Abonnenten:

Abo 6 Monate: CHF 149.-

Abo 1 Jahr: CHF 259.-

**Leserservice**

Telefon +41 44 258 10 00, [leserservice@nzz.ch](mailto:leserservice@nzz.ch)

**Service und Verkauf**

Ruedi Minger (Leiter Verkauf)

[ruedi.minger@themarket.ch](mailto:ruedi.minger@themarket.ch) / Telefon +41 44 468 20 22

Fabio Pasinetti (Leiter Produktmanagement)

[fabio.pasinetti@themarket.ch](mailto:fabio.pasinetti@themarket.ch) / Telefon +41 44 468 20 25

The Market Media AG

Zurlindenstrasse 134

CH-8003 Zürich

Tel. +41 44 468 20 20

**Mediadaten**

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

**Aktionariat**

60% Mitglieder der Redaktion

40% Neue Zürcher Zeitung AG

# the market

---

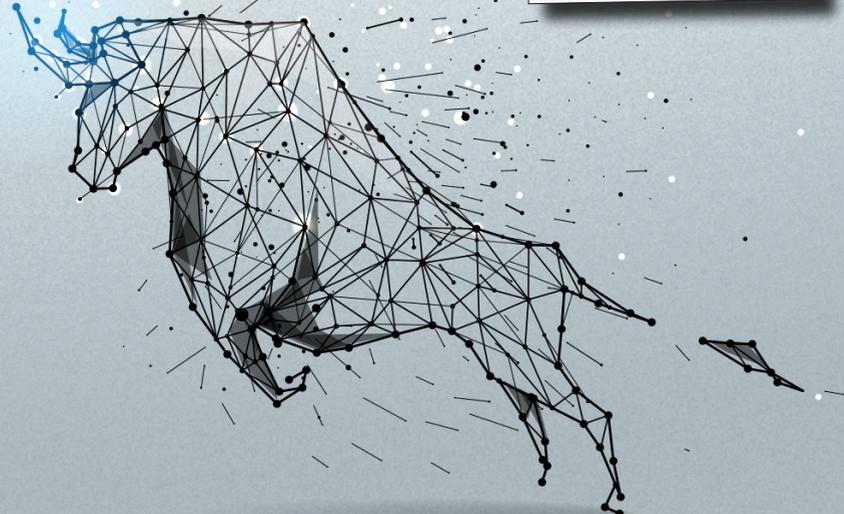
NZZ

## Die neue Börsenplattform

- ↗ Personalisierte Portfolios und Watchlist-Funktionen
- ↗ Chart-Tools für anspruchsvolle Analysen
- ↗ Vorbörse und Nebenwerte Schweiz
- ↗ Real-Time-Kurse der Schweizer Börse SIX
- ↗ Weltweite Abdeckung von Aktien, Obligationen, Zinsen, Indizes, Währungen

Jetzt entdecken!

[themarket.ch/boerse](https://themarket.ch/boerse)



**The Market – unabhängige Analyse, Meinung und Daten  
für bessere Entscheidungen an den Finanzmärkten**

**Launch Sponsor: UBS KeyInvest**

## MEINUNG

# Der Mythos der unkorrelierten Kryptowährungen

Während des jüngsten Ausverkaufs fielen Bitcoin und andere Kryptowährungen im Gleichschritt mit Aktien, was die Behauptung der Unkorreliertheit zu traditionellen Anlageklassen widerlegt. Schuld ist die Überschussliquidität, die zu synchroneren Kursbewegungen führt. **Von Myret Zaki**

Der jüngste Ausverkauf an den Börsen bietet die Gelegenheit, zu testen, ob sich Kryptowährungen in Phasen erhöhter Nervosität als widerstandsfähig erweisen. Es stellt sich die Frage, ob digitale Vermögenswerte wie Bitcoin, Ethereum, Tether, XRP und andere, die inzwischen vollständig in das Anlageuniversum integriert sind, bei Börseneinbrüchen eine Absicherung bieten und sich als unkorreliert mit globalen Aktien und Anleihen erweisen.

Bieten Kryptowährungen grundsätzlich einen echten Diversifizierungsvorteil für traditionelle Anlageklassen? Auf der Grundlage der jüngsten Marktbewegungen lautet die Antwort nein. Wenn wir vergleichen, was während des Ausverkaufs in der letzten Februarwoche geschah, stellen wir fest, dass der S&P-500-Index vom 21. bis zum 28. Februar 11,5%, der Dow Jones 12,4% und der MSCI World 12% an Wert verloren hat.

