

ANLAGEAUSBLICK

März 2025



BENDURA BANK

BENDURA BANK AG · LIECHTENSTEIN

Investoren betrachten Europa als Museum: Ein Kontinent, der in der Vergangenheit stecken geblieben ist, ohne die Fähigkeit zu Innovationen, geschweige denn zur Erzielung von Gewinnen.

Die Vereinigten Staaten haben die Europäische Union in Sachen Wirtschaftswachstum seit der COVID-Pandemie weit hinter sich gelassen. Das reale BIP der USA ist seit dem Tiefpunkt der Pandemie um 14% gewachsen, im Euroraum dagegen nur um 9%.

Die Anleger vergessen, dass **der Aktienmarkt nicht die Wirtschaft ist**. Das amerikanische Wirtschaftswachstum der letzten fünf Jahre mag außergewöhnlich gewesen sein, aber die Rentabilität des amerikanischen Aktienmarktes war nicht viel besser als die Europas.

Heute scheint die Investment-Community im Paradigma der 2010er Jahre festzustecken, als das europäische Gewinnwachstum 45% hinter dem der USA zurückblieb. Damals hatte Europa mit strukturellen Problemen seines Finanzsektors zu kämpfen. Jedoch sind die meisten Probleme aus dieser Zeit inzwischen gelöst. Die Bilanzen der Banken wurden bereinigt. Dadurch konnten die Finanzwerte wieder dieselbe Rentabilität erreichen wie vor der globalen Finanzkrise.

Heute ist die Eigenkapitalrendite europäischer Finanzwerte höher als die ihrer

gerühmten US-Pendants, obwohl sie auf Kurs-Buchwert-Basis mit einem erheblichen Abschlag gehandelt werden.

Wichtig ist auch, dass sich die Zusammensetzung des europäischen Marktes erheblich verändert hat. Die Zeiten, in denen die europäischen Aktien von insolventen Banken und unrentablen Autoherstellern dominiert wurden, sind schon lange vorbei.

BENDURA Anlagepolitik

| | Sehr unattraktiv | Unattraktiv | Neutral | Attraktiv | Sehr attraktiv |
|-------------------------|------------------|-------------|---------|-----------|----------------|
| Liquidität | ● | ● | ● | ● | ● |
| Festverzinsliche | ● | ● | ● | ● | ● |
| Staat | ● | ● | ● | ● | ● |
| Unternehmen | ● | ● | ● | ● | ● |
| Hochverzinsliche | ● | ● | ● | ● | ● |
| Schwellenländer | ● | ● | ● | ● | ● |
| Duration | ● | ● | ● | ● | ● |
| Aktien | ● | ● | ● | ● | ● |
| Vereinigte Staaten | ● | ● | ● | ● | ● |
| Eurozone* | ● | ● | ● | ● | ● |
| Japan | ● | ● | ● | ● | ● |
| Schwellenländer | ● | ● | ● | ● | ● |
| Wechselkurse | | | | | |
| USD | ● | ● | ● | ● | ● |
| EUR | ● | ● | ● | ● | ● |
| CHF | ● | ● | ● | ● | ● |
| Schwellenländer | ● | ● | ● | ● | ● |

*inkl. UK und CH

Die Begriffe attraktiv / unattraktiv beschreiben das Renditepotenzial der verschiedenen Anlageklassen. Eine Anlageklasse gilt als attraktiv, wenn ihre erwartete Rendite über der lokalen Cash-Rate liegt. Sie gilt als unattraktiv, wenn die erwartete Rendite negativ ist. Sehr attraktiv / sehr unattraktiv bezeichnen die Einschätzungen des BENDURA Anlagekomitees mit der höchsten Überzeugung. Der Zeithorizont für diese Einschätzungen beträgt 3-6 Monate.



WELTWIRTSCHAFT

USA

In vielerlei Hinsicht sind die USA das Spiegelbild Europas. Wie wir in den vergangenen Monaten gewarnt haben, waren die Anleger hinsichtlich der Wachstumsaussichten in den USA zu optimistisch. Die allgemeine Überzeugung der Marktteilnehmer war, dass Trumps zweite Amtszeit eine Wiederholung seiner ersten sein würde: mit kräftigem Wachstum, Steuersenkungen und Deregulierung, die eine US-Wirtschaft ankurbeln, die seit zwei Jahren die Erwartungen übertreffen kann. Doch der Markt hat begonnen zu realisieren, dass Trumps zweite Amtszeit ganz anders verlaufen wird. Die politischen Anreize haben sich seit 2016 komplett verschoben. Die Senkung der Inflation und der Zinssätze hat für diese Regierung höheres Wachstum und Beschäftigung als Prioritäten abgelöst. Elon Musk und das Department of Government Efficiency (DOGE) legen

