



Was die Finanzmärkte 2026 bewegen wird

Die Finanzmärkte verzeichnen trotz grosser Unsicherheit und Erschütterungen bisher ein überraschend gutes Jahr. Die Aussichten für 2026 sind angesichts bedeutender Risiken und anspruchsvoller Bewertungen schwierig. **The Market** zeigt, was die grössten Herausforderungen sind und wo sich für Investoren Chancen eröffnen.

Seite 4: Diese Europa-Aktien gehen mit Schwung voran

Seite 6: Marko Papic:

«Präsident Trump ist für den Rest der Welt wie Lebertran – ekelhaft, aber langfristig gesund»

Seite 8: Drei Tech-Trends für 2026 – und darüber hinaus

Seite 10: Absicherungen gegen die Geldentwertung

Seite 12: Japans Aktienhausse kann weitergehen

Seite 14: Jim Bianco:

«Wir sind genau an dem Punkt, an dem sich die Inflationskurve nach oben beugt»

Seite 16: Zwei Contrarian-Ideen für das kommende Jahr

Seite 20: Die Vorzüge eines ETF-Sparplans

30 Tage
Online-Abo
für 1.–

go.themarket.ch/beilage



Chinas Weg zur industriellen Sonderstellung

China legte vor Jahren den Grundstein für eine neue Industriepolitik und setzte damit global einen Standard. Das Land ist mittlerweile zur industriellen Supermacht aufgestiegen und greift nach der technologischen Grenze. Doch die starken staatlichen Eingriffe fördern vermehrt auch ihre Schattenseiten zutage, die nicht nur dem Westen ein Dorn im Auge sind, sondern auch aufstrebende Volkswirtschaften übervorteilen.



Marina Zech
Senior Economist Emerging Markets

Erzwungener Transfer von Know-how

China etablierte sich nach dem Beitritt zur Welthandelsorganisation (WTO) in den 2000er-Jahren dank seiner grossen, stark wachsenden Bevölkerung rasch als globale Werkbank. Die Löhne waren niedrig, und die Regierung versuchte mittels Freihandelszonen, im grossen Stil ausländisches Kapital anzulocken. Schnell integrierten sich chinesische Unternehmen engmaschig in die asiatischen Lieferketten und stiegen entlang der Wertschöpfungskette auf. Gleichzeitig wurde der Zugang zum chinesischen Binnenmarkt an einen Wissens- und Technologietransfer geknüpft, den ausländische Hersteller zu leisten hatten. Die Produktion konzentrierte sich zunehmend auf Güter mit höherem Komplexitätsgrad, wodurch China immer stärker mit westlichen Produzenten in Konkurrenz trat.

Systematische Förderung im grossen Stil

Schliesslich formulierte die Pekinger Führungsriege 2015 die Strategie «Made in China 2025» (MIC25), um die inländische Industrie unabhängiger von ausländischer Technologie zu gestalten, Innovationen voranzutreiben sowie die eigene Wettbewerbsfähigkeit auf dem internationalen Parkett zu stärken. Dabei definierte sie zehn Schlüsselindustrien. Seitdem beinhaltet die staatliche Förderung nicht nur klassische Subventionen, sondern auch die Verbesserung regulatorischer Rahmenbedingungen. Regierungsstellen haben ein breites Netz an staatlich gelenkten Fonds aufgebaut, an deren Seite die Privatwirtschaft investieren kann. Die Schlüsselindustrien profitieren ebenso von Steuererleichterungen wie auch von Vorzugskonditionen bei der Kreditvergabe und Exportrisikoabsicherung. Die amtliche Priorisierung gewisser Branchen fungiert nicht zuletzt als Signaleffekt, sodass diese auch beachtliche Ressourcen aus der Privatwirtschaft anziehen.

Kritische Aussenwahrnehmung

Zehn Jahre später sind die Erfolge der MIC25-Strategie im Bereich der grünen Technologien wie Elektroautos, Batterien sowie Wind- und Solarenergie unter Experten weitgehend unbestritten. Grosse Einigkeit besteht darin, dass China bei der Herstellung dieser Güter die technologische Vorherrschaft übernommen hat. Beachtliche Fortschritte werden dem Land auch bei der Produktion von Halbleitern, in der Biotechnologie sowie im Bereich der künstlichen Intelligenz attestiert. In diesen Branchen hinkt China westlichen Standards aber noch immer hinterher. Für Fortschritte in diesen Bereichen sind chinesische Unternehmen darüber hinaus weiterhin wesentlich auf den Import ausländischer Technologien angewiesen. Obwohl also alte Abhängigkeiten vom Ausland reduziert werden konnten, hat der technologische Fortschritt neue Abhängigkeiten geschaffen, indem die Nachfrage nach zum Teil hochspezialisierten Gütern gestiegen ist. In anderen Industriebereichen wiederum ist der Aufholbedarf nach wie vor gross, beispielsweise in der Flugzeugindustrie. Die Erfolgsbilanz der chinesischen Industriepolitik fällt also gemessen an der MIC25-Strategie durchgezogen aus.

Weitreichende Verflechtungen

Wird jedoch die Gesamtentwicklung des chinesischen Sekundärsektors betrachtet, so springt das mittlerweile äusserst umfassende Netz an Industriezweigen ins Auge. Die Förde-

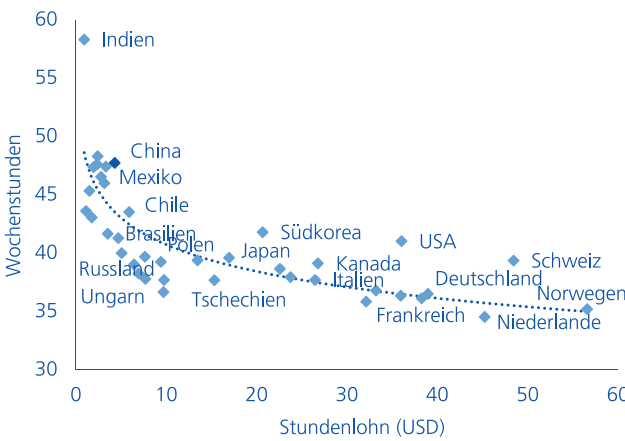
rung neuer Industrien hat für Synergieeffekte mit anderen Branchen gesorgt. Beispielsweise partizipieren Hersteller von Batterien am hohen Wachstum der Elektroautoindustrie. Die staatlichen Fördermassnahmen entfalten also durch die Schaffung von Skaleneffekten und einen hohen Technologietransfer innerhalb der Industrie eine wirkungsvolle Hebelwirkung entlang der vertikalen Wertschöpfungskette. Letztlich hat dies zu einer lokalen Verflechtung einzelner Industrien geführt, die in diesem Ausmass global wohl einzigartig ist. Sie ermöglicht China nicht nur einen relativ hohen Grad an Autarkie, sondern hat dem Land auch einen wesentlichen Kostenvorteil im internationalen Wettbewerb verschafft.

Kompetitiver Arbeitsmarkt

Der chinesische Arbeitsmarkt trägt ebenfalls zur Kosteneffizienz bei. Die Löhne sind trotz des starken Anstiegs seit dem Beitritt zur Welthandelsorganisation im Jahr 2001 konkurrenzfähig geblieben (Grafik 1). Im Gegensatz zum globalen Trend nahm zudem die Wochenarbeitszeit leicht zu und ist mit knapp 50 Stunden überdurchschnittlich hoch. China kann also auf eine breite Industriearbeiterschaft zurückgreifen, die Güter noch immer günstiger und schneller produziert als anderswo auf der Welt. In den letzten Jahren hat auch die Automatisierung der Industrie rasant an Fahrt aufgenommen. Der Produktionsstandort weist inzwischen die dritthöchste Roboterichte weltweit auf.

Grafik 1: In China wird schnell und günstig produziert

Stundenlohn (Durchschnitt, in US-Dollar) vs. Wochenstunden im verarbeitenden Gewerbe (jeweils letztes verfügbares Jahr)



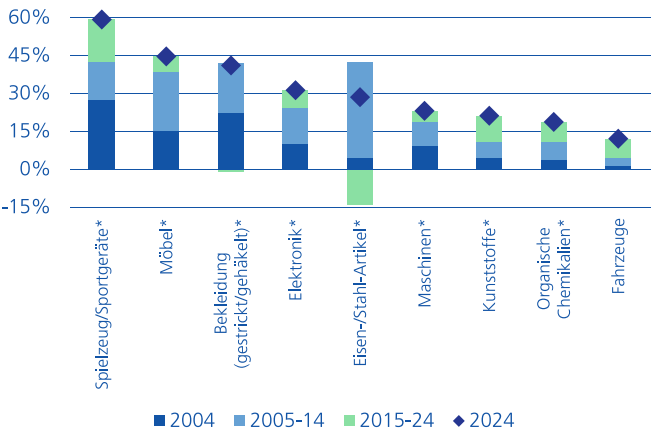
Quellen: Zürcher Kantonalbank, International Labour Organization

Globale Dominanz

Auf diese Weise untergruben chinesische Hersteller das globale Preisniveau, um einerseits Marktanteile in arbeitsintensiven Branchen mit geringem Komplexitätsgrad über die Jahre zu halten oder sogar auszubauen. Nach wie vor dominiert das Land den globalen Exportmarkt für Bekleidung, Möbel und Spielwaren. Andererseits stampfte China in den letzten Jahren Zukunftsindustrien regelrecht aus dem Boden (Grafik 2). Der Volkswirtschaft ist dadurch der Spagat zwischen der Produktion von Gütern mit sowohl hoher als auch geringer Komplexität gelungen. Entgegen gängigen Modellen gibt China damit die Fertigung weniger komplexer Güter nicht an Länder mit tieferem Lohnniveau ab.

Grafik 2: Globale Vormachtstellung in der Produktion

Chinesische Exporte (in % der globalen Exporte)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, International Trade Centre, UN Comtrade
*Weltmarktführer

Schwellenländer in der Falle

Die globale Vormachtstellung chinesischer Produzenten erschwert dadurch den wirtschaftlichen Aufstieg anderer

aufstrebender Volkswirtschaften. Länder mit einer günstigen demographischen Entwicklung und tiefen Lohnkosten stehen in unerbittlicher Konkurrenz mit kostengünstigen chinesischen Produzenten, während ihnen oftmals das Kapital für eine intensivere Förderung der eigenen Industrie fehlt. Infolgedessen laufen diese Schwellenländer Gefahr, in der sogenannten «Falle der mittleren Einkommensgruppe» (engl. «Middle Income Trap») stecken zu bleiben. Die aufstrebenden Volkswirtschaften sind bisher aber mit expliziten Gegenmassnahmen zumeist äusserst zurückhaltend geblieben.

«Letztlich hat dies zu einer lokalen Verflechtung einzelner Industrien geführt, die in diesem Ausmass global wohl einzigartig ist.»

Marina Zech

Befreiungsschlag der Industrienationen

Die Industrienationen bekunden ebenfalls Mühe mit der preisgünstigen Konkurrenz aus China. Einerseits sind dadurch Arbeitsplätze in den hiesigen Industrien bedroht. Andererseits ist die Welt hochgradig von chinesischen Billigwaren sowie von Gütern mit hoher Wertschöpfung in sensiblen Wirtschafts- und Verwaltungsbereichen abhängig. Zum Schutz der heimischen Industrie und zur Verringerung ungewollter (Import-)Abhängigkeiten ergreift der Westen zum Teil entschlossener Massnahmen, wie beispielsweise die USA mit ihrer aktuellen Zollpolitik. Doch die Abhängigkeiten des Westens sind bereits hoch.

Langer Schattenwurf

Aber auch China selbst zahlt für die gewählte Industriepolitik einen hohen Preis. Die neue Praxis hat Überkapazitäten im grossen Stil zutage gefördert, was in einigen Branchen mittlerweile in einen zerstörerischen Preiskampf ausgeartet ist. Entsprechend hat der Anteil an verlustbringenden Unternehmen in den letzten Jahren frappant zugenommen. Darüber hinaus entzieht die starke staatliche Förderung anderen Industriezweigen dringend benötigte Ressourcen aus der Privatwirtschaft und schmälert dadurch die Produktivität der Gesamtwirtschaft. Zudem hat der hohe Kapitalbedarf für einen enormen Schuldenaufbau auf staatlicher und unternehmerischer Ebene gesorgt. All diese unbeabsichtigten Nebenwirkungen der chinesischen Industriepolitik werden – wenn nicht unbedingt kurzfristig, so doch langfristig – das Wachstum belasten.

Industriepolitische Dilemma

Bei der Bereinigung dieser Lasten steht China noch ganz am Anfang. Gegenmassnahmen bergen jedoch die Gefahr, aufgrund der weitreichenden Verflechtungen innerhalb der Industrie eine unbeabsichtigte Kettenreaktion auszulösen. Der Export von Überkapazitäten wird in den kommenden Jahren daher anhalten und das Land politisch weiter ins Abseits manövrieren. Gleichzeitig muss China aber Engpässe aufgrund neuer Importabhängigkeiten überwinden. So wird die Regierung wohl ihre aktuellen Bemühungen intensivieren und die Industrie weiterhin in beachtlichem Ausmass fördern, um unabhängiger vom Ausland zu werden. Das industriepolitische Dilemma wird sich darum sowohl für China als auch für den Rest der Welt vorerst kaum lösen.

Wer langfristig denkt, erkennt Chancen früher

Erleben Sie unser Private Banking, gemeinsam entwickeln wir eine massgeschneiderte Anlagestrategie, die Potenziale in Emerging Markets nutzt und Ihr Vermögen nachhaltig für die Zukunft ausrichtet.



zkb.ch/privatebanking

Rechtliche Hinweise

Marketinginformation – Dieses Dokument dient Informations- und Werbezwecken. Es stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Dienstleistungen dar, noch bildet es Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungsäusserungen und Einschätzungen zu Wertpapieren und/oder Emittenten wurden nicht gemäss den Vorschriften zur Unabhängigkeit von Finanzanalysten erstellt und stellen somit Werbemittelungen dar (und nicht unabhängige Finanzanalyse). Die Zürcher Kantonalbank übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der Angaben und haftet nicht für darauf basierende Handlungen. Es wird empfohlen, vor Entscheidungen fachkundigen Rat einzuholen. © 2025 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.

MEINUNG

Geopolitische Überlegungen für 2026

Donald Trump hat Wellen geschlagen – und die Finanzmärkte haben eine bemerkenswerte Anpassungsfähigkeit bewiesen. Drei geopolitische Themen dürften 2026 prägen: Détente, Monroe und Yoyo. **Von Mark Dittli**

Ein Jahr ist vergangen, seit Donald Trump für eine zweite Amtszeit ins Weisse Haus gewählt wurde. Zu sagen, die zwölf Monate seien turbulent verlaufen, wäre eine grobe Untertreibung. Die zunächst wohl von vielen Teilnehmern an den Finanzmärkten gehegte Hoffnung, der neue alte Präsident werde bloss bellen und nicht beissen, hat sich nicht bewahrheitet. Trump hat Jahrzehnte des Abbaus von Hürden im grenzüberschreitenden Handel rückgängig gemacht und die durchschnittlichen Importzölle der USA auf ein Niveau angehoben, das letztmals 1934 erreicht worden war. Das hat nicht zuletzt die Schweiz mit voller Wucht zu spüren bekommen.

Gleichzeitig haben die globalen Finanzmärkte eine imponierende Fähigkeit bewiesen, sich an die neuen Gegebenheiten anzupassen. Der Schock des «Liberation Day» vom 2. April ist nur noch eine blasse Erinnerung. Der Weltaktienindex von MSCI steht nach gut zehn Monaten des laufenden Jahres mit 19,5% im Plus – eine im historischen Vergleich klar überdurchschnittliche Leistung. Der Aktienmarkt Südkoreas, einer der offensten Volkswirtschaften der Welt, glänzt mit einer Performance von mehr als 70% – nicht gerade das, was man im Kontext eines globalen Handelskriegs prognostiziert hätte.

In etwas weniger als einem Jahr, am 3. November 2026, finden in den USA die Kongresswahlen statt. Die Midterms sind immer ein Referendum für oder gegen den amtierenden Präsidenten. So gesehen hat Trump nun noch zwölf Monate Zeit, um mit einem ihm gefügigen Kongress zu arbeiten.

Was also ist für 2026 zu erwarten? Der Versuch ist müssig, das Verhalten von Trump im Detail zu prognostizieren. Der 79-Jährige wird auch im kommenden Jahr überraschen. Aber grosse Linien sind erkennbar, zumal das zweite Trump-Kabinett viel disziplinierter und geschlossener agiert als seine von Chaos geprägte erste Administration. In Bezug auf die heimische Wirtschafts- und Finanzpolitik ist beispielsweise davon auszugehen, dass Trump alle Hebel in Bewegung setzt, um mehr Kontrolle über die Notenbank zu erlangen, wenn Fed-Chef Jerome Powell im Mai abtritt. Auch der Dollar wird ein Thema bleiben: Exponenten der Regierung kaschieren kaum, dass sie die US-Währung abwerten möchten. Geopolitisch betrachtet dürften drei Entwicklungen das kommende Jahr prägen.