Und was haben die Kryptowährungen gemacht? Ihre Kurven folgten in diesem Zeitraum einem ähnlichen Muster, nur dass sie noch stärker korrigierten. Die nach Marktkapitalisierung grössten Kryptowährungen mussten happige Verluste einstecken. So fiel Bitcoin in Dollar gerechnet 14,5%, Ethereum verlor 20%, Ripple rutschte um 18% ab, und Bitcoin Cash, eine Kryptowährung, die aus einer Abspaltung von Bitcoin hervorgegangen ist, stürzte um 24% ab, was dem doppelten Verlust des MSCI World entspricht. Ihre Preisentwicklung zeigte einen ähnlichen Verlauf – wengleich mit unterschiedlich starker Ausprägung.

## Sogar Gold gerät in Abwärtssog

Sogar Gold, der ultimative unkorrelierte Vermögenswert, verlor 5,3%. Obwohl der Rückgang moderat war, konnte sich das Edelmetall dem Abwärtssog nicht entziehen. Die synchronisierte Korrektur erlaubt einige Anmerkungen. In Zeiten von Marktstress oder -panik sind Kryptowährungen mit Aktien und anderen Vermögenswerten hoch korreliert.

Wie alle riskanteren Anlagen korrigieren Kryptos sogar übermässig kräftig. Das Gleiche passiert mit Schwellenländeraktien, einer Kategorie, die in Bezug auf die Risikoklassifizierung Ähnlichkeiten mit Kryptos

aufweist. Eine positive Korrelation zwischen dem S&P 500 und Bitcoin war jedoch bis vor kurzem nicht die Regel, sondern eher die Ausnahme: Während des grössten Teils der Jahre 2018 und 2019 wiesen Bitcoin und der S&P 500 eine inverse Beziehung zueinander auf und waren nur für kurze Zeiträume positiv korreliert. Folgen diese zufälligen Korrelationsmuster den Launen der Anleger? Ganz und gar nicht. Die verborgene Variable ist die Liquidität.

## «In einem Regime der Überschussliquidität nimmt die Korrelation tendenziell zu»

Der gemeinsame Nenner, der erklärt, wie sich die Korrelationen im Laufe der Zeit verändern, ist die Liquidität oder die billige Kreditaufnahme, die der Markt zur Verfügung hat. Man muss sich bloss vor Augen führen, was die US-Notenbank zur selben Zeit tat. Ab August 2019 beendete sie nämlich ihren Straffungskurs und senkte die Leitzinsen auf gerade noch 1 bis 1,25%.

Noch wichtiger ist, dass das Fed am 17. September 2019 begann, durch intensive «Repo»-Marktoperationen riesige Mengen an Liquidität bereitzustellen. Der Liquiditätsschub hat die Anleger und ihren Spekulationshunger gedopt. Das führte zu einer Verengung der Kreditrisikoauflage (Spreads) und zu einer Verwischung der wahrgenommenen Unterschiede zwischen den Vermögenswerten. Die Risiken wurden verwässert, und die Investoren unterschieden immer weniger zwischen riskanten und sicheren Anlagen.

In einem Regime der Überschussliquidität nimmt die Korrelation tendenziell zu, weil die Marktteilnehmer bereit sind, Aktien zu kaufen und zusätzliche Risiken mit alternativen Anlagen wie Kryptowährungen einzugehen. Die Hausse hat Aktien und Anleihen in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres in die Höhe getrieben. Bitcoin und Gold verloren wegen der Massnahmen des Fed zwar nicht an Wert, aber sie waren we-

niger gefragt und legten deshalb in geringem Umfang zu.

Weshalb? Weil die Liquidität eine maximale Performance bei geringstem Risiko begünstigte und damit Aktien und hochverzinsliche Anleihen befeuerte. Sowohl Bitcoin als auch Gold waren in der ersten Jahreshälfte bei konstanter bis abnehmender Liquidität schnell gestiegen, bis die neue Liquiditätswelle die Präferenzen der Anleger in der zweiten Jahreshälfte veränderte. Bitcoin und Gold waren dann nur noch zweite Wahl.

Auch die oben beschriebene scheinbare Zunahme der Korrelation, als die Coronavirus-Baisse im Februar einsetzte, ist der Liquidität zu verdanken. Während die Liquidität typischerweise zuletzt in die risikoreichsten Märkte schwappt, fliesst sie als Erstes aus diesen Segmenten ab. Die Kryptomärkte ähneln den Schwellenmärkten, weil beide dem entscheidenden Einfluss grosser spekulativer Liquidität unterliegen, die blitzschnell an- und abschwilt.

## Zinsen normalisieren

Am 8. März verkauften nervöse Anleger, die einen erhöhten Bedarf an Bargeld vorwegnahmen, Bitcoin, was die undankbaren Eigenschaften von volatileren und weniger liquiden Vermögenswerten veranschaulichte.

Übermässige Liquidität verzerrt die Korrelationssignale. Spezifische Eigenschaften der verschiedenen Anlageklassen lösen sich auf, da sich alle Vermögenswerte synchron, je nach Präferenz der Anleger, auf- oder abwärts bewegen. Um eine geringere Korrelation zwischen den Vermögensklassen zu erreichen, müssten die Zinsen normalisiert werden, um wieder differenzierte Risikorendite-Profile zu schaffen, Anleihen wieder zu einer Alternative zu Aktien zu machen und den Anlegern die Wahl zwischen einer Reihe unverfälschter Risiken zu geben.