sowohl im übertragenen als auch im wörtlichen Sinne eine Kettensäge an die staatlichen Ausgaben. Die Gesetzgeber haben sich zudem als fiskalisch konservativer erwiesen als von den Anlegern erwartet. Am 25. Februar stimmten die Republikaner im Repräsentantenhaus einem Haushalt zu, der Trumps Steuersenkungen verlängert, aber auch die Ausgaben um 2 Billionen US-Dollar kürzt, darunter auch Kürzungen bei Medicaid.

Der endgültige Gesetzentwurf, wird wahrscheinlich mehr Steuersenkungen und weniger Ausgabenkürzungen beinhalten als die aktuelle Fassung. Insgesamt wird dies später zu einem bescheidenen fiskalischen Schub führen. Die aggressiven Stellenkürzungen von DOGE könnten auch gerichtlich gestoppt werden.

Wichtig ist jedoch, dass die durch diese Politik hervorgerufene wirtschaftliche Unsicherheit sowie das Hin und Her bei den Zöllen den Aufschwung der „Animal Spirits“,

der auf Trumps Wahl folgte, umgekehrt haben. Die Verbraucherstimmung fiel im Februar auf den tiefsten Stand seit 15 Monaten, wobei Nachrichten über die Regierungspolitik der Hauptgrund für diesen Rückgang waren.

Europa

In Europa haben sich die politischen Ereignisse in den vergangenen Wochen regelrecht überschlagen. Einerseits bleibt die europäische Exportwirtschaft aufgrund der drohenden Ausweitung der Strafzölle das größte Sorgenkind. Zum anderen wurden die europäischen Politiker mit dem Vorschlag aus Washington, den Krieg in der Ukraine schnell zu beenden, weitgehend ignoriert. Verschiedene europäische Staatsoberhäupter nutzten den Weckruf aus den USA, um sich für eine Erhöhung der Verteidigungsausgaben einzusetzen. In Deutschland haben sich Union und die SPD neun Tage nach der Bundestagswahl auf ein riesiges Finanzpaket verständigt. Um mehr

Geld in die Verteidigung Deutschlands stecken zu können, soll die im Grundgesetz verankerte Schuldenbremse schon in den kommenden Tagen gelockert werden. Außerdem ist ein 500 Mia. EUR schwerer Sondertopf zur Modernisierung der Infrastruktur geplant. Generell ist Europa in Bezug auf Verteidigungsausgaben stark im Rückstand, und es ist anzunehmen, dass die Europäische Union die national geplanten Verteidigungsausgaben genehmigen wird, auch wenn diese den aktuellen fiskalischen Regeln widersprechen.

Asien

Für die chinesische Regierung kommen die Einschlüsse immer näher. Jüngst kündigte der amerikanische Präsident Donald Trump an, die Zölle auf chinesische Importe um weitere 10% anzuheben. Bereits vor einem Monat hatte er eine Erhöhung der Zölle um 10% verfügt. Spekulationen, Trump könnte einen «big deal» mit dem schärfsten Rivalen

der USA anstreben, werden damit zunehmend die Grundlage entzogen.

Die Zeiten, in denen chinesische Firmen und Privatpersonen Milliardensummen in den USA investierten, sind längst vorbei. Insgesamt hat China zwischen 2005 und 2024 rund 200 Mia. USD in den USA investiert.

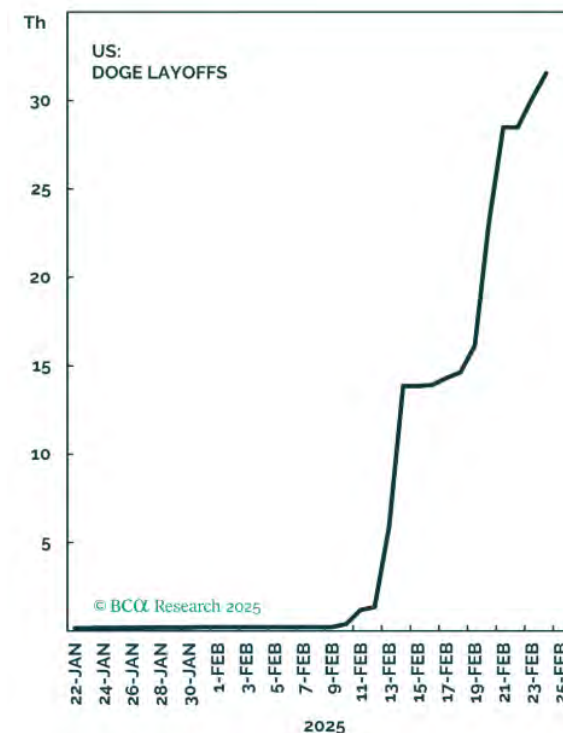


Chart 1: DOGE beginnt mit dem Stellenabbau. Quelle: BCA Research, www.bcaresearch.com

AKTIEN

Die Gewinnwachstumserwartungen des S&P 500 für 2025 sind seit Jahresbeginn gesunken. Der Ausblick für die „Glorreichen Sieben“ bleibt ein wesentliches Risiko. Das vierte Quartal 2024 war das erste Mal seit 2022, dass diese Unternehmen die Umsatzerwartungen so knapp übertrafen. Die Kapitalintensität der Hyperscaler nimmt weiter zu, sodass weniger Barmittel für Ausschüttungen an die Aktionäre zur Verfügung stehen. Rückkäufe machen mittlerweile nur noch 18% des operativen Cashflows aus, den niedrigsten Anteil der letzten sieben Jahre.

Der US-Markt bleibt aber nach wie vor das Mass aller Dinge. Die unternehmensfreundlichen Rahmenbedingungen spiegeln sich seit Jahren in der Gewinnentwicklung, die im regionalen Vergleich weit überdurchschnittlich ist. Das Gewinnwachstum wird aktuell jedoch nur

von einigen wenigen Unternehmen, die im Wesentlichen aus den technologienahen Wachstumssektoren kommen und monopolartige Marktstellungen haben, dominiert.

Die meisten europäischen Aktienmärkte schlossen die 10. Woche in Folge höher. Der Benchmark Stoxx Europe 600 erreichte ein weiteres Rekordhoch und der FTSE 100 schloss auf Rekordniveau, während der CAC40 nach der negativen Wochenperformance der Vorwoche rund 0,7% verlor. Banken, Versicherungen und Versorger schnitten besser ab, während Medien, Technologie und Grundstoffe zurückblieben.

Nach den deutschen Wahlen schnitten Aktien weiterhin überdurchschnittlich ab, obwohl US-Präsident Trump Europa mit breit angelegten Zöllen von 25% drohte. Die Koalitionsgespräche zwischen CDU und SPD haben am begonnen, aber dem



designierten Kanzler Friedrich Merz steht ein harter Kampf bevor.

Angesichts der wieder aufflammenden Zollrisiken halten wir es zum Zeitpunkt für das Beste, bei der Betrachtung des Gesamtindex für China auf einen besseren Einstiegspunkt zu warten. Wir glauben jedoch, dass chinesische Unternehmen besser sind, als ihre überzogenen Bewertungen vermuten lassen. Insbesondere chinesische Wachstumsaktien haben in den letzten zwei Jahren eine rasante Erholung des Gewinns pro Aktie erlebt.

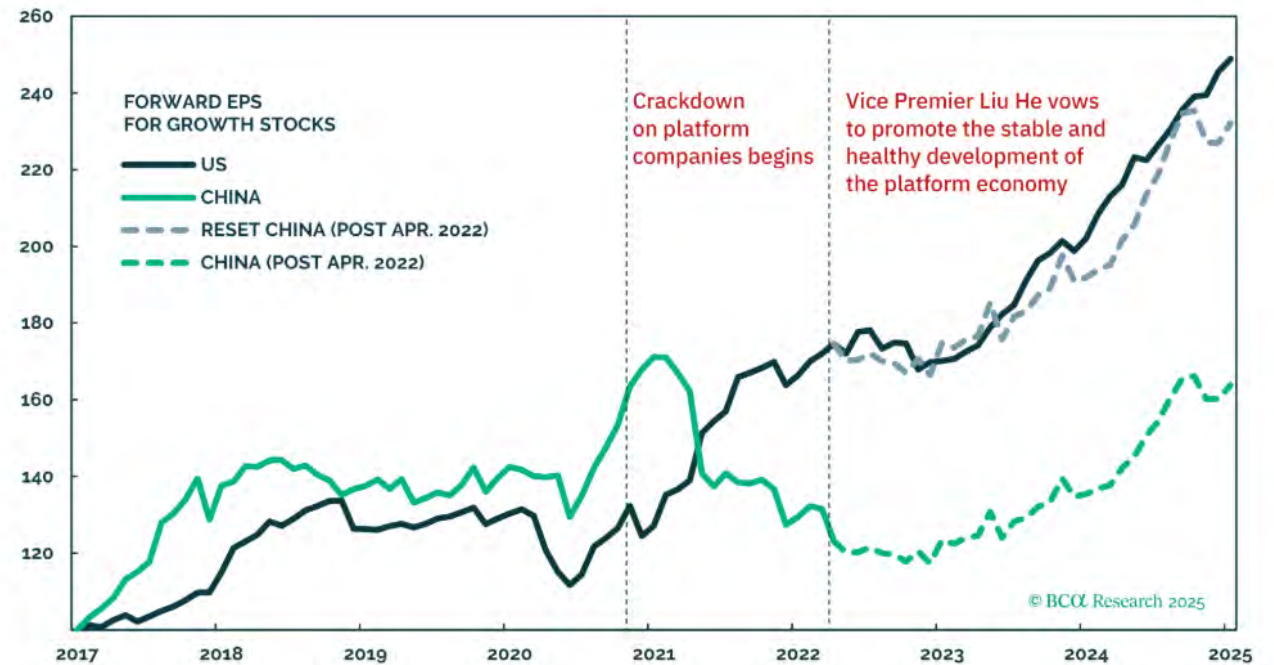


Chart 2: Chinesische Wachstumsaktien halten mit den USA mit: BCA Research, www.bcaresearch.com



ANLEIHEN

Die Renditen sind seit Jahresbeginn um 29 Basispunkte gefallen. Wir bleiben vorerst bei der Duration übergewichtet. Der Index der ausstehenden Eigenheimverkäufe fiel in USA kürzlich auf 70,6 und erreichte damit einen Mehrjahrzehntetiefststand unterhalb des Tiefstands der Coronakrise 2020. Dies geschieht vor dem Hintergrund eines steigenden Wohnungsangebots.

Die Erwartungen einer Zinssenkung für die Fed sind von 50 Basispunkten zu Jahresbeginn auf 90 Basispunkte gestiegen. Unserer Ansicht nach müssten wir klare Anzeichen einer Verschlechterung des Arbeitsmarktes sehen, damit die 10-Jahres-Rendite unter 4 % fällt.

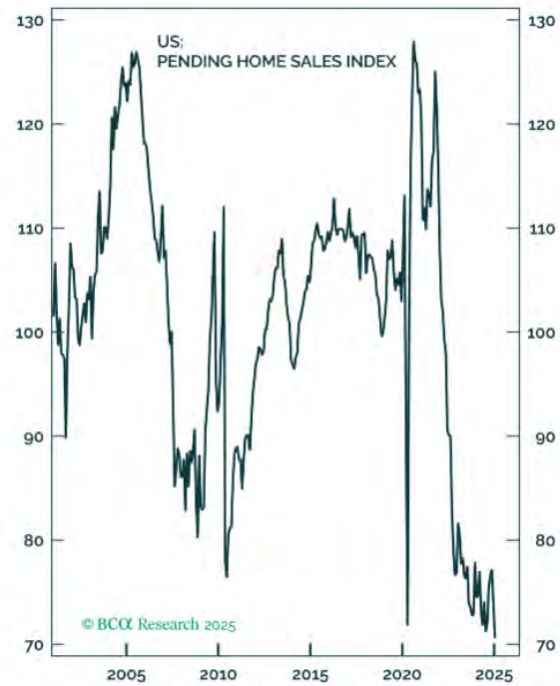
Die Spreads von Staatsanleihen aus Schwellenländern bewegen sich weiterhin auf niedrigem Niveau. Aktuell bieten in US-

Dollar denominierten Staatsanleihen aus Schwellenländern einen Renditeaufschlag von 3.2% gegenüber US-Treasuries. Dies ist im historischen Vergleich ein tiefer Wert, in den letzten zehn Jahren war der Spread in 84% der Fälle höher als aktuell.

Auf Jahressicht haben die 17 wichtigsten Schwellenländerwährungen gegenüber dem US-Dollar im Durchschnitt um 4% abgewertet. Ein weiterer Gegenwind für die Schwellenländer ist die politische Unsicherheit seit dem Amtsantritt von Donald Trump.

Die Robustheit der Spreads angesichts dieses Gegenwinds ist teilweise auf Verbesserungen auf Länderebene zurückzuführen. Auf diese Weise haben viele Staaten zuletzt grundlegende Verbesserungen erzielt und die Ratingagenturen honorierten diese mit einer Heraufstufung ihrer Bonität. Außerdem profitieren Schwellenländeranleihen von der

allgemeinen Marktlage, in der risikobehaftete Investments weiterhin nachgefragt sind.



*Chart 3: In den USA kauft niemand ein Haus
Quelle: BCA Research,
www.bcaresearch.com*

ROHSTOFFE UND WÄHRUNGEN

Einige Investoren argumentieren, Gold sei mittlerweile zu teuer. Analysten kommen jedoch zu dem Schluss, dass keine offensichtliche Überbewertung des gelben Metalls vorliegt.

Während die Vorteile von Gold als sicherer Hafen und Inflationsschutz aus Sicht von US-Investoren oft überbewertet werden, stellt Gold für Anleger in anderen Basiswährungen eine effektivere Absicherung dar.

Angesichts unserer Erwartungen eines geringeren Wachstums in den USA dürfte auch die Ölnachfrage verhalten bleiben. Dennoch könnte die Angebotsdynamik einen Boden unter den Preisen setzen. Die Zahl der Ölbohranlagen nimmt weiter ab, und private US-Ölkonzerne werden ihr

Angebot ohne den Anreiz höherer Preise wahrscheinlich nicht erhöhen.

Am 2. März hat US-Präsident Trump Fortschritte in Bezug auf eine strategische Krypto-Reserve verkündet. Darin enthalten: Bitcoin, Ethereum, Ripple, Solana und Cardano. Die Krypto-Szene ist nach dieser Ankündigung zwiespalten. Bitcoin-Maximalisten fordern, dass die Reserve ausschließlich aus BTC besteht.

James Butterfill, Head of Research bei CoinShares, ist ebenfalls von den Krypto-Reserveplänen überrascht. In einer Mitteilung erklärt er: "Im Gegensatz zu Bitcoin, das als Asset mit begrenztem Angebot zur Absicherung gegen eine abwertende Fiat-Währung dienen kann, ähneln diese anderen Vermögenswerte eher Technologieinvestitionen.





Haftungsausschluss

Diese Informationen und Meinungen wurden auf der Grundlage von vertrauenswürdigen und zuverlässigen Informationsquellen bereitgestellt. Die veröffentlichten Informationen wurden mit grösstmöglicher Sorgfalt zusammengestellt. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der in dieser Publikation enthaltenen Informationen. Ihr Inhalt kann sich jederzeit ändern. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen geben die Auffassung der BENDURA BANK AG zu dem in diesem Dokument angegebenen Datum wieder. Es besteht die Möglichkeit, dass der Inhalt früherer und/oder zukünftiger Veröffentlichungen nicht mit dem Inhalt dieses Dokuments übereinstimmt/übereinstimmen wird. Eine Verpflichtung, die Empfänger hierüber zu informieren, besteht nicht.

Die Informationen in dieser Dokumentation stellen weder ein Angebot zum Kauf, Halten oder Verkauf der genannten Finanzprodukte noch eine Rechts-, Finanz-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung dar. Die vorgestellten Finanzprodukte können für einen bestimmten Anleger je nach Anlageziel, Zeitrahmen, Risikobereitschaft, persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnissen ungeeignet sein. Der Inhalt dieser Dokumentation ersetzt nicht die persönliche Beratung durch einen qualifizierten Fachmann.

Die oben erwähnten Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht in jedem Land zugelassen. Der Inhalt dieser Dokumentation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Nutzung und/oder Verbreitung dieser Informationen und/oder die Nutzung und den Zugang zu ihnen verbietet oder von einer Lizenz abhängig macht.

Die Autoren dieser Publikation können direkt oder indirekt an den in dieser Publikation aufgeführten Aktien investiert sein. Die BENDURA BANK AG lehnt jede Haftung für mögliche Verluste ab, die sich aus der Verwendung der oben genannten Informationen ergeben. Dem Anleger kann nicht garantiert werden, dass er den investierten Betrag zurückerhält. Jede in dieser Dokumentation enthaltene Anlage ist mit Risiken verbunden (z.B. Zins- oder Währungsrisiko, Kreditrisiken sowie politische und wirtschaftliche Risiken).



BENDURA BANK

BENDURA BANK AG · LIECHTENSTEIN