Die grosse Détente

«Amazing» sei das Treffen gewesen, auf der Skala von eins bis zehn eine Zwölf, sagte Donald Trump Ende Oktober nach seinem rund 100-minütigen Gespräch mit Chinas Staatschef Xi Jinping in der südkoreanischen Hafenstadt Busan. Die beiden mächtigsten Männer der Welt hatten sich letztmals 2019 persönlich gesehen, vor der Covid-Pandemie.

Mit dem Treffen haben Washington und Peking eine akute, von Eskalationen geprägte Phase des Handelskriegs beigelegt. China setzt die angedrohten Exportbeschränkungen für seltene Erden für ein Jahr aus, kauft Soja von US-Farmern und hilft, Lieferungen von Grundchemikalien einzudämmen, die zur Produktion der Droge Fentanyl benötigt werden. Die US-Regierung senkt im Gegenzug die Importzölle um 10 Prozentpunkte, setzt angekündigte Technologiesanktionen gegen einzelne chinesische Unternehmen für ein Jahr aus. Der durchschnittliche Importzoll auf Einfuhren aus China in die USA liegt nun noch auf rund 47%; damit können Chinas Exporteure einigermassen umgehen.



Viele Details sind ungeklärt, es handelt sich um ein Rahmenabkommen, auf dessen Basis die Verhandlungsführer beider Seiten – Finanzminister Scott Bessent und Vizepremier He Lifeng – ihre Gespräche fortsetzen können. Trump kündigte an, dass er im April 2026 Peking besuchen werde, ein Gegenbesuch von Xi in Washington soll folgen. Ist das der grosse, transformative Deal? Nein. Die Kernthemen der strategischen Rivalität zwischen den beiden Supermächten sind ungelöst. Das Thema Taiwan beispielsweise kam in Busan nicht zur Sprache.

Aber Trump und Xi haben eine Détente beschlossen. Beide Seiten sind zum Schluss gekommen, dass es in ihrem Interesse liegt, die Hitze zu reduzieren – weil sie sich anderen Prioritäten widmen müssen. China kämpft mit einer deflationären, chronisch kranken Binnenwirtschaft. Die Parteiführung finalisiert derzeit den 15. Fünfjahresplan, dessen Details im kommenden März publiziert werden. Nach allem, was bereits bekannt ist, wird der Plan noch mehr auf strategische Autarkie und staatlich gelenkte Investitionen in Produktions- und Technologiekapazitäten setzen.

Für Trump wiederum war es wichtiger, mit Blick auf die Midterm-Wahlen einen «Sieg» für die heimischen Farmer zu präsentieren und ein im Inland vergleichsweise unpopuläres Thema nicht noch weiter eskalieren zu lassen. Zudem haben die Amerikaner im Powerplay gegen China ihre Verletzlichkeit in Bezug auf seltene Erden vorgeführt erhalten – sie haben nun Zeit gewonnen, das De-Risking ihrer Lieferketten voranzutreiben.

Die Rivalität zwischen den USA und China ist und bleibt der definierende Konflikt des 21. Jahrhunderts. Dieser wird noch hart ausgefochten werden. Aber nicht 2026. Wenigstens für die nächsten zwölf Monate herrscht Détente. Das bedeutet, dass die Finanzmärkte das Thema Handelskrieg gelassener sehen und sich primär anderen Themen – Zinsen, Geldpolitik, Entwicklung der Unternehmensgewinne – widmen können.

Revival der Monroe-Doktrin

In seiner Inaugurationsrede am 20. Januar versprach Trump, die Vereinigten Staaten würden sich den Panamakanal «zurückholen». Mehrmals sprach er in seinen ersten Amtswochen davon, dass die USA Grönland annektieren und sich Kanada einverleiben sollten. Die Versuchung mag gross gewesen sein, diese Aussagen als Hirngespinnst eines Irren abzutun. Aber im Grunde hat Trump damit eine Politik formuliert, an der er seither konsequent festgehalten hat: Der amerikanische Doppelkontinent ist der Hinterhof Washingtons, Eindringlinge in diese Einfluss-sphäre werden nicht mehr geduldet. Trump knüpft damit an die Erklärung von Präsident

James Monroe von 1823 an, in der dieser die europäischen Kolonialmächte vor der Einmischung in die amerikanische Sphäre warnte.

«Die Wahlen in Peru und Brasilien werden ein Test für die neue Monroe-Doktrin»

Die konkrete Ausprägung der Neuauflage dieser Doktrin zeigte sich in den vergangenen Wochen mit dem 20 Mrd. \$ schweren Hilfspaket für Argentinien. Es war an die Bedingung gebunden, dass die Partei von Präsident Javier Milei die Zwischenwahlen gewinnt. «Wenn Milei nicht gewinnt, sind wir raus», sagte Trump. Finanzminister Bessent bekräftigte, die Finanzhilfe sei im Interesse der USA, um China aus Argentinien rauszuhalten. Zumindest kurzfristig hat sich die Taktik ausgezahlt: Mileis Partei hat gewonnen.

Vor der Küste Venezuelas hat die Trump-Regierung derweil einen Flugzeugträgerverband auffahren lassen. Offiziell geht es dabei zwar um die Bekämpfung von Drogenschmugglern, doch sowohl Trump als auch Exponenten in seinem Kabinett verbinden die Kanonenbootpolitik rhetorisch mehr oder minder explizit mit dem Ziel eines Regimewechsels in Caracas – wodurch China einen zweiten Klienten auf dem Kontinent verlieren würde.

Einen spannenden Test für die neue Monroe-Doktrin werden 2026 die Wahlen in Peru (April) und vor allem in Brasilien (Oktober) bieten. Mit seiner Einmischung in den Strafprozess gegen den früheren Präsidenten Jair Bolsonaro dürfte Trump zwar zunächst das Gegenteil seines Ziels erreicht haben: Strafzölle und rhetorische Angriffe Washingtons haben in Brasiliens Bevölkerung die Zustimmungswerte für den amtierenden, linken Präsidenten Luiz Inácio Lula da Silva steigen lassen. Doch führende politische Figuren aus dem konservativen Spektrum – etwa der Gouverneur von São Paulo, Tarcísio de Freitas – dürften froh sein, dass Bolsonaro mittlerweile verurteilt und aus dem Spiel ist. Daher die These: Die Trump-Regierung könnte im Wahlkampf mehr oder weniger explizit den konservativen Kandidaten unterstützen und im Fall seines Sieges einen Abbau der Zölle auf Einfuhren aus Brasilien in Aussicht stellen – «Regime Change» per Zuckerbrot.

Die neue Yoyo-Welt

2025 war für die Schweiz in ihrer Beziehung zur «Schwesterrepublik» USA ein brutales Jahr. Die Importzölle von 39%, die die Trump-Regierung im August verhängt hat, schmer-

In Kürze:

- Trump und Xi haben eine Détente beschlossen
- Die USA sichern ihren Hinterhof
- Für Länder wie die Schweiz gilt: «You're on your own»

zen viele kleine und mittelgrosse Unternehmen im Land. Die Schweiz hat das erfahren, was Lawrence Wong, Premierminister von Singapur, in einer Ansprache zum Nationalfeiertag im August und zuletzt in einem Interview mit der «Financial Times» treffend formuliert hat: Die USA sind kein verlässlicher Partner mehr. «Es besteht kein Zweifel, dass die Welt in einer chaotischen und unvorhersehbaren Übergangsphase steht, weil Amerika sich von seiner Rolle als globaler Garant zurückzieht – aber es gibt kein anderes Land, das in der Lage oder willens wäre, dieses Vakuum zu füllen», sagte Wong.

Ähnliche – und gefährliche – Übergangsphasen spielten sich letztmals in den Dreissigerjahren sowie an der Schwelle zum 20. Jahrhundert ab.

Man kann es die neue Yoyo-Welt nennen: «You're on your own.» Die neue Weltordnung ist multipolar, was bedeutet, dass sie von taktischen, wechselnden Allianzen und Zweckbündnissen geprägt ist. Staaten haben keine Freunde, nur Interessen, sagte der britische Premier Lord Palmerston 1848. Das gilt heute mehr denn je.

Das kann ein garstiges Umfeld darstellen für kleine, offene Volkswirtschaften, die unter der Stabilität der regelbasierten, von den USA garantierten Ordnung florieren konnten. Aber das Umfeld kann durchaus auch Chancen bieten für Akteure, die eine umsichtige Absicherungspolitik betreiben und sich agil, pragmatisch und schnell bewegen können – leider sind das bloss nicht unbedingt Attribute, die die Schweiz in jüngerer Vergangenheit ausgezeichnet haben.



Mark Dittli

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

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

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/t33



ANALYSE

Diese Europa-Aktien gehen mit Schwung voran

Europäische Titel sind im Schnitt niedrig bewertet, und einige legen beeindruckende Trendstärke an den Tag. The Market zeigt fünf attraktive Werte fürs nächste Jahr. **Von Ulrich W. Hanke**

Die Rally der weltweiten Aktienmärkte dauert bereits mehr als zwei Jahre. Selbst der Rücksetzer im April, ausgelöst durch die US-Zölle, konnte den Trend nicht stoppen und wurde rasch aufgeholt. In der Folge erreichen viele Indizes sogar Höchststände. Entsprechend gestiegen sind die Bewertungen, doch noch nicht überall liegen sie schwindelerregend hoch. Besonders europäische Aktien sind günstiger bewertet als etwa US-Titel. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) basierend auf dem für die nächsten zwölf Monate geschätzten Gewinn liegt beim Stoxx Europe 600 zwar bei 15 und damit über dem langjährigen Durchschnitt von 14. US-Titel aus dem S&P 500 kommen aber auf ein KGV von 23. Wer günstige Aktien sucht, kommt an Europa nicht vorbei.

Fünf Trends geben derzeit an den Börsen in Europa und weltweit den Takt vor: die Fantasie rund um künstliche Intelligenz (KI), steigende Rüstungsausgaben, Investitionen in Infrastruktur, der Boom der Edelmetalle und die Hoffnung auf geldpolitische Lockerungen. Unternehmen, die von diesen übergeordneten Trends profitieren oder damit in Verbindung gebracht werden, sind besonders gefragt. Messen lässt sich diese Beliebtheit anhand der relativen Stärke.

«Aktien mit Aufwärtstrend setzen diesen häufig fort»

Dazu können Anleger im Wesentlichen zwei Ansätze verfolgen: Entweder sie vergleichen den Kurs einer Aktie mit dem Kurs vor einem halben oder einem Jahr, oder sie ziehen den Durchschnittskurs der vergangenen 26 Wochen zum Vergleich heran (relative Stärke nach Levy, RSL). Der Grundgedanke ist derselbe: Aktien mit Aufwärtstrend setzen diesen häufig fort. Voraussetzung für eine attraktive Auswahl ist, dass die starken Titel nicht überteuert sind. Zur Vorsicht mahnt die Bewertung etwa bei den deutschen Rüstungskonzernen Rheinmetall, Hensoldt und Renk, die trotz der jüngsten Korrektur ein KGV von mehr als 40 aufweisen.

The Market hat anhand der relativen Stärke fünf Aktien aus dem Stoxx Europe 600 identifiziert, die besonders attraktiv erscheinen, wenn der Gesamtmarkt im Haussemodus bleibt.

Siemens Energy überholt

Anleger, die auf trendstarke Aktien setzen wollen, kommen an Siemens Energy so wenig vorbei wie Betreiber von Rechenzentren an den kleinen Gasturbinen des Energietechnikkonzerns. Das 2020 von Siemens abgespaltene Unternehmen zählt zu den Gewinnern des KI-Booms, da der Stromhunger neuer Datacenter weltweit stark wächst. In der Netztechniksparte erzielt der Dax-Konzern

1) Europäische Aktien im Vergleich jetzt noch günstiger

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg

Stoxx Europe 600 S&P 500



Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf Basis des für die nächsten zwölf Monate geschätzten Gewinns, Stand: 6. November 2025

heute eine der höchsten Margen der Branche. Bei Gasturbinen hat er gemäss Daten der McCoy-Marktforscher sogar US-Weltmarktführer GE Vernova überholt und vereinte im ersten Halbjahr 2025 37% aller weltweit vergebenen Aufträge für grosse Gasturbinen sowie 48% in der Leistungsklasse zwischen 10 und 100 Megawatt auf sich. Gerade diese kleineren Aggregate gelten als ideal für Rechenzentren, da sie sich flexibel und bedarfsgerecht zuschalten lassen. Ein weiterer Wettbewerbsvorteil: Siemens Energy soll mit kurzer Lieferzeit punkten, heisst es – ganz nach dem Geschmack der dynamischen KI-Branche.

Mit Spannung blicken Investoren nun auf den Kapitalmarkttag am 20. November in Charlotte, North Carolina. Dort dürfte das Management neue Mittelfristziele vorstellen und sich zur künftigen Ausschüttungspolitik äussern. Das defizitäre Windgeschäft soll im Geschäftsjahr 2025/26 die Gewinnschwelle erreichen. Gelingt das und kommen die Ziele gut an, könnte Siemens Energy weiterhin zu den KI-Gewinnern zählen – nicht nur technologisch, sondern auch an der Börse. Dort ist das Unternehmen im Vergleich attraktiv bewertet: Das KGV liegt bei 32, das des Wettbewerbers GE Vernova bei 51.

Babcock wird unterschätzt

Die Aufrüstung wird auch kommendes Jahr weitergehen, selbst wenn sich die Lage in der Ukraine zum Besseren wenden sollte. Daher sind die wenigsten Rüstungsunternehmen noch günstig zu haben. Babcock ist eine Ausnahme. Der britische Marinespezialist ist ein stiller Profiteur steigender europäischer Verteidigungsausgaben – dazu ist er operativ deutlich stabiler als noch vor wenigen Jahren. Er erzielt rund drei Viertel des Umsatzes im Verteidigungssektor, rund 70% des Erlöses stammen aus Grossbritannien, das seine Verteidigungsausgaben bis 2027 auf 2,6% des Bruttoinlandprodukts anheben will. Zwei

Drittel des Gewinns erwirtschaftet er mit der Wartung von Atom-U-Booten und Kriegsschiffen der britischen Royal Navy.

Der Konzern hat eine turbulente Vergangenheit mit einer aggressiven Übernahmeserie und Integrationsproblemen hinter sich. Trotz weiterhin belastender Altverträge gehört die hohe Verschuldung der Vergangenheit an. Im vergangenen Geschäftsjahr (per Ende März) belief sich die Nettoverschuldung (exklusive Leasing) auf 101 Mio. £. Das entspricht einem Verschuldungsgrad (im Verhältnis zum Betriebsgewinn auf Stufe Ebitda) von 0,3. Auch sonst überzeugen die Zahlen. Die Free Cashflow Conversion, die misst, wie effektiv ein Unternehmen seinen Gewinn in liquide Mittel umwandelt, lag zuletzt bei 82%. Babcock erhöhte die Dividende um 30%. Für das laufende Jahr ist ein Aktienrückkauf über 200 Mio. £ angekündigt.

«Babcocks hoher gegenwärtiger Auftragsbestand sichert den künftigen Umsatz»

Wie bei allen Rüstungskonzernen im derzeitigen Umfeld sichert der hohe Auftragsbestand von 10,4 Mrd. £ den künftigen Umsatz. Zum Vergleich: Im abgelaufenen Geschäftsjahr erzielte Babcock einen Erlös von 4,8 Mrd. £. Erst kürzlich wurde sie mit einem Grossauftrag aus Norwegen in Verbindung gebracht. So wollen die Nordeuropäer ihre Flotte mit Fregatten aus britischer Produktion im Wert von rund 10 Mrd. £ verstärken.

Die Aktien sind gemessen an dem für 2026 geschätzten Gewinn mit einem KGV von 22 bewertet und lassen sich am besten mit den Marineschiffsherstellern Fincantieri

In Kürze:

- Europäische Aktien sind günstiger als US-Werte
- Bei einigen Titeln dürfte das Momentum 2026 anhalten
- Die Favoriten von The Market profitieren von Trends

(KGV 38) und ThyssenKrupp Marine Systems (TKMS, 38) sowie den Rüstungskonzernen Rheinmetall (42) und BAE Systems (23) vergleichen. Es fällt auf, dass Babcock erheblich günstiger ist als die ThyssenKrupp-Abspaltung TKMS. Rheinmetall wiederum hat eine deutlich höhere Marge und bessere Wachstumsprognosen als Babcock, der die bei Bloomberg erfassten Analysten eine Steigerung des Gewinns pro Aktie von mehr als 10% pro Jahr bis 2029 zutrauen (gegenüber fast 50% bei Rheinmetall für 2026 und 2027).

Fresnillo ist eine Wette wert

Steigende Staatsschulden treiben Anleger in sichere Häfen wie Gold und Silber – doch die Edelmetallrally bleibt volatil. Das zeigte der Abverkauf am 21. Oktober, als Hoffnungen auf eine Lösung des Handelskonflikts zwischen den USA und China viele Investoren zum Ausstieg bewogen. Die steigenden Edelmetallpreise machen Fresnillo zu einer der besten Aktien aus dem Stoxx Europe 600. Die in London kotierte 75%-Tochter des mexikanischen Bergbaugiganten Industrias Peñoles ist der weltgrösste Silberproduzent. Sie fördert in ihren Minen unter und über Tage in Mexiko jedoch auch Gold sowie Blei und Zink als Nebenprodukte. Historisch stammen rund 70% des Umsatzes aus Silberverkäufen.

Trendfolger, die von weiter steigenden oder zumindest anhaltend hohen Edelmetallpreisen ausgehen, finden bei Fresnillo eine Chance – vorausgesetzt, sie scheuen nicht das Risiko von Minenaktien. Diese wirken als Hebel auf Gold und Silber: Steigt der Preis, wird jede geförderte Unze mehr wert; fällt er, sinkt der Wert entsprechend.

Fresnillo überzeugt durch niedrige Förderkosten, grosse, ertragreiche Vorkommen und eine starke Marktposition. Selbst bei einem schwankenden Preis erzielt sie als einer der günstigsten Silberförderer eine Gewinnmarge von meist mehr als 40% und einen starken Cashflow. Zudem ist der Konzern nahezu schuldenfrei. Im ersten Halbjahr erreichte er eine Ebitda-Marge von 56,9% und förderte 24,9 Mio. Feinunzen Silber sowie 313 800 Feinunzen Gold. Die Silberproduktion lag leicht unter Vorjahr und Plan. Die Goldproduktion stieg dank dem höheren Erzgehalt deutlich.

2) Fünf momentumstarke Aktien aus dem Stoxx Europe 600

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg, eig. Berechnung

Unternehmen	Land	Kurs	52-W.-Hoch	52-W.-Tief	200-Tage-DS	RSL (130 Tage)	Total Return 6 Monate	Total Return 12 Monate	KGV	ROE	ROIC	FCF-Rendite
Fresnillo	Grossbritannien	2114.00	2650.00	609.50	758.78	124,4	113,3%	212,6%	15	12,0%	16,4%	7,8%
Hochtief	Deutschland	251.80	269.00	110.30	69.27	129,7	51,0%	140,7%	23	–	11,6%	7,4%
Babcock International	Grossbritannien	1172.00	1331.00	479.40	243.58	110,8	42,3%	155,9%	21	49,8%	17,4%	3,6%
Banco Santander	Spanien	8.37	8.99	4.26	1.74	114,2	40,9%	97,5%	9	13,1%	–	–
Siemens Energy	Deutschland	99.24	113.95	36.62	23.93	115,2	47,0%	176,3%	34	9,6%	6,8%	3,8%

Kurs in Lokalwährung, RSL: relative Stärke nach Levy – Kurs im Vergleich zum Durchschnittskurs der vergangenen 130 Tage, Total Return: Kursanstieg zzgl. Dividenden, KGV: Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis des für die nächsten zwölf Monate geschätzten Gewinns, ROE: Eigenkapitalrendite, ROIC: Rendite auf das investierte Kapital, FCF-Rendite: Free-Cashflow-Rendite

Die Analysten der US-Grossbank JPMorgan sehen trotz gutem Lauf von Fresnillo ein erhebliches Aufwärtspotenzial für die Aktien, unterstützt durch die starke Dynamik des Gold- und des Silberpreises. Fresnillo sei zudem mit geringeren Risiken behaftet, da keine grösseren Projekte in Planung seien. Die Titel sind mit einem KGV von 18 bewertet und damit gegenwärtig günstiger als im langjährigen Mittel (23).

Bei Hochtief läuft es international

Der Baukonzern Hochtief erwirtschaftet nur 8% seines Erlöses in Europa, weniger als die Hälfte davon in Deutschland – vom deutschen Infrastrukturpaket profitiert das MDax-Unternehmen eher weniger. International läuft es dafür umso besser: In den USA und in Australien ist Hochtief mit den Töchtern Turner und Cimic stark vertreten und profitiert von globalen Infrastrukturtrends. Zudem hält sie eine 20%-Beteiligung am Mautstrassenbetreiber Abertis aus Spanien.

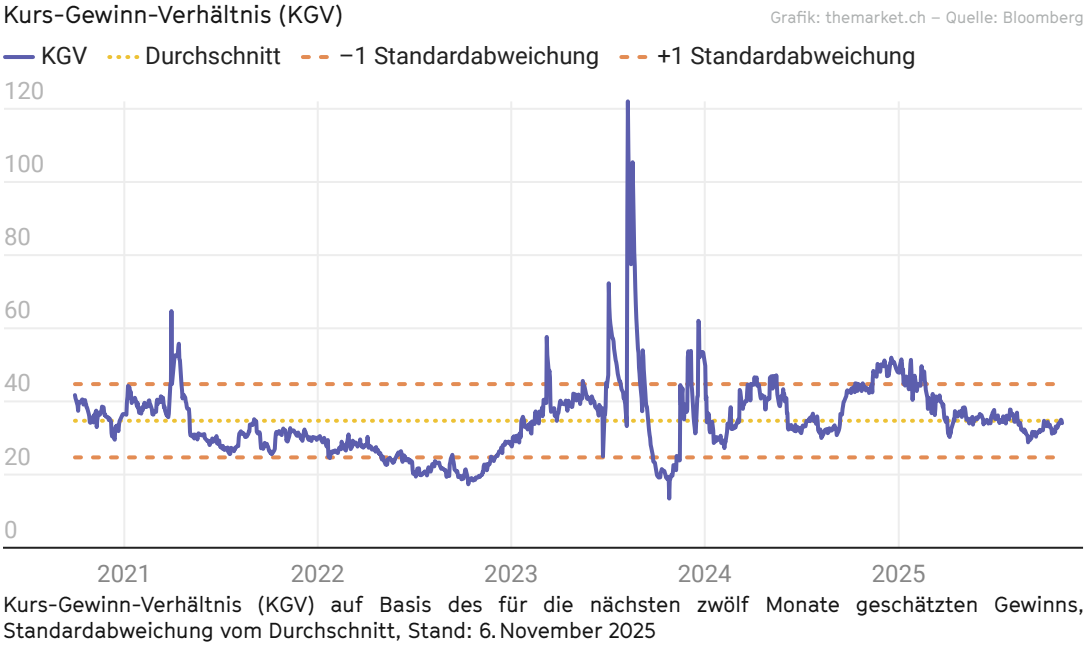
«Die Vielseitigkeit der globalen Grossprojekte reduziert Hochtiefs Risiko»

Hochtief ist mehrheitlich im Besitz des spanischen ACS-Konzerns (75,7%). Die Deutschen bauen Strassen und öffentliche Gebäude, aber auch die gegenwärtig besonders gefragten Rechenzentren und Kraftwerke. In Grossbritannien sicherte sich die einstige RWE-Tochter kürzlich einen Rahmenvertrag über 595 Mio. £ am Atomkraftwerk Sellafield, zunächst für neun Jahre mit Option auf sechs weitere. In Deutschland übernimmt Hochtief den Rückbau von Atomkraftwerken. Ein weiterer strategischer Wachstumsmarkt ist der Bau militärischer Infrastruktur wie Kasernen und Ausbildungszentren.

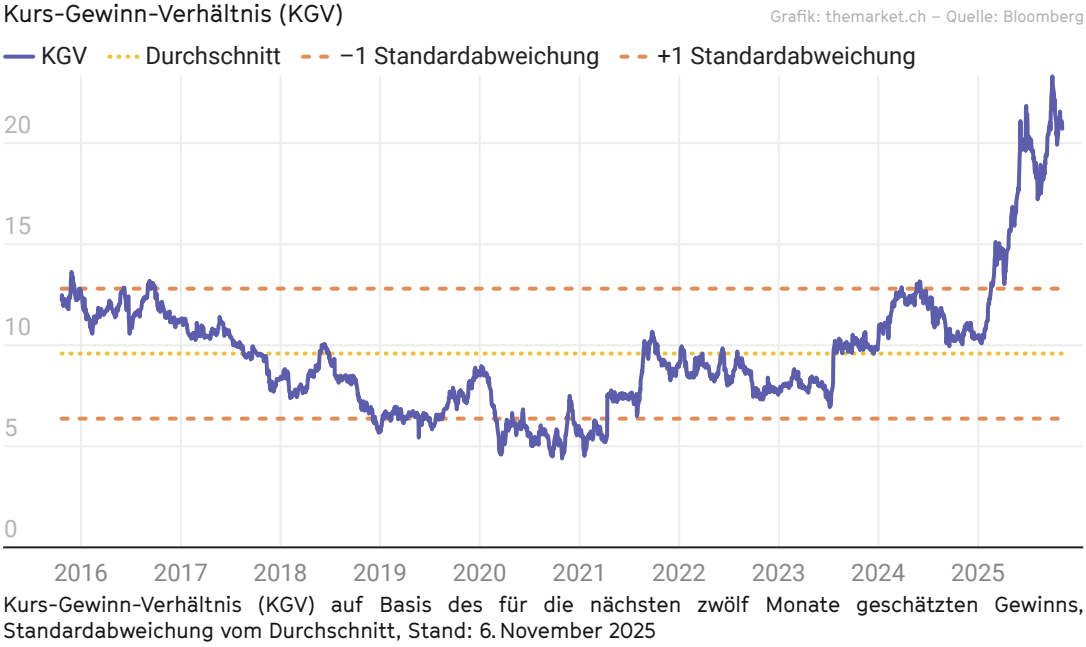
Diese Vielseitigkeit der globalen Grossprojekte reduziert das Klumpenrisiko. Der Auftragsbestand belief sich zur Jahresmitte auf mehr als 69 Mrd. € – rein rechnerisch genug Arbeit für rund zwei Jahre. Laut DZ Bank stammen über 85% der Aufträge aus Bereichen mit im Vergleich zum klassischen Baugeschäft geringeren Risiken wie Construction Management und Dienstleistungen.

Die Marge im Baugeschäft ist traditionell niedrig. Für 2025 erwarten die bei Bloomberg erfassten Analysten bei Hochtief eine operative Marge von 4%. Für das Gesamtjahr hat sich Hochtief einen Konzerngewinn von 680 bis 730 Mio. € vorgenommen, das entspricht einem Plus von 17% und sollte zu erreichen sein. Die Aktien sind keineswegs billig. Das KGV liegt bei 23 (langfristiges Mit-

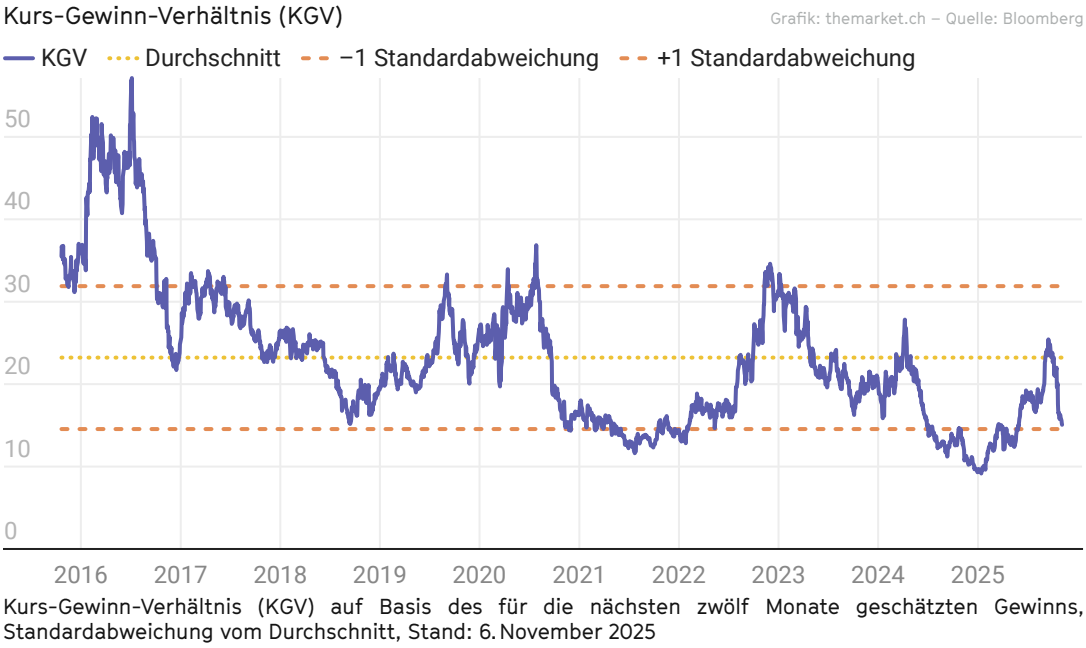
3) Siemens Energy: Bewertung fällt unter Fünfjahresschnitt



4) Babcock: zum Zwanzigfachen des Gewinns bewertet



5) Fresnillo: dank hoher Edelmetallpreise attraktiv bewertet



tel: 18), eine Premiumbewertung gegenüber anderen Branchengrössen, in die der Konzern hineinwachsen könnte.

Banco Santander ist sehr rentabel

Europas Banken laufen seit Jahren gut – und bleiben attraktiv bewertet. Steigende Effizienz und solide Rentabilität erlauben es ihnen, hohe Ausschüttungen zu leisten und zugleich ihre Kapitalquote zu stärken. Indirekt sind sie auch Profiteure zunehmender Staatsausgaben und einer anziehenden Wirtschaft. Spanische Banken wie Banco Santander stehen durch ihre guten Kennzahlen hervor.

«Santander arbeitet deutlich effizienter als die Konkurrenten»

Santander will aus dem Gewinn der Jahre 2025 und 2026 insgesamt «mindestens 10 Mrd. €» über Aktienrückkäufe an die Aktionäre zurückgeben. Besonders auffällig ist das Kostenmanagement der Bank: Für jeden verdienten Euro gab sie nur knapp 42 Cent aus. Das entspricht dem niedrigsten Stand seit mehr als fünfzehn Jahren und ist deutlich besser als bei der Konkurrenz wie zum Beispiel UBS mit einem Kosten-Ertrags-Verhältnis von 75,4% und Deutsche Bank (62,3%).

Die nach Börsenwert grösste Bank der Eurozone legt ihren Schwerpunkt auf Europa, sie ist aber auch in Schwellenländern wie Brasilien und Mexiko tätig. Im ersten Halbjahr erzielte sie einen Rekordgewinn von 6,8 Mrd. € – ein Plus von 13%. Die Rendite auf das materielle Eigenkapital (RoTE, nach AT1-Zahlungen) betrug 16%. Das Ziel für das Gesamtjahr ist eine weitere Verbesserung auf 16,5%. Als harte Kernkapitalquote (CET1) strebt die Bank 12 bis 13% an (Halbjahr 2025: 13%).

Beim Wachstum setzt Santander auch auf Zukäufe und hat die britische TSB für 2,65 Mrd. £ zuzüglich des bis zum Abschluss des Deals erzielten Gewinns (rund 250 Mio. £) vom katalanischen Rivalen Banco Sabadell übernommen. Das Closing ist für Anfang 2026 vorgesehen. Die Aktien sind mit einem KGV von 9 bewertet.

Der Autor hält Aktien von Banco Santander.

16,4 Mio. Fass Täglicher Rohölverbrauch Chinas, im Jahr 2024

Quelle: Energy Institute

Swiss DOTS

CALL WARRANT
ZU COOLEM PREIS

Handeln Sie über 90'000 Hebelprodukte zu CHF 9 flat, exklusiv auf [swissquote.com/swissdots](https://www.swissquote.com/swissdots)

Unsere Partner:

Goldman Sachs

UBS

SOCIETE GENERALE

Vontobel

BNP PARIBAS

Swissquote

INTERVIEW

«Präsident Trump ist für den Rest der Welt wie Lebertran: ekelhaft, aber langfristig gesund»

Marko Papic, geopolitischer Chefstrategie von BCA Research, spricht über den Mythos der Unabhängigkeit der US-Notenbank und die besten Anlagen für die kommenden Jahre. **Von Mark Dittli**

An den Finanzmärkten herrscht gute Stimmung. Die Zollpolitik der Trump-Regierung löst kaum mehr Turbulenzen aus, der Boom rund um das Thema künstliche Intelligenz (KI) geht weiter. Die Abwertung des Dollars hat ausgewählten Schwellenländern – nicht zuletzt China – im laufenden Jahr zu einer kräftigen Performance verholfen.

Marko Papic teilt den Optimismus weitgehend. Der geopolitische Chefstrategie der kanadischen Research-Boutique BCA geht davon aus, dass die US-Wirtschaft eine Rezession vermeiden wird. Der Boom in den Kapitalinvestitionen für den Bau von Rechenzentren werde zwar eines Tages in Tränen enden, aber in der kurzen Frist befeure er das Wirtschaftswachstum. Im Interview mit The Market sagt Papic, weshalb Inflation im kommenden Jahr kein grosses Thema sein wird, welche Ziele Donald Trump mit seinen Attacken auf die US-Notenbank verfolgt, weshalb Europäer viel zu pessimistisch sind und wo er die besten Anlagechancen sieht.

Herr Papic, weder die Trump-Zölle noch die Angst vor einer Rezession oder der Government Shutdown in Washington scheinen die Stimmung an den Börsen zu trüben. Teilen Sie den Optimismus?

Kurzfristig ja. Wie Sie wissen, war ich in den letzten fünf Jahren sehr optimistisch für Aktien eingestellt. Der Hauptgrund war der gigantische fiskalische Stimulus, der seit der Covid-Pandemie die US-Wirtschaft und die Aktienmärkte angetrieben hat. Aber jetzt befinden wir uns in einer Übergangsphase. Der fiskalische Schub ist ausgelaufen. Der nächste Treiber für die US-Wirtschaft muss von den privaten Haushalten kommen, indem sie wieder mehr Kredit aufnehmen. Seit 2020 hat sich der Wert der Wohnimmobilien in den USA um 15 Bio. \$ erhöht, die Bilanzen der privaten Haushalte sind im Grossen und Ganzen in einem sehr gesunden Zustand. Es gibt viel Spielraum, um neue Schulden, etwa in Form von Hypotheken, aufzunehmen.

«Die Zölle sind nichts anderes als eine Steuererhöhung für die US-Konsumenten»

Wird die US-Wirtschaft eine Rezession vermeiden können?

Ja. Natürlich müssen wir sehen, dass dieser Übergang von cash- zu kreditgetriebenem Konsum tatsächlich stattfindet. Aber in der Zwischenzeit wird der Boom in den Kapitalinvestitionen rund um das Thema KI die Wirtschaft stützen und überbrücken. Investitionen in den Bau von Rechenzentren tragen derzeit etwa einen Prozentpunkt zum Wachstum der US-Wirtschaft bei. Es ist der grösste einzelne – sogar der einzige – Wachstumstreiber. Langfristig ist das nicht nachhaltig und wird in Tränen enden. Aber im Lauf der nächsten zwölf Monate wird dieser Investitionsboom verhindern, dass die Wirtschaft in eine Rezession rutscht.

Die Rendite zehnjähriger Treasury Notes ist auf 4,1% gefallen, nachdem sie im Frühsommer 4,5% erreicht hatte. Wie interpretieren Sie diese Bewegung?



Der Bondmarkt hat erkannt, dass die Einnahmen aus den Trump-Zöllen das Haushaltsdefizit mildern. Die Zölle sind nichts anderes als eine Steuererhöhung, die primär von den US-Konsumenten bezahlt wird. Der Bondmarkt mag das. Ironischerweise sehe ich hier das grösste kurzfristige Risiko: nämlich, dass der Oberste Gerichtshof der USA die Zölle als verfassungswidrig deklarieren könnte.

Warum wäre das negativ für die Märkte?

Weil sich dann der Bondmarkt wieder grössere Sorgen um die Haushaltslage machen könnte, genau wie kurz nach dem Wahlsieg von Trump. Die Zinsen würden steigen. Das ist die Einschränkung für meine eher optimistische kurzfristige Einschätzung: Sollten die Treasury-Renditen wieder deutlich steigen, geraten die Aktienmärkte unter Druck. Aber das ist nicht mein Basisszenario. Ich erwarte, dass die Rendite zehnjähriger Treasuries bis Jahresende auf 3,9% sinkt und auf 3,75% bis Ende des ersten Quartals 2026.

Fürchten Sie nicht, dass die Zölle den Inflationsdruck erhöhen?

Kaum. Wir sehen etwas Inflation bei Importgütern, aber insgesamt geht der Preisdruck im Dienstleistungssektor eher zurück. Und weil die Zölle wie eine Steuer wirken, schwächen sie den Konsum. Ich denke nicht, dass Inflation nächstes Jahr in den USA ein allzu grosses Thema sein wird.

Und was ist mit den politischen Angriffen der Trump-Regierung auf die Notenbank, das Federal Reserve?

Zunächst einmal müssen wir ein in der Öffentlichkeit weit verbreitetes Missverständnis ausräumen. Die Idee, die Zentralbanken seien vollkommen unabhängig, ist Unsinn. Im Ernstfall ist es ihre Aufgabe, sicherzustellen, dass sich der Staat jederzeit reibungslos refinanzieren kann. So war es schon immer. Eine vollkommen unabhängige Zentralbank wäre sogar ein Risiko für die Finanzmärkte, weil

dann der Bondmarkt nicht mehr durch potenziell unbegrenzte Käufe der Zentralbank geschützt wäre.

Welche Pläne verfolgt die Trump-Regierung in Bezug auf das Fed?

Sie will den Offenmarktausschuss mit gleichgesinnten Personen besetzen, um sicherzustellen, dass das Fed die langfristigen Zinsen tief hält. Stephen Miran, bislang Vorsitzender des Council of Economic Advisors von Trump und seit September Mitglied im Fed-Gouverneursrat, sprach vor dem Senat ausführlich vom dritten Mandat des Fed. Bis anhin hatte kaum jemand vom dritten Mandat gehört. Miran machte klar: Die Aufgabe des Fed sind nicht nur Preisstabilität und Vollbeschäftigung, sondern auch, dafür zu sorgen, dass das langfristige Zinsniveau moderat bleibt.

«Wir treten in eine Phase der Dollar-entwertung ein»

Wen wird Trump im Mai 2026 an der Spitze des Fed als Nachfolger von Jerome Powell einsetzen?

Stand heute würde ich auf Miran setzen. Er ist qualifiziert und ein hervorragender Kommunikator. Aber wenn es nicht Miran wird, dann jemand anderes, der die gleiche Linie verfolgt und sicherstellt, dass die langfristigen Zinsen nicht nach oben entgleiten. Das Ziel ist klar: die langfristigen Zinsen drücken und die Hypothekarzinsen senken, um eine Phase zunehmender Kreditaufnahme der US-Haushalte einzuleiten. Sollte dieses Szenario eintreten, dann werden die Aktien von Hausbau-Unternehmen übrigens sehr gut laufen.

Aber dieses Szenario bedeutet auch eine weitere Schwächung des Dollars?

Absolut. Wir treten in eine Phase der Dollar-entwertung ein, also ein Dollar Debasement. Das ist meine stärkste Überzeugung.

Nochmals zum Thema KI-Boom in den Kapitalinvestitionen: Sie sagten, er werde in Tränen enden. Warum?

Alle Investitionsbooms in der Geschichte endeten in Überkapazitäten – von den Eisenbahnen im 19. Jahrhundert bis zum Ausbau der Glasfaser- und der Mobilfunknetze vor 25 Jahren. Die Technologie selbst kann die Wirtschaft zwar durchaus revolutionieren, aber ihre Früchte, in Form von Produktivitätsgewinnen, werden in der Regel breit geteilt und können nicht von den Anbietern der Infrastruktur in Form von nachhaltig hohen Gewinnmargen einbehalten werden. Aktien von Eisenbahngesellschaften waren keine besonders gute Anlage im 19. Jahrhundert. Im heutigen Fall leisten die sogenannten Hyperscaler wie Amazon, Alphabet, Meta oder Microsoft die Aufbauarbeit, indem sie Rechenzentren bauen, als gäbe es kein Morgen. Diese Infrastruktur kann weltweit von allen genutzt werden. Früher waren die amerikanischen Tech-Kolosse für Investoren attraktiv, weil sie nicht kapitalintensiv waren. Das sind sie nicht mehr – ihr Geschäftsmodell ist mittlerweile enorm kapitalintensiv. Die Gewinner dieses Wettrennens könnten Biotech-Unternehmen sein, die dank der KI-Rechenleistung, die sie bei Amazon günstig einkaufen, neue Wirkstoffe entwickeln können.

Würden Sie die Aktien der Tech-Giganten meiden?

Ich sage nicht, dass man sie jetzt shorten sollte, aber ich denke, die wahren Gewinner der KI-Revolution werden anderswo zu finden sein. Es ist nicht ratsam, in einem expandierenden Boom komplett abseitszustehen, weil es in der Schlussphase der Blasenbildung zu einer heftigen Übertreibung nach oben kommen kann. Ich sage nur: Die Vorstellung, man müsse die «Magnificent Seven» besitzen,



Marko Papic

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

ten ist, sollte man sein Portfolio davon weg diversifizieren und andere Märkte etwas höher gewichten.

Umfasst Ihr Optimismus auch Japan?
Hauptsächlich aufgrund des Währungseffekts – doch es bleibt abzuwarten, ob Reformen der Corporate Governance und die Bemühungen um Digitalisierung in Japan wirklich Fuss fassen. Ich bin optimistisch, weil der Yen so günstig ist. Aber bevor ich langfristig und strukturell sehr optimistisch werde, möchte ich noch mehr von der Innenpolitik sehen.

Wenn Sie von Emerging Markets sprechen: Welche gefallen Ihnen besonders?
Lateinamerika, Zentraleuropa und die Golfstaaten. Und auch China, wenn man das Land wirklich noch als Emerging Market bezeichnen will.

Im Rohstoffsektor zeigt Gold eine starke Entwicklung. Wird das weitergehen?
Ich denke, ja. Das ist die Kehrseite des Dollar Debasement Trade. Ich sehe weiteres Aufwärtspotenzial für Gold, aber noch mehr für Silber, Platin und Palladium. Bei anderen Rohstoffen bin ich besonders optimistisch für Industriemetalle. Die werden sehr gut laufen. Weniger optimistisch bin ich für den Energiesektor. Dies hauptsächlich, weil wir in den kommenden Jahren eine Überversorgung mit Flüssiggas sehen werden. Produzenten wie Katar haben den Fehler gemacht, zu viel Kapazität aufzubauen. Das ist übrigens eine gute Nachricht für Europa, das künftig viel günstiges Flüssiggas erhalten wird. Die Energiekrise wird für die Wirtschaft in Europa dann kein Thema mehr sein.

Wo könnten Sie mit Ihren Einschätzungen völlig danebenliegen?
Wenn ich sage, wir leben in einer multipolaren Welt, meine ich eine balancierte Multipolarität, in der Allianzen wechseln, aber Feinde weiter miteinander Handel treiben. Ein gutes Beispiel dafür war Chinas Haltung im Krieg zwischen Israel und Iran im Frühsommer dieses Jahres. Man könnte denken, China hätte die Seite Irans gewählt – aber nein, es stellte sich auf die Seite Saudi-Arabiens und hatte kein Problem mit den Angriffen der Trump-Regierung auf Iran, auch wenn es den Militärschlag natürlich nicht öffentlich gefeiert hat. Das ist, was ich meine, wenn ich von balancierter Multipolarität spreche. Historisch war eine solche Weltordnung nicht schlecht für wirtschaftliches Wachstum. Aber diese balancierte Multipolarität könnte kippen, wenn China Taiwan angreifen und sich damit vom Rest der Welt abschneiden würde. Ich erwarte das zwar nicht. Ein anderes Risiko für mein Weltbild wäre, wenn die USA eine wirklich revolutionäre technologische Innovation schaffen würden – zum Beispiel Fusionsenergie – und sich bewusst entscheiden würden, sie nicht mit dem Rest der Welt zu teilen. Dies im Gegensatz zu KI, deren Früchte weltweit geteilt werden.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

go.themarket.ch/t37



«Der Boom in den KI-Investitionen wird eines Tages in Tränen enden»

weil sie in einem Rennen um die Entwicklung künstlicher allgemeiner Intelligenz seien, ist falsch. Die Monetarisierung von KI wird darin bestehen, Produkte zu entwickeln, die funktionieren und für die viele Menschen bereit sind zu zahlen – nicht in einer hypothetischen Superintelligenz, die jedes Problem lösen kann. Deshalb: Ja, dieser Boom in den KI-Investitionen wird eines Tages in Tränen enden, aber ich kann nicht sagen, wann.

Sie zeichnen das Bild eines schwächeren Dollars, einer US-Wirtschaft, die eine Rezession vermeidet, und eines Booms in den KI-Investitionen, der irgendwann böse endet. Was bedeutet das für Anleger?
Um das zu beantworten, müssen wir das längerfristige Bild betrachten. Erstens leben wir heute in einer multipolaren Welt, in der die USA nicht mehr die alleinige Supermacht sind. Zweitens haben die USA entschieden, dass sie nicht mehr der Konsument der letzten Instanz für den Rest der Welt sein wollen. Die Amerikaner haben in den letzten drei Jahrzehnten praktisch die weltweite Überproduktion und die globalen Überschussersparnisse absorbiert. Das war in einer unipolaren Welt sinnvoll, aber heute wollen die Amerikaner diese Rolle nicht mehr spielen. Amerika hat sich von einem grossmütigen Imperium zu einem machiavellistischen Land entwickelt, das den Zugang zu seinen Märkten streng kontrolliert. Jetzt liegt der Fokus Washingtons auf dem Abbau des Leistungsbilanzdefizits, und als Folge davon wird sich der Dollar abschwächen.

Heisst das, Sie sehen bessere Anlagechancen ausserhalb der USA?
Genau. 2025 liefert das perfekte Beispiel dafür: KI ist angeblich die grösste technologische Revolution der Weltgeschichte, und ihr Epizentrum liegt in Amerika. Aber als Anleger aus der Schweiz hätten Sie damit seit Anfang Jahr kaum Geld verdient. Warum? Weil sich der Dollar markant abgewertet hat.

Wo finden Sie bessere Anlagechancen?
Zum Beispiel in Europa. Europa hat enormen Spielraum, die Fiskalpolitik zu lockern, gerade jetzt, wo der fiskalische Boom in den USA endet. Oft wird kritisiert, etwa im Fall Deutschlands, dass in Sachen Strukturreformen nicht viel passiert. Das stimmt, aber Deutschland hat riesiges Potenzial für produktivitätssteigernde Investitionen. Ökonomen wie Richard Koo und andere haben seit Jahren geschrieben, dass Deutschland mehr in die heimische Infrastruktur investieren sollte. Jetzt passiert es – dank Trump. Ausserdem erwarte ich mehr Fusionen und Übernahmen in Europa, wie in den Berichten von Mario Draghi und Enrico Letta skizziert. Das ist auch eine Form von Strukturreform.

Sind die Europäer zu pessimistisch in Bezug auf die eigene Wirtschaft?
Ja. Wann immer ich in einem Raum voller Europäer bin, fühle ich mich wie in einem Raum voller Charlie Browns, über deren Köpfen eine Depressionswolke hängt. Europäer sind so pessimistisch, weil ihnen amerikanische Investmentbanken seit Jahren einreden, sie lebten in einem Museum. Ich bin schon seit längerer Zeit extrem bullish für europäische Industrieaktien – und bin es immer noch. Aber das ist nicht nur ein europäisches Thema. Nehmen Sie Kanada: Dort gab es faktisch 250 Jahre lang keinen freien Handel zwischen den Provinzen. Theoretisch war es illegal, ein Sixpack Bier von Ontario nach Quebec zu bringen. Jetzt aber, aufgestachelt durch Trump, sehen wir Strukturreformen und mehr Energieinvestitionen in Kanada. Man könnte sagen: Für den Rest der Welt wirkt Trump wie Lebertran – ekelhaft, aber langfristig gesund.

Vor einem Jahr kam China für viele westliche Investoren nicht mehr infrage. In den letzten zwölf Monaten war es einer der besten Aktienmärkte der Welt. Wie sehen Sie China derzeit?

Zunächst hat die Parteiführung in Peking erkannt, dass die USA beim Marktzugang machiavellistisch geworden sind. Und sie hat erkannt: China kann sich nicht mehr darauf verlassen, dass der Rest der Welt seine Produktion absorbiert. In einer multipolaren Welt kann man nicht davon abhängig sein, dass andere Länder darüber entscheiden, ob die eigene Konjunktur brummt oder nicht. Wie kann man eine souveräne Weltmacht sein, wenn man für seine Endnachfrage auf andere Märkte angewiesen ist? Das geht nicht. Das heisst: China muss seinen Binnenkonsum ankurbeln. Das wird zu einer Frage der nationalen Sicherheit. Wenn der Binnenkonsum bei weniger als 40% der Wirtschaftsleistung liegt, bedeutet das, dass mehr als 60% der Endnachfrage von aussen kommen – und damit jederzeit unterbrochen werden könnten.

Die Parteiführung in Peking predigt die Stärkung des Konsums seit Jahren, hat bisher aber nur kleine Schritte unternommen. Sehen Sie jetzt eine Änderung?
Ich denke, ja. Ich gehe davon aus, dass der 15. Fünfjahresplan, der die Zeit von 2026 bis 2030 umfasst, einen grösseren Fokus auf den Binnenkonsum legen wird. Das Signal wäre enorm wichtig.

«Deutschland hat riesiges Potenzial für Investitionen, die die Produktivität steigern»

Alles in allem sind Sie also nicht allzu pessimistisch für die USA, würden Ihr Geld an den Aktienmärkten aber lieber anderswo investieren?
Ja. Ich prognostiziere keinen Crash Amerikas. Ich bin nur für den Rest der Welt – Europa, Kanada oder für die Schwellenländer – optimistischer. Wir könnten ein Muster wie im Zeitraum von 2002 bis 2007 sehen, nachdem die Dotcom-Blase geplatzt war: US-Aktien büssten damals absolut betrachtet nicht an Wert ein, aber sie blieben im relativen Vergleich hinter dem Rest der Welt zurück. Europa und Schwellenländer liefen damals deutlich besser. Das wird meines Erachtens in den nächsten Jahren wieder passieren. Und da jeder passive Anleger übergewichtet in US-Ak-

ANALYSE

Drei Tech-Trends für 2026 – und darüber hinaus

Der Boom im Bereich künstliche Intelligenz befeuert die Börsen. Es lohnt sich, nach Spezialsituationen zu suchen, die noch nicht ausgereizt sind. **Von Christoph Gisiger**

Die Leitbörsen in den USA sind in den vergangenen drei Jahren weit vorangekommen. Rückblickend markierten enttäuschende Unternehmensberichte im Herbst 2022 das Tief des damaligen Bärenmarktes. In einer eindrucklichen Hausse hat der S&P 500 seither rund 80% zugelegt. Der Nasdaq 100 ist mehr als 130% vorgeprescht. Im Vergleich zu damals sind die Rahmenbedingungen derzeit wesentlich anspruchsvoller. Im Herbst 2022 war die Stimmung tief eingetrübt, woraus sich günstige Bewertungen ergaben. Die grosskapitalisierten Technologiewerte im Nasdaq 100 hatten mehr als 35% korrigiert. Heute herrscht hingegen Optimismus, der Risikoappetit nimmt zu. Je nach Kriterium sind amerikanische Aktien sogar teurer als auf dem Zenit der Internetblase im März 2000.

Umsichtige Investoren haben es damit nicht einfach. Nachdem es in den vergangenen Jahren abgesehen von einigen kurzen Turbulenzen beständig aufwärtsgegangen ist, fragt sich, wie viel Spielraum nach oben noch besteht. Im Folgenden werden deshalb drei Trends präsentiert, die mit Blick nach vorne weiteres Kurspotenzial eröffnen.

1. Unterschätzte KI-Profiteure

Es ist kein Zufall: Bald ist es drei Jahre her, dass das Start-up OpenAI mit dem Textroboter ChatGPT Ende November 2022 den Boom im Bereich künstliche Intelligenz lanciert hat. Kein anderes Thema hat das Geschehen an den amerikanischen Aktienmärkten in dieser Zeit mehr geprägt. Die Hausse ist zu einem wesentlichen Teil dem Hype um die neue Technologie zu verdanken.

Die Grossbank JPMorgan identifiziert 41 Aktien mit Bezug zu KI: von Tech-Riesen wie Microsoft und Alphabet über Chipkonzerne wie Nvidia und Broadcom bis zu Versorger- und Industriekonzerne. Seit dem Durchbruch von ChatGPT haben sie rund 70% zur Performance des S&P 500 beigetragen, 80% zum Gewinnwachstum beigesteuert und 90% der Kapitalinvestitionen aufgebracht.

«KI wird ein dominantes Thema für die Märkte bleiben»

Am meisten profitiert hat der Halbleitersektor. Der PHLX Semiconductor Index hat sich in den vergangenen drei Jahren fast verdreifacht. Nvidia, zuvor ein mehr oder weniger obskurer Designer von Grafikchips für Videospiele und das Schürfen von Kryptowährungen, ist zum wertvollsten Konzern der Welt avanciert. Mit einer Kapitalisierung von rund 4,5 Bio.\$ macht sie rund 8% der Marktkapitalisierung des S&P 500 aus.

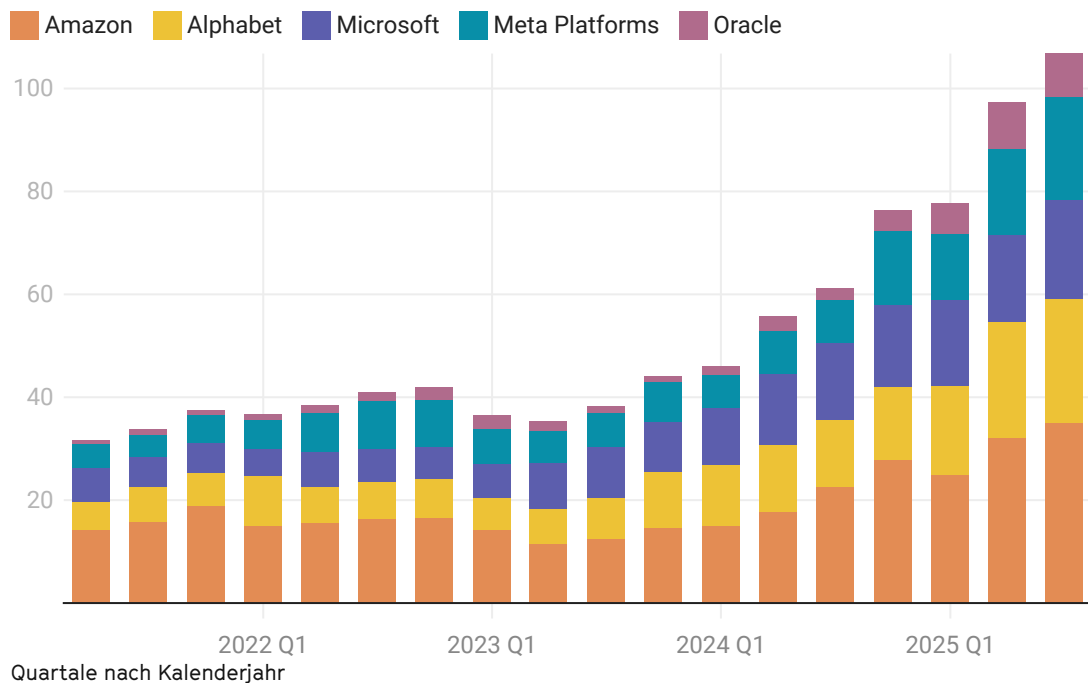
KI wird ein dominantes Thema für die Märkte bleiben. Die Tech-Schwergewichte aus den USA investieren enorme Summen in KI-Infrastruktur (vgl. Grafik 1). Wie sich in der Berichtssaison zum dritten Quartal gezeigt hat, soll es auch fortan in hoher Kadenz weitergehen. «Mit Blick auf das Jahr 2026 erwarten wir einen deutlichen Anstieg der Kapitalinvestitionen», hiess es bei der Ergebnisbesprechung von Alphabet. Die gleiche Ansage machen andere Cloud-Infrastrukturbetreiber.

Die Zahlen, die zu den Investitionen in den kommenden Jahren genannt werden, muten immer fantastischer an – meist im Zusammenhang mit OpenAI. CEO Sam Altman hat

1) Big Tech: Kapitalinvestitionen

In Mrd. \$

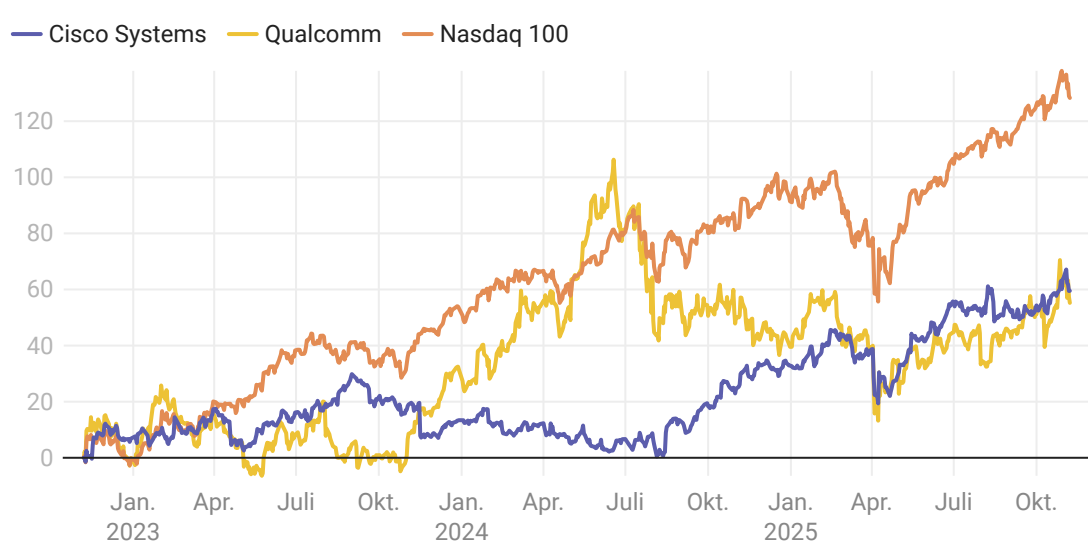
Grafik: themarket.ch – Quelle: S&P Global Market Intelligence



2) Qualcomm und Cisco haben Aufholpotenzial

Kursentwicklung in den letzten drei Jahren, in %

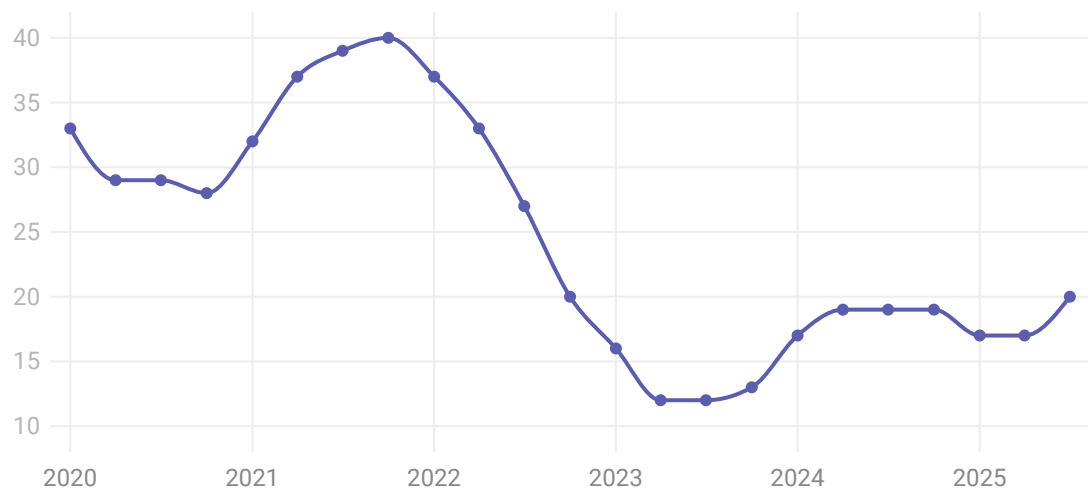
Grafik: themarket.ch – Quelle: S&P Global Market Intelligence



3) Amazon: Umsatzwachstum der Sparte AWS

Veränderung der Einnahmen verglichen mit dem Vorjahresquartal, in %

Grafik: themarket.ch – Quelle: Visible Alpha



in den vergangenen Wochen diverse Partnerschaften mit grossen Tech-Konzernen wie Nvidia, Broadcom, Oracle und AMD abgeschlossen. Insgesamt summieren sich diese Deals auf annähernd 1,4 Bio.\$, woher dieses Geld kommen soll, kann allerdings niemand mit Gewissheit sagen.

Klar ist, dass die Ausgaben für Rechenkapazitäten und andere KI-Infrastruktur bisher in keinem Verhältnis zu den Einnahmen stehen. Gemäss einer Studie des Unternehmensberaters Bain & Company müsste der jährliche Umsatz mit KI-Anwendungen bis 2030 auf 2 Bio.\$ steigen, damit die Investitionen einigermaßen rentieren. Die heutige Realität ist davon weit entfernt. Der Umsatz von OpenAI zum Beispiel soll sich dieses Jahr auf rund

13 Mrd.\$ belaufen. Selbst unter grosszügigen Annahmen warnt Bain, dass den Unternehmen, die derzeit massiv in KI-Infrastruktur investieren, rund 800 Mrd.\$ fehlen werden. Zum Vergleich: Das ist etwa doppelt so viel, wie Apple in den letzten zwölf Monaten an Einnahmen erwirtschaftet hat.

«Die Wahrscheinlichkeit ist gross, dass KI in 25 Jahren eine noch grössere Bedeutung haben wird, als wir heute annehmen», hält der Value-Investor David Einhorn im Quartalsbericht seines Hedge Fund Greenlight Capital fest. Ob dies eine erfreuliche Entwicklung für die Gesellschaft sein werde, sei dahingestellt. «Dennoch wird der Weg von heute bis dahin für Anleger wahrscheinlich turbulent verlaufen», schreibt er.

In Kürze:

- Tech-Aktien zählen 2025 zu den grossen Gewinnern
- Das Bewertungsniveau wird dadurch anspruchsvoller
- Für Investoren zahlt es sich aus, selektiv vorzugehen

Vor diesem Hintergrund empfiehlt es sich, in Tech-Unternehmen zu investieren, die gut aufgestellt sind, ansprechend profitabel arbeiten, eine günstige Bewertung aufweisen und an der Börse vermehrt gefragt sein könnten, wenn der KI-Boom an Breite gewinnt. Zwei Namen, die in diese Kategorie fallen, sind Cisco Systems und Qualcomm (vgl. Grafik 2).

Cisco ist als führender Netzwerkausrüster eine Wette darauf, dass Unternehmen und Konsumenten häufiger und schneller auf KI-Dienste zugreifen werden, was mehr Datenverkehr erfordert. Zudem gehört sie zu den grössten Anbietern von Sicherheitslösungen. Gemessen an den Analystenschätzungen für die nächsten zwölf Monate beträgt das Kurs-Gewinn-Verhältnis 18. Für den S&P 500 wird ein KGV von 24 gezahlt. Auch könnte der defensive Charakter der Aktien ein Vorteil sein, wenn es an den Börsen ruppiger zugeht.

«Qualcomm wird davon profitieren, wenn KI-Anwendungen auf Endgeräten ausgeführt werden»

Qualcomm ist der Technologie-Leader bei Smartphone-Chips. Da der Mobilfunkmarkt weitgehend gesättigt ist, wächst das Kerngeschäft zwar weniger schnell als früher. Auch werden die Einnahmen mit Apple in den nächsten Jahren weitgehend verloren gehen. Das alles ist aber längst bekannt, wegen des Wachstums in neuen Märkten wie Industrie- und Automotive unterschätzt wird. Qualcomm wird davon profitieren, wenn KI-Anwendungen künftig vermehrt auf Endgeräten wie Smartphone oder PC ausgeführt werden. Wie ein kürzlich angekündigter Grossauftrag zeigt, besteht auch Potenzial im Markt für Rechenzentren, wo die energiesparenden Prozessoren des Konzerns gefragt sein könnten. Im niedrigen KGV von 15 reflektieren sich diese Opportunitäten viel zu wenig.

2. Amazon meldet sich zurück

Wer dieses Jahr auf Aktien aus dem Technologiesektor setzte, konnte im Prinzip nicht viel falsch machen. Viel Geduld erforderte jedoch Amazon. Der Kurs des Onlineriesen aus Seattle dümpelte über Monate vor sich hin. Seit Anfang Januar notiert er etwas mehr als 10% im Plus, wogegen der Nasdaq 100 annähernd 20% vorgeprescht ist.

Dass Amazon hinterherhinkt, hat hauptsächlich zwei Gründe. Erstens wird der Konzern an der Börse als Nachzügler auf dem Gebiet künstlicher Intelligenz erachtet. Zweitens ma-

chen sich Investoren Sorgen darum, dass die Zollpolitik der US-Regierung das traditionelle E-Commerce-Geschäft belastet. In beiden Fällen könnten sich die Perspektiven in den kommenden Monaten aufhellen, was Chancen eröffnet.

Amazon hat beste Voraussetzungen, um vom KI-Boom zu profitieren. Die Sparte AWS ist der Pionier bei Cloud-Infrastrukturdiensten, mit denen auch KI-Modelle gebaut und ausgeführt werden. Der Anteil im Cloud-Markt wird auf 30 bis 40% geschätzt, womit AWS der mit Abstand grösste Anbieter ist. Zuletzt hatte sich das Narrativ verbreitet, dass AWS bei KI-Aufträgen für Cloud-Dienste gegenüber der Konkurrenz ins Hintertreffen gerate. Diese Bedenken haben sich nach einem soliden Leistungsausweis weitgehend verflüchtigt. Nachdem sich das Wachstum im zweiten Quartal auf rund 18% verlangsamt hatte, beschleunigte es sich in den vergangenen drei Monaten überraschend auf 20%, womit die Erwartungen der Analysten übertroffen wurden (vgl. Grafik 3).

Konzernchef Andy Jassy hält fest, dass «AWS mit einem Tempo wächst, das wir seit 2022 nicht mehr erlebt haben». Er verweist auf den hohen Bedarf an Rechenkapazität für grosse Sprachmodelle und andere KI-Anwendungen. Das Management rechnet damit, dass AWS weiter an Dynamik gewinnt. Unternehmensweit prognostiziert es für die laufende Berichtsperiode einen Umsatz zwischen 206 und 213 Mrd.\$, was eine Zunahme von 10 bis 13% impliziert. Der Mittelwert von 209,5 Mrd.\$ ist besser, als Analysten erwartet hatten. Zudem gibt der Konzern in der Regel eine konservative Prognose ab.

Mit Blick auf die kommenden Quartale wird AWS zwar weiterhin weniger schnell expandieren als das Cloud-Geschäft von Microsoft und Alphabet. Diese Diskrepanz erklärt sich teilweise aber dadurch, dass AWS als Branchen-Leader über eine grössere Ausgangsbasis verfügt. Prozentual gemessen ist es für die Sparte deshalb im Konkurrenzvergleich schwieriger, den Umsatz zu steigern, nicht aber in absoluten Zahlen.

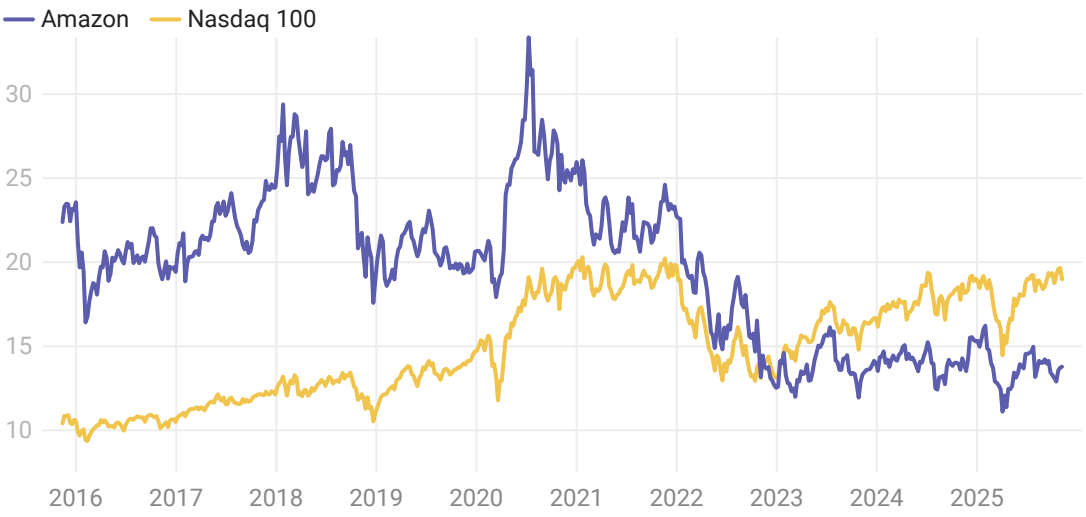
Hinzu kommt, dass AWS eine eher konservative Strategie verfolgt und auf riskantere Projekte mit hohen Kosten und geringer Marge verzichtet. Das ist vor allem ein wesentlicher Unterschied zu Konkurrenten wie Oracle und sogenannten Neocloud-Unternehmen wie CoreWeave oder Nebius, wobei sich Letztere fast ausschliesslich auf KI-Infrastruktur fokussieren. Sollte sich der Boom früher oder später abflachen, ist Amazon weniger exponiert. Dank hauseigener Chips für KI-Dienste ist sie zudem weniger abhängig von teuren Nvidia-Systemen. Die nächste Generation von KI-Prozessoren, die zusammen mit dem Halbleiterkonzern Marvell Technology entwickelt werden, stellt AWS Anfang Dezember vor, was an der Börse auf positive Resonanz stossen könnte.

«Amazon ist nicht nur im historischen Vergleich günstig, sondern auch gemessen am Gesamtmarkt»

Was das E-Commerce-Geschäft betrifft, sollte das Handelsabkommen zwischen den USA und China die Unsicherheit reduzieren. Wichtig wird ebenso der Entscheid des Obersten Gerichtshofs zu den «reziproken» Zöllen der Trump-Regierung, zu denen am 5. November erste Anhörungen stattfanden. Das Gremium der höchsten Richter äusserte Zweifel daran, dass ein Notstandsgesetz aus den Siebzigerjahren dem US-Präsidenten die einseitige Befugnis zur Verhängung von Zöllen einräumt. Mit Blick auf die Zwischenwahlen im Spätherbst 2026 könnten sich Handelskonflikte

4) Amazon: Bewertung

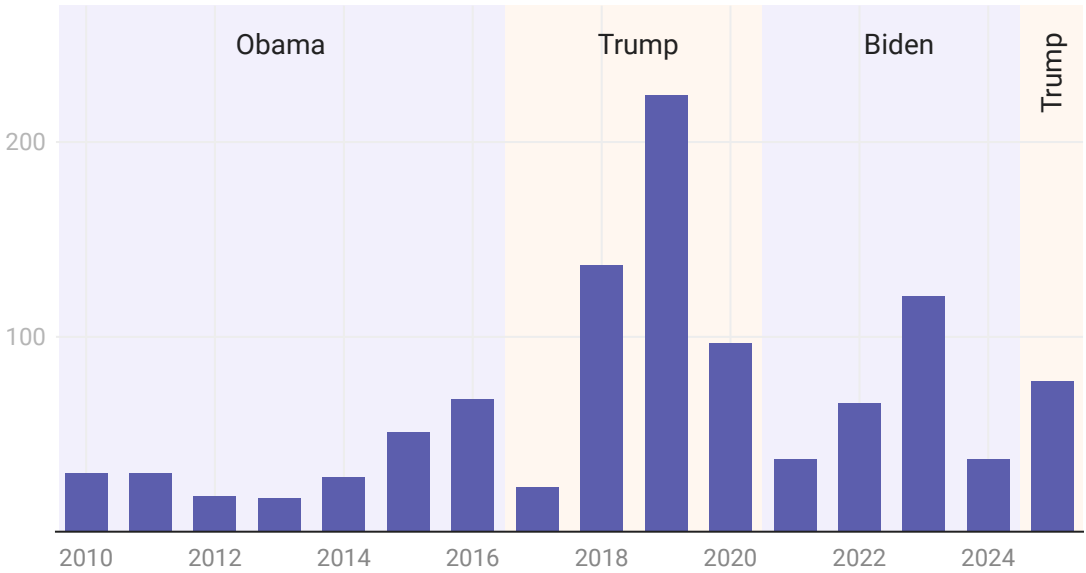
Unternehmenswert/Ebitda auf Basis der Analystenschätzungen für die nächsten zwölf Monate



5) Übernahmen im Biotech-Sektor durch Pharmakonzerne

Transaktionsvolumen, in Mrd.\$

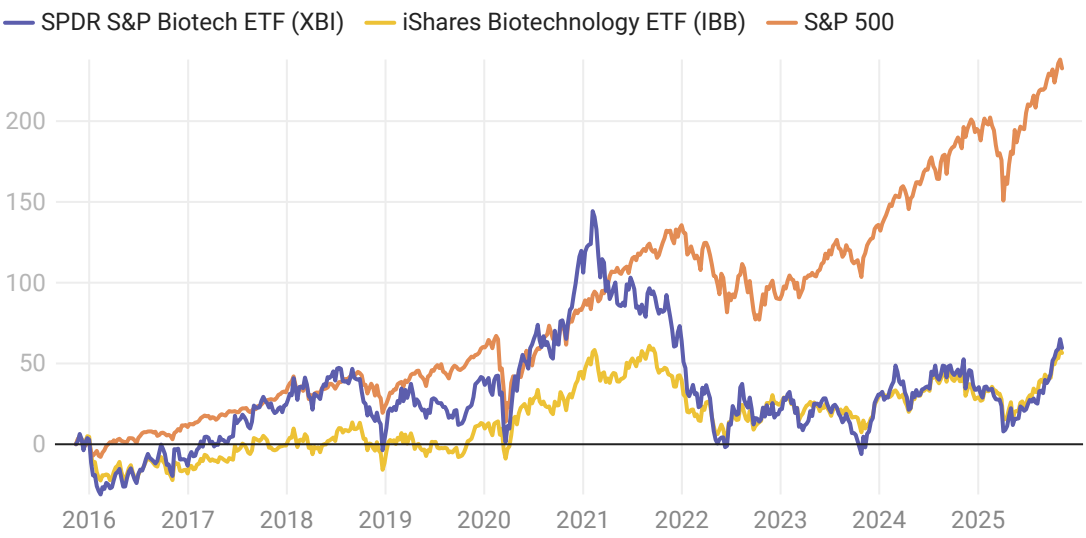
Grafik: themarket.ch – Quelle: Leerink Partners



6) SPDR S&P Biotech ETF (XBI)

Kursentwicklung in den letzten zehn Jahren, in %

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



generell entschärfen. Dies, zumal das Thema politisch heikel für die Republikaner ist. Eine Entspannung wäre für Amazon vorteilhaft.

Derweil legt das Management um CEO Jassy weiterhin einen starken Fokus auf Effizienz und Kostenkontrolle. Die Aussichten stehen gut, dass Amazon die Ertragskraft auch in den kommenden Quartalen verbessern kann. Dazu gehört der Stellenabbau, den die Konzernleitung Ende Oktober angekündigt hat.

Entscheidend auf mittlere bis lange Sicht ist die attraktive Bewertung. Auf Basis der Analystenschätzungen für die nächsten zwölf Monate zahlen Investoren das 14-Fache des Betriebsgewinns vor Abschreibungen und Amortisationen (Ebitda, vgl. Grafik 4). Amazon ist damit nicht nur im historischen Vergleich günstig, sondern auch gemessen am Gesamtmarkt und an anderen grossen Technologiekonzernen wie Microsoft (EV/Ebitda: 18,4), Alphabet (16,5) und Apple (26,8).

3. Comeback von Biotech-Aktien

Es hat eine Weile gedauert, doch inzwischen hat sich auch der Biotech-Sektor belebt. Der SPDR S&P Biotech ETF (XBI), die wichtigste Benchmark für die Performance kleiner und mittelgrosser Unternehmen, ist im August aus seiner Lethargie erwacht und verspürt

Auftrieb. Seit Januar resultiert ein Plus von rund 22%, was den US-Leitindex S&P 500 übertrifft und den Large Caps aus dem Nasdaq 100 ebenbürtig ist.

Die Rally dürfte wesentlich mit den rückläufigen Zinsen zu tun haben. Biotech-Firmen im Feld der Small und der Mid Caps investieren praktisch alles Geld in die Forschung, weshalb der Gewinn selbst unter optimalen Umständen erst Jahre später anfällt. Biotech-Werte sind daher «Long-Duration-Anlagen», die besonders empfindlich auf Veränderungen der Zinsen reagieren. Für den Sektor spricht zudem, dass die Risikofreude bei tieferen Zinsen in der Regel steigt.

Die enge Korrelation zwischen Biotech-Aktien und Zinsen lässt sich anhand von Daten belegen. Eine Untersuchung der Research-Boutique Ned Davis zum Effekt von Zinssenkungen ergibt, «dass die Branchen mit der besten Performance tendenziell einen defensiven Charakter haben, wobei fünf der Spitzenreiter aus den Sektoren Versorger, Basiskonsumgüter und Gesundheitswesen stammen». Aus dem Gesundheitssektor sind das die Branchen Biotech und Medtech.

Ein Richtungswechsel zu einer milderen Geldpolitik hat sich denn auch schon oft als Initialzündung für Biotech-Aktien erwiesen.

Beispiele sind der Schwenker von Fed-Chef Jerome Powell Ende 2018, die drastischen Zinssenkungen im März 2020 beim Ausbruch der Pandemie, die Spekulationen auf ein Ende des Zinserhöhungszyklus Mitte 2022 und die ersten Zinssenkungen im Herbst 2024. Das gleiche Muster lässt sich bei der jetzigen Lockerung der Geldpolitik beobachten, wobei bereits nach den Turbulenzen im April eine gewisse Erholung eingesetzt hatte.

«In Biotech-Aktien steckt noch viel Aufholpotenzial»

Die Finanzmärkte rechnen damit, dass die US-Notenbank den Leitzins weiter senken wird. Gemäss Daten der Futures-Börse CME gehen Terminhändler von einer Reduktion auf 3 bis 3,25% bis Ende nächstes Jahr aus, was drei zusätzliche Zinssenkungen von jeweils 25 Basispunkten impliziert. Es ist gut möglich, dass es mehr werden. Besonders wichtig wird in diesem Zusammenhang, wer die Nachfolge von Fed-Chef Powell antritt. Laut dem Weissen Haus soll der Entscheid bis Ende Dezember bekanntgegeben werden. Die Wahrscheinlichkeit ist gross, dass die Notenbank unter der neuen Führung eine lockere Geldpolitik betreibt (vgl. Seiten 14 und 15).

Ein Teil davon ist mittlerweile in den Kursen eingepreist. Doch das ist nicht der einzige Faktor, der für Biotech-Aktien spricht. Zuversichtlich stimmen auch die hohe Innovationskraft der Branche und das regulatorische Umfeld. Die Haltung der US-Regierung kann zwar nicht unbedingt als wissenschaftsfreundlich bezeichnet werden, grössere Eingriffe bei den Medikamentenpreisen sind jedoch nicht zu erwarten. Auch die angeordneten Zölle dürften weit weniger drastisch ausfallen als befürchtet, wie sich Anfang Oktober herausgestellt hat.

Positiv ist ebenso, dass sich die Voraussetzungen für Übernahmen und Fusionen seit dem Regierungswechsel in Washington massgeblich verbessert haben. Das dürfte zu einer positiveren Haltung von Investoren gegenüber Aktien aus dem Biotech-Sektor beitragen. Beispiele für eine zunehmende M&A-Aktivität sind die unlängst angekündigte Übernahme von Avidity Biosciences durch den Basler Pharmariesen Novartis für 12 Mrd.\$ sowie der Bieterkampf zwischen Pfizer und Novo Nordisk um Metsera, eine Firma mit Fokus auf Abnehmpräparate.

Weitere Transaktionen werden folgen. Die Pharmabranche ist mehr denn je auf Akquisitionen angewiesen, um Medikamente mit auslaufendem Patentschutz durch neue Wirkstoffe mit exklusivem Verkaufsrecht zu ersetzen. Während der ersten Präsidentschaft von Donald Trump hat sich der Markt für Übernahmen im zweiten und im dritten Jahr seiner Amtszeit aufgeheizt (vgl. Grafik 5). Eine ähnliche Entwicklung in den kommenden Jahren würde nicht überraschen.

Für Investoren eröffnen sich dadurch erbauliche Perspektiven. Trotz der jüngsten Rally steckt in Biotech-Aktien noch viel Aufholpotenzial (vgl. Grafik 6). Eine Möglichkeit, auf den Sektor zu setzen, bieten Instrumente wie der SPDR S&P Biotech ETF oder der iShares Biotechnology ETF (IBB). Eine Überlegung wert sind auch spezialisierte Anlagegesellschaften wie HBM Healthcare Investments oder BB Biotech an der Schweizer Börse.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

go.themarket.ch/t39



ANALYSE

Absicherungen gegen die Geldentwertung

An den Finanzmärkten kursiert das Schlagwort Debasement Trade. Es bezieht sich auf die Furcht, dass Staaten ihre Schulden durch Geldentwertung wegschmelzen lassen. Gold gilt als klassische Absicherung – doch immer öfter wird auch Bitcoin als Schutz genannt. **Von Henning Hölder**

Im dritten Jahrhundert nach Christus verlor das Römische Reich nicht nur an politischer Stabilität, sondern auch an monetärer Glaubwürdigkeit. Der Denar, damals das weithin akzeptierte Zahlungsmittel und einst fast aus reinem Silber, wurde immer mehr mit Kupfer gestreckt. Im Jahr 270 bestand eine Denar-Münze zu nur noch 5% aus Silber. In der Antike und im Mittelalter war es ein gängiges Mittel, den Feingehalt von Münzen zu senken, um mehr Geld in Umlauf zu bringen, ohne dafür zusätzlich teures Metall fördern oder erwerben zu müssen. Vor allem der römische Kaiser Caracalla (188–217 n. Chr.) bediente sich dieser Massnahme, um sein Heer zu finanzieren. Das Problem: Die zunehmende Anzahl Münzen verwässerte ihren Realwert – mit der Folge, dass die Inflation stieg und die Kaufkraft sank (vgl. Grafik 1).

«Das Vertrauen ins Papiergeldsystem schwindet zusehends»

Mit dem Begriff Debasement beschreiben Historiker die Praxis, die im zweiten Jahrhundert mit dem Beimischen unedler Metalle (Base Metals) anstelle von Edelmetallen (Precious Metals) begann. Heute sorgt Debasement wieder für Gesprächsstoff in der Finanzbranche. Diesmal geht es allerdings nicht um römische Münzen, sondern darum, dass das Vertrauen in das Papiergeldsystem zusehends schwindet. Dabei hat Geld keinen inneren Wert mehr wie früher, als es durch eine bestimmte Menge Gold oder auch Silber gedeckt war, sondern stützt sich auf die Garantie von Staat und Zentralbank.

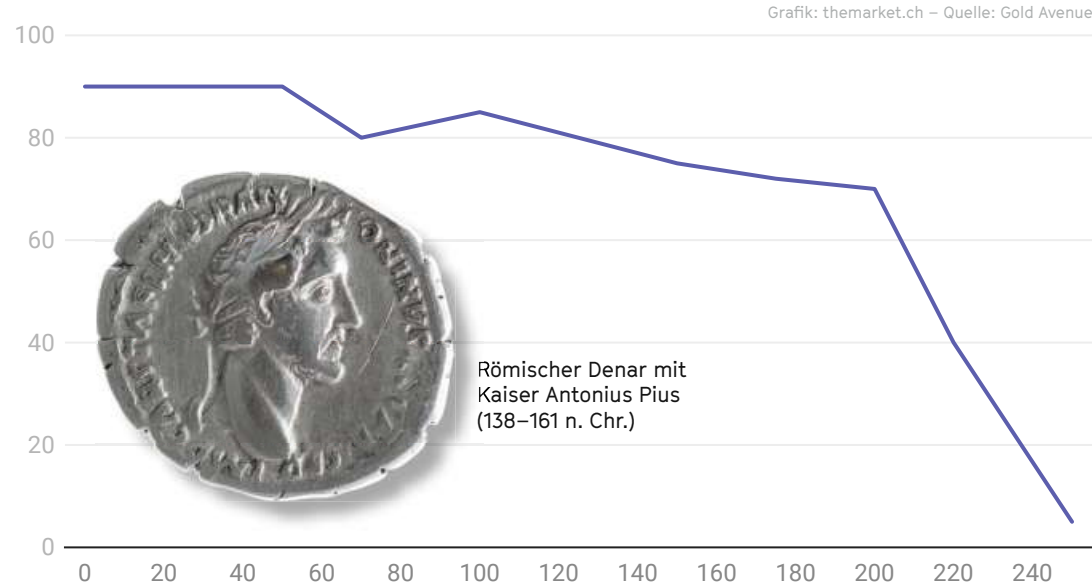
Ausufernde Staatsschulden

Treiber dieser Sorgen sind die hohen Schulden vieler Staaten, die durch rasant wachsende Haushaltsdefizite weiter zunehmen (vgl. Grafik 2). Das Problem ist zwar alles andere als neu, doch es rückt verstärkt in das Bewusstsein der Öffentlichkeit. Unter dem Schlagwort Debasement Trade kehren Finanzgrössen wie Ray Dalio und viele andere Investoren Staatsanleihen und den dazugehörigen Währungen den Rücken aus Sorge, ihr Wert könnte mit der Zeit erodieren. Profiteure sind alternative Anlagen wie Gold, das im Verlauf des Jahres eine bemerkenswerte Rally hingelegt hat. Aber auch Bitcoin wird immer öfter als Schutz vor dem Schwinden des Vertrauens ins Geldsystem genannt.

Zusätzlich angeheizt wird die Debatte durch die wachsende Sorge, dass auch wichtige Zentralbanken stärker unter politischen Druck geraten könnten, die Zinsen künstlich niedrig zu halten. In den USA lässt sich das unter Präsident Donald Trump derzeit geradezu exemplarisch beobachten. Die Absicht dahinter ist, dass sich die Staatsschuldenlast leichter tragen lässt, allerdings auf Kosten einer dauerhaft lockeren Geldpolitik und des Risikos einer höheren Inflation. Der Debasement Trade erhält nicht zufällig gerade jetzt neue Aufmerksamkeit. So gerieten der Yen und japanische Staatsanleihen unter Druck, als Sanae Takaichi ihrem Ziel, Premierministerin zu werden, deutlich näherkam. Heute ist sie die erste Regierungschefin Japans – und so wachsen die Erwartungen steigender Staatsschulden und einer anhaltend lockeren Geldpolitik. Auch anderswo sorgt die Fiskalpolitik für Unruhe: In Frankreich belastet ein Streit

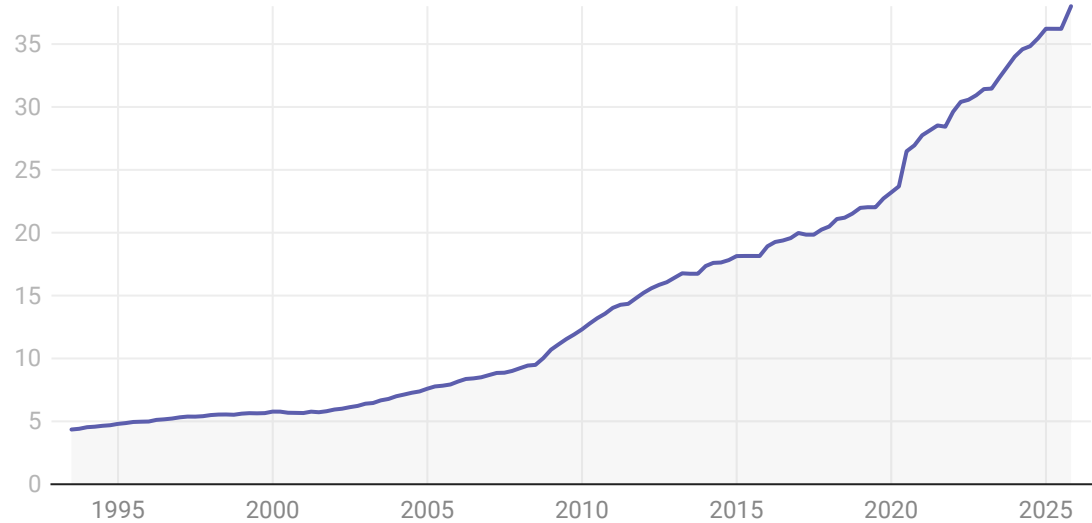
1) Der Silbergehalt des Denars wurde schrittweise reduziert

Silbergehalt des Denars vom ersten bis zum dritten Jahrhundert nach Christus, in %



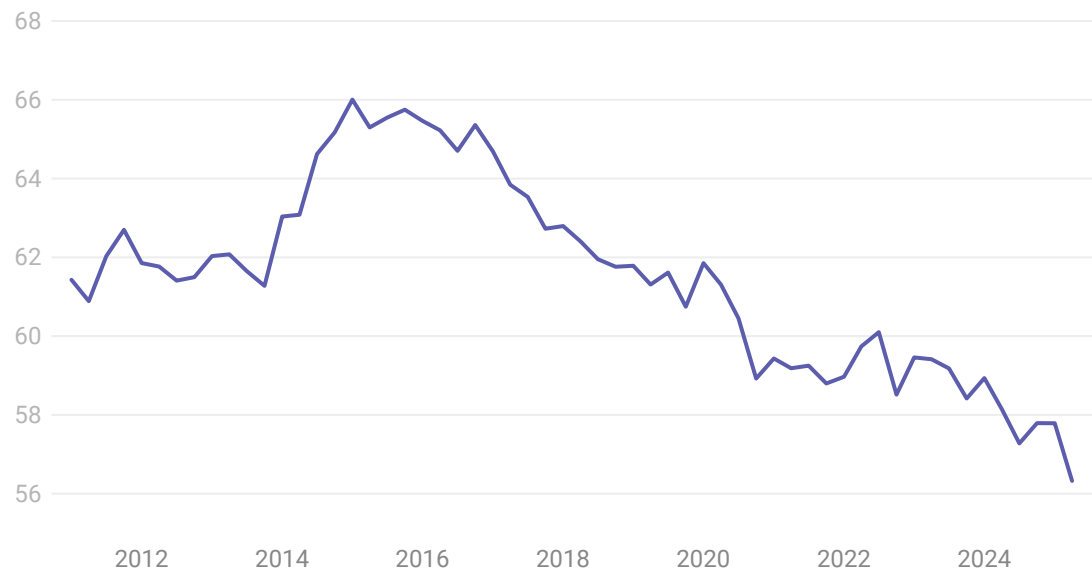
2) US-Schulden steigen ungebremst

Gesamtverschuldung der USA, in Bio. \$



3) Dollar: Bedeutung als Reservewährung nimmt ab

Anteil des Dollars an den weltweiten Währungsreserven, in %



über die Staatsfinanzen den Euro, in Grossbritannien ein geplantes Haushaltsbudget den Gilt-Markt.

Geopolitik befeuert Gold

Hinzu kommt: Seit dem Angriff Russlands auf die Ukraine im Frühjahr 2022 und dem Einfrieren russischer Devisenreserven ist die geopolitische Unsicherheit dauerhaft gestiegen. Immer mehr Staaten fürchten um ihre Währungsreserven und wenden sich vom Dollar ab. Das zeigt der sinkende Anteil des Greenbacks an den weltweiten Devisenreserven: Gemäss dem Internationalen Währungsfonds fiel er im zweiten Quartal dieses Jahres auf ein neues Tief von 56% (vgl. Grafik 3).

Stattdessen setzen Zentralbanken zunehmend auf Gold – eine Entwicklung, die bereits nach der Finanzkrise einsetzte, sich aber seit Mitte 2022 deutlich verstärkt hat.

Zuletzt hat Gold sogar den Euro als zweitgrösste Reservewährung abgelöst. Die angespannte geopolitische Lage hat die Goldnachfrage aber vor allem in Entwicklungsländern steigen lassen. Doch positionieren sich Investoren damit tatsächlich für eine Erosion des Geldsystems? Für Mark Valek von der liechtensteinischen Investment-Boutique Incrementum ist der Debasement Trade bloss ein Modewort. «Grundsätzlich befinden wir uns seit dem Ende des Goldstandards 1971 in einem inflationären Geldsystem, in dem man

In Kürze:

- Die grossen Industrieländer strapazieren ihre Finanzen
- Die Gefahr von Inflation und Kaufkraftverlust wächst
- Investoren können sich mit Gold und Bitcoin absichern

sich kontinuierlich vor einem Kaufkraftverlust schützen muss», sagt der Fondsmanager. Daher sei faktisch jede Anlage ein Schutz. Der Debasement Trade ist also kein neues Phänomen. Neu sei jedoch, dass das Bewusstsein für die nicht nachhaltige Staatsverschuldung vieler Länder in den letzten beiden Jahren stärker in den Mainstream und zu institutionellen Investoren durchgedrungen sei. «Der Anstieg des Goldpreises – und auch des Bitcoin-Werts – ist ein Ausdruck dieses neuen Bewusstseins», sagt Valek.

Dass sich die Märkte tatsächlich gegen einen schleichenden Verfall des Fiat-Geldsystems positionieren, lässt sich am Bondmarkt derzeit allerdings noch kaum ablesen. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen ist seit dem Hoch von 4,8% im Frühjahr auf rund 4% gesunken, bei den dreissigjährigen Anleihen fiel sie von 5 auf 4,5%. Auch die Realrendite war nach dem starken Anstieg von 2022 zuletzt leicht rückläufig.

«Wenn das Angebot an US-Treasuries weiter steigt, droht irgendwann ein Käufermangel»

Der jüngste Rückgang der Renditen hängt freilich mit den erwarteten Zinssenkungen der US-Notenbank (Fed) zusammen. Doch auch die langfristigen Inflationserwartungen deuten derzeit nicht wirklich auf ausgeprägte Abwertungssorgen hin. So hat sich die Fünfjahres-Breakeven-Rate in fünf Jahren – sie spiegelt die durchschnittlich erwartete Inflationsrate über fünf Jahre in fünf Jahren – kaum verändert und liegt nahe am Fed-Ziel von 2% (vgl. Grafik 4). Will heissen: Der Goldpreisanstieg dürfte primär von Zentralbankkäufen und geopolitischen Unsicherheiten getrieben sein, während der Inflationsschutz derzeit eine sekundäre Rolle spielt.

Japan als warnendes Beispiel

Auch wenn sich der Bondmarkt zuletzt etwas entspannt hat, warnt Valek vor einem mittelfristigen Problem. «Die USA haben einen enormen Finanzierungsbedarf, und ein hohes Volumen an kurzfristigen Schulden muss bald refinanziert werden», sagt er. «Wenn das Angebot an US-Treasuries weiter steigt, droht irgendwann ein Käufermangel.» Japan sei in diesem Zusammenhang ein warnendes Beispiel: «Dort hielt die Notenbank die Zinsen über Jahre mit massiven Anleihenkäufen künstlich niedrig. Als die Inflation in den vergangenen Jahren anzog, war diese Politik nicht mehr ohne Weiteres fortzusetzen – die Kontrolle über das lange Ende der Zinskurve geriet unter Druck.»

Nach der Ansicht von Valek ist es nur eine Frage der Zeit, bis auch die USA gezwungen sein könnten, das lange Ende der Zinskurve über eine Zinskurvenkontrolle zu unterdrücken. Die jüngste Entscheidung des Offenmarktausschusses des Fed, den Abbau der Bilanz zu stoppen, könne demnach bereits als Vorbote einer Rückkehr zu Anleihenkäufen interpretiert werden. Wie gravierend das befürchtete Debasement ausfällt, bleibt abzuwarten. Klar ist hingegen: Die Schulden vieler Länder sind besorgniserregend. Und die Politik der finanziellen Repression – eine die Zinsen leicht übersteigende Inflation, um Staatsschulden tragbar zu halten – ist ein Risiko, mit dem sich Investoren auseinandersetzen müssen.

«Kann Bitcoin wie Gold als sicherer Hafen dienen?»

Neben Gold rückt auch Bitcoin stärker in den Fokus von Investoren, die nach Möglichkeiten suchen, um sich gegen einen schleichen Verlust der Kaufkraft zu schützen. Doch kann Bitcoin wie Gold als sicherer Hafen dienen? In einer Studie von Ende September prognostiziert das Research-Team der Deutschen Bank, dass Bitcoin bis 2030 neben Gold auf den Bilanzen vieler Zentralbanken auftauchen wird – und führt als Begründung unter anderem die Parallelen zwischen der Kryptowährung und Gold an.

Potenzieller Wertspeicher

Tatsächlich sind einige Gemeinsamkeiten offensichtlich: Bei beiden Assets ist das Angebot begrenzt. Der Programmcode von Bitcoin sieht vor, dass bis zum Jahr 2140 maximal 21

4) Langfristige Inflationserwartungen bleiben stabil

Langfristige Inflationserwartungen für die USA, in %



Die Grafik zeigt die Entwicklung der 5Y/5Y Forward Inflation Rate für die USA, also der erwarteten Inflationsrate über fünf Jahre, beginnend in fünf Jahren. Dieser Wert dient als marktbasierter Indikator für die langfristigen Inflationserwartungen.

Mio. Coins geschürft werden können. Diese disinflationäre Eigenschaft macht die Kryptowährung potenziell zu einem langfristigen Wertspeicher ausserhalb des Systems von Fiat-Währungen. Und dies sogar noch stärker als Gold, dessen Menge jährlich im Schnitt um 1,5% wächst. Bitcoin entzieht sich, ähnlich wie Gold, dem Einfluss von Regierungen. Das ist ein wesentlicher Grund dafür, warum die Kryptowährung für Investoren und zunehmend auch für Zentralbanken als Diversifikationsinstrument interessant werden könnte. Vor dem Hintergrund eines schwächeren Dollars und wachsender Zweifel an seinem Status als Leitwährung wird vielerorts diskutiert, ob Notenbanken ihre Reserven breiter aufstellen sollten.

In Sachen Volatilität verlangt Bitcoin Anlegern allerdings noch immer einiges ab, auch wenn die Schwankungen in den vergangenen Jahren zurückgegangen sind. Die annualisier-

te 30-Tage-Volatilität Bitcoins – sie basiert auf den täglichen Preisschwankungen der letzten dreissig Tage, hochgerechnet auf ein Jahr – lag im laufenden Jahr lange Zeit unter 30%, bevor sie Mitte Oktober durch eine beispiellose Liquidationswelle an den Kryptobörsen auf 40% kletterte. Für die abnehmenden Schwankungen des Bitcoin-Kurses sind mehrere Faktoren verantwortlich: die steigende Marktkapitalisierung, und die wachsende Liquidität durch immer mehr Plattformen, die den Handel von Bitcoin anbieten. Hinzu kommt das zunehmende Engagement grosser Investoren wie BlackRock, die verstärkt mit Fonds und ETF im Kryptomarkt aktiv sind.

Bitcoin hat Platz im Portfolio

Nach Ansicht von Incrementum-Fondsmanager Valek wird die Volatilität Bitcoins aber immer höher sein als die von Gold. «Gold verfügt über eine – wenn auch geringe – indust-

rielle Nachfrage und hat in vielen Regionen der Welt eine kulturelle Verankerung, die Bitcoin fehlt.» Falle der Goldpreis deutlich, steige etwa in Indien die Schmucknachfrage, ebenso nehme die industrielle Nachfrage tendenziell zu. «Das sind stabilisierende Faktoren», sagt Valek. Dennoch ist er überzeugt, dass neben Gold auch Bitcoin einen festen Platz im Portfolio verdient. «Bitcoin ist dank seines Algorithmus noch besser als Gold gegen eine Verwässerung geschützt. Zudem hat die Kryptowährung erstmals ermöglicht, Werte direkt über das Internet zu übertragen, das ist bahnbrechend.» Für die Analysten der Deutschen Bank wiederholt sich die Geschichte: Auch Gold sei einst von Skepsis, Misstrauen und Spekulation geprägt gewesen und habe Phasen hoher Volatilität durchlaufen. Entsprechend zeigen sie sich optimistisch, dass sich auch Bitcoin als anerkannte Anlage durchsetzen wird.

Dieser Schlussfolgerung schliesst sich The Market an. Wie Gold kann Bitcoin als Absicherung gegen die Entwertungspolitik dienen. Während Gold mit seiner jahrtausendealten Geschichte für Stabilität steht, bietet Bitcoin als junges, innovatives Asset langfristig zusätzliches Renditepotenzial. Durch den Einstieg von Wallstreet und grossen Fonds in Bitcoin haben sich zudem die regulatorischen Risiken, die Investoren lange Zeit beschäftigt haben, deutlich verringert. Die Chancen stehen gut, dass sich die Kryptowährung zunehmend von einem rein spekulativen Investment hin zu einem anerkannten, zentralen Baustein der globalen Finanzwelt entwickelt.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/t311



Werbung

 **PostFinance**

Wie soll das gehen –
finanziell entspannt
das Alter geniessen?
Wir zeigen, wie
Pensionierung geht.

Jetzt kostenlose
Beratung
vereinbaren

postfinance.ch/pensionierungsberatung



ANALYSE

Japans Aktienhausse kann weitergehen

Die Chancen stehen gut, dass der Höhenflug der japanischen Börse unter der neuen Premierministerin weitergeht. The Market stellt fünf Titel vor, die profitieren könnten. **Von Peter Rohner**

Mit Sanae Takaichi steht in Japan zum ersten Mal eine Frau an der politischen Spitze. Die Hardlinerin der Liberaldemokratischen Partei (LDP) bildet mit der rechtskonservativen Japan Innovation Party (Ishin) eine Minderheitsregierung. An der Börse in Tokio kommt das gut an. Die Kurse steigen, seit sie Anfang Oktober an die Parteispitze der LDP gewählt wurde, und erst recht, seit sie als neue Premierministerin feststeht. Denn sie gilt als Protégée des – 2022 ermordeten – Ex-Premiers Shinzo Abe, der mit seiner als Abenomics bekannten Wirtschaftspolitik zwischen 2012 und 2020 das Land aus einer jahrzehntelangen Stagnation und Deflation riss. Im Jahresvergleich hat der japanische Topix den US-Leitindex S&P 500 abgehängt (vgl. Grafik 1).

Ganz im Stil von Abe hat Takaichi sogleich ein Fiskalpaket zur Abfederung der negativen Folgen der Inflation angekündigt. Die Rüstungsausgaben sollen hochgefahren und die unbeliebte Treibstoffsteuer abgeschafft werden. Was die Geldpolitik anbelangt, präsentiert sich die Ausgangslage jedoch anders als unter Abes zweiter Amtszeit. Damals halfen Negativzinsen und umfassende Wertpapierkäufe der Bank of Japan (BoJ), den Yen zu schwächen und die Deflation zu überwinden. Das freute die Exportunternehmen und belebte die Börse, die seit dem Platzen der Finanzblase 1990 am Boden lag.

Normalisierung der Geldpolitik

Die geldpolitischen Krücken hat Japan heute nicht mehr nötig. Die Aktienkurse steigen, ganz wie im Rest der industrialisierten Welt, obwohl auch die BoJ als letzte der grossen Zentralbanken die Normalisierung der Geldpolitik eingeleitet hat. Selbst in Japan ist die Teuerung so stark geworden, dass die BoJ im vergangenen Jahr zum ersten Mal seit 2007 die Zinsen erhöhen musste (vgl. Grafik 2).

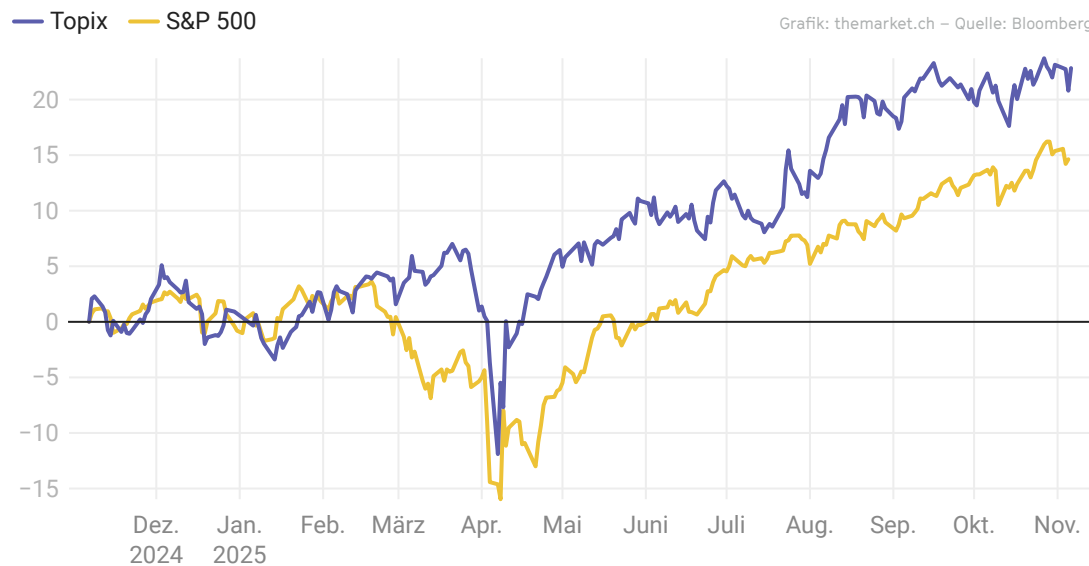
«In Japan wird der Shareholder Value wiederentdeckt»

Während ein zunehmender Anteil der Bevölkerung unter dem für Japan neuen Phänomen des Kaufkraftverlusts leidet, profitieren die Unternehmen vom hohen nominellen Wirtschaftswachstum. Längst ist Japan auch für ausländische Aktienanleger wieder «investierbar» geworden. Im laufenden Jahr sind dem japanischen Aktienmarkt trotz der Verkäufe rund um den Zollschock im April netto umgerechnet rund 35 Mrd. \$ zugeflossen (vgl. Grafik 3). Das hat aber nicht nur mit den besseren makroökonomischen Rahmenbedingungen zu tun, sondern auch mit Japans Bestrebungen, die Unternehmenskultur aktionärsfreundlicher zu machen. Die Corporate Governance soll verbessert und Kreuzbeteiligungen müssen öffentlich gemacht werden. Das Kapital soll effizienter eingesetzt werden. Traditionell schlummern in den Bilanzen der japanischen Unternehmen enorme Cashbestände, und Schulden sind tabu.

Die Bemühungen zeigen Wirkung: Davon zeugen die Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe, die ein Rekordniveau erreicht haben. Die Neuausrichtung auf den Shareholder Value sei es, was Japan wie auch Korea für Aktienanleger so interessant mache, sagt Stefan Rehder von Value Intelligence Advisors. In seinem globalen Aktienfonds erreichen die beiden Länder mittlerweile einen Anteil von 33%. Auch Hendrik Leber, Grün-

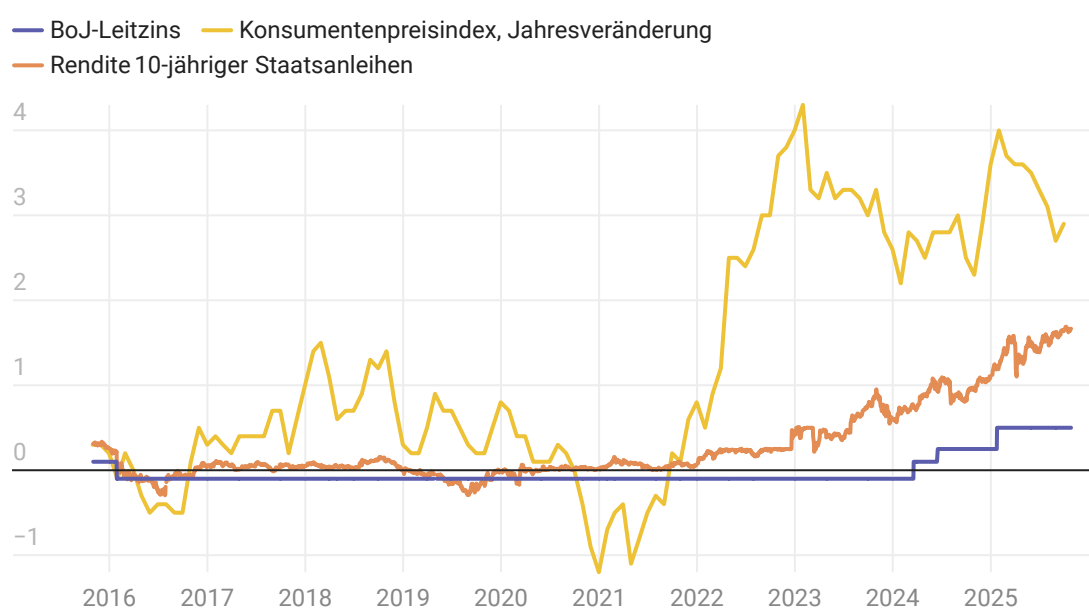
1) Tokio schlägt New York

Kursentwicklung im letzten Jahr (in Dollar gerechnet), in %



2) Auch in Japan sind Inflation und Zinsen gestiegen

Entwicklung in den letzten zehn Jahren, in %



der der Fondsgesellschaft Acatis, stellt bei seinen Besuchen bei japanischen Firmen einen Mentalitätswandel fest. «Ging es früher oft vor allem um Perfektion und Marktführerschaft, wird heute auch über Rentabilität und Kapitalallokation gesprochen», sagt Leber.

Eine aktionärsfreundlichere Unternehmenspolitik, hohes Nominalwachstum und ein weiterer Fiskalstimulus im Köcher: Die Rahmenbedingungen für eine Fortsetzung der japanischen Aktienhausse sind gegeben. Es besteht ausserdem die Chance, dass nun auch der Yen endlich etwas stärker wird. Dies könnte eintreten, wenn institutionelle und private Investoren in Japan beginnen, wegen der höheren Zinsen und der guten Börsenstimmung einen grösseren Teil ihres Anlagekapitals in die Heimat zurückzuführen.

Günstiger als Europa und USA

Das grösste Risiko ist nicht mehr ein Rückfall in die Deflation, sondern dass die Kombination aus fiskalischem Impuls und bereits starkem Preisauftrieb die Anleiheinzinsen übermässig in die Höhe treibt. Die BoJ könnte gezwungen sein, das Anleihenkaufprogramm, das momentan zurückgefahren wird, wieder aufzustocken – in Zeiten von erhöhter Inflation ein Hochseilakt. Die Entwicklung der langfristigen Bondzinsen gilt es deshalb im Auge zu behalten.

Solange es aber an dieser Front einigermaßen ruhig bleibt, gehören japanische Aktien in ein global ausgerichtetes Portfolio. Denn die Bewertungen sind trotz jahrelanger Kurshausse noch nicht überzogen, weil auch die Gewinne der Unternehmen mitwachsen. Vor-

allem im internationalen Vergleich ist Japan, gemessen am Topix, immer noch günstig bewertet mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 15,6 und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,6.

Den einfachsten diversifizierten Zugang zum japanischen Markt bieten kotierte, passive Indexfonds (ETF). Sie sind in zahlreichen Varianten und von unterschiedlichen Anbietern verfügbar. Da die japanische Aktienhausse lange Zeit eng mit der Schwächung des Yens einherging, haben die meisten Anbieter auch eine sogenannte Hedged-Variante im Angebot, abgesichert in Franken oder Euro. Eine solche Absicherung hat sich in den vergangenen Jahren gelohnt: Seit Beginn von Shinzo Abes zweiter Amtszeit 2012 hat der Yen zum Euro die Hälfte des Wertes verloren, zum Franken noch mehr. Jetzt, da eine Abwertungspolitik nicht mehr im Vordergrund steht, drängt sich eine Yenabsicherung aber nicht mehr gleichermassen auf.

Als Alternative zu einem ETF bietet sich ein Korb verschiedener Aktien an. Darin sollten Grosse und Kleinere vertreten sein, solche mit viel Momentum und solche mit anderen Qualitäten. The Market hat aus einem Dickicht von 2200 Aktien – so viele Titel sind im Topix enthalten – fünf Namen identifiziert, die aus unterschiedlichen Gründen positiv hervorstechen.

Itochu: auf Buffetts Spuren

Bei japanischen Large Caps mit stabilem Wachstum führt an Itochu, Marubeni, Mitsubishi, Mitsui and Sumitomo fast kein Weg vorbei. Das sind die grossen Handelshäuser,

In Kürze:

- Neue Premierministerin folgt Spuren von Shinzo Abe
- Bank of Japan normalisiert die Geldpolitik
- Börse Tokio bietet viele attraktive Einzeltitel

an denen Warren Buffetts Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway seit rund fünf Jahren beteiligt ist. Als Buffett einstieg, waren die Handelshäuser kaum auf dem Radar international agierender Investoren, und die Aktien waren mit KGV von unter 10 sehr tief bewertet. Heute sind sie nicht mehr ganz so billig, aber abschreckend hoch sind die Bewertungen auch nicht.

Vor allem Itochu hat es The Market angetan, nicht wegen des stadtzürcherisch anmutenden Ticker-Symbols 8001, sondern wegen der Konstanz. Der diversifizierte Konzern steigert Umsatz und Gewinn kontinuierlich. Ausser im Covid-Jahr 2020 hat Itochu in den vergangenen zehn Jahren die Dividenden Jahr für Jahr erhöht. Das KGV auf Basis der Gewinn-schätzungen für 2026 liegt bei knapp 14. Das ist für so eine Gewinnmaschine akzeptabel.

As One: eine lokale Value-Perle

Einen ebenso beeindruckenden Track Record weist As One auf. Gewinn und Umsatz wachsen seit Jahren. Im Vergleich zu den Trading-Häusern ist der Distributeur von Medizinalprodukten jedoch ein Zwerg (umgerechnet ca. 1 Mrd. Fr. Marktkapitalisierung) und im Ausland kaum bekannt. Doch das muss nichts heissen: «As One ist zwar ein Small Cap, verfügt aber in ihrer lokalen Nische über eine marktbeherrschende Stellung», sagt Fondsmanager Rehder. As One ist ein klassischer lokaler Dienstleister. Sie beliefert Forschungseinrichtungen und Spitäler mit allen möglichen medizinischen Produkten, von Instrumenten bis zu Gummihandschuhen. 95% des Sortiments werden innerhalb 24 Stunden geliefert. Das Unternehmen profitiert von der steigenden Nachfrage im Gesundheitssektor, leidet aber nicht unter dem allgemeinen Spar-druck. Denn seine effizienten Systeme helfen, Kosten zu sparen. Mit modernster Technik wird die Lagerhaltung der Kunden überwacht. As One weiss dadurch genau, was gebraucht wird. Und für die Endabnehmer sinken die Lagerkosten.

Mit eigenen E-Commerce-Plattformen hat sich As One eine dominante Marktstellung aufgebaut – das Unternehmen ist siebenmal grösser als der nächste Konkurrent. Nach einer längeren Investitionsphase beginnt nun die Erntezeit. Seit 2022 werden Aktien zurückgekauft und die Dividenden erhöht. Trotz des beachtlichen Leistungsausweises und der starken Positionierung sind die Aktien nicht teuer. Im Gegenteil: Das Verhältnis von Unternehmenswert (Enterprise Value, EV) zum Gewinn vor Zinsen und Steuern (Ebit) ist in den vergangenen Jahren von über 20 auf nahe 10 gefallen.

Nintendo: switched on

Wer mit Videogame-Konsolen aufgewachsen ist oder Kinder hat, dem ist Nintendo ein Begriff. Dass es sich dabei auch um ein interessantes Aktieninvestment handelt, dürfte weniger gut bekannt sein. Vor allem wenn ein

Gewinneinbruch Schlagzeilen macht. Genau das ist dieses Jahr passiert. Obwohl die Verkaufszahlen der neuen Konsole Switch 2 durch die Decke gehen, ist die Bruttogewinnmarge von über 60 auf 32,2% eingebrochen. Gründe sind gestiegene Produktionskosten und die US-Zölle. Der Aktienkurs hat einen Rückschlag erlitten, aber das könnte eine Kaufchance sein. Der Schock ist verdaut, und nun könnten wieder die wahren