### In Kürze:

- Die Liquidität treibt den Preis von Bitcoin & Co.
- Bei Stress sind Kryptowährungen mit Aktien korreliert
- Dadurch ähneln sie Schwellenländeranlagen



Myret Zaki

Myret Zaki begann 1997 als Junior-Analystin in einer Genfer Privatbank, wo sie die Grundlagen der Aktienanalyse lernte. 2001 wechselte sie zur Tageszeitung «Le Temps», wo sie neun Jahre lang den Finanzbereich leitete. Als die Finanzkrise 2008 ausbrach, schrieb sie das investigative Buch «UBS am Rande des Abgrunds», für das sie den Schweizer Journalistenpreis erhielt. 2010 wechselte sie zu «Bilan»; von 2014 bis 2019 war Zaki Chefredaktorin der Zeitschrift. Zwischen 2010 und 2016 schrieb sie drei weitere Bestseller über das Bankgeheimnis, das Ende des Dollar-Reserve-Status und den Aufstieg des Schattensbankensystems. Zaki hat einen Bachelor in Politikwissenschaft von der American University in Kairo und einen MBA von der Business School of Lausanne. Heute ist sie freie Kolumnistin und Beraterin für Influencer-Strategien.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

[go.themarket.ch/z20131](https://go.themarket.ch/z20131)



Quelle: themarket.ch, Bloomberg

**29 Jahre** So lange hat Australien kein Jahr mit einem Wachstumsrückgang erlebt (1991: -1,1%).



ACRON  
REAL ESTATE INVESTMENTS  
SINCE 1981

## ATTRAKTIVES IMMOBILIEN INVESTMENT IN ST. GALLEN

Werden Sie jetzt Vorzugsaktionär der ACRON HELVETIA XIV Immobilien AG und profitieren Sie von einer attraktiven Möglichkeit zur Beteiligung an zwei prominenten Renditeliegenschaften in St. Gallen.

**Halbjährliche Ausschüttungen von 5,0% p.a. (prognostiziert)**  
**Ziel-IRR ca. 6,4% p.a. (prognostiziert)**  
**Mittelfristige Laufzeit geplant bis 2025**

Investieren Sie in das mittlerweile 14. Immobilien-Investment der HELVETIA-Reihe für qualifizierte Anleger und überzeugen Sie sich von den Vorteilen dieses einzigartigen und erfolgreichen Anlagekonzepts. Haben wir Ihr Interesse geweckt? Dann rufen Sie uns einfach an. Wir freuen uns auf Ihre unverbindliche Kontaktaufnahme.

Nur für qualifizierte Anleger nach KAG in Verbindung mit FIDLEG. Mindestzeichnungssumme CHF 500 000.

André N. Lagler  
Mitglied des Verwaltungsrats  
T +41 (0)44 804 34 08  
M +41 (0)78 754 91 61  
[andre.lagler@acron.ch](mailto:andre.lagler@acron.ch)  
[acron-helvetia14.ch](http://acron-helvetia14.ch)  
[info@acron-helvetia14.ch](mailto:info@acron-helvetia14.ch)



Benefit from our

# 360° view of global real estate

**Capitalize on the expertise of a top 10 global real estate manager<sup>1</sup>**

- Over 60 years<sup>2</sup> track record through multiple market cycles
- Customized, diverse solutions across public and private equity and debt investments
- Over 275 real estate investment professionals<sup>3</sup> on-the-ground around the globe
- Manage over \$86bn in assets for our clients<sup>4</sup>

**Learn more at [principalrealestateinvestors.com](https://principalrealestateinvestors.com)**

<sup>1</sup>Managers ranked by total worldwide assets (net of leverage), as of 30 June 2019. "Largest Real Estate Managers", Pensions & Investments, 30 September 2019.

<sup>2</sup>Principal Real Estate Investors became registered with the SEC in November 1999. Activities noted prior to this date were conducted beginning with the real estate investment management area of Principal Life Insurance Company and later Principal Capital Real Estate Investors, LLC, the predecessor firm to Principal Real Estate Investors.

<sup>3</sup>Includes investment professionals of Principal Real Estate Europe Limited and its affiliates.

<sup>4</sup>As at 31 December 2019, includes clients of, and assets managed by, Principal Real Estate Europe Limited and its affiliates.

©2020 Principal Financial Services, Inc. Principal, Principal and symbol design and Principal Financial Group are registered trademarks and service marks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company. Principal Global Investors leads global asset management at Principal®. Principal Real Estate Investors is the dedicated real estate asset management group of Principal Global Investors. AD3551-01 | 1090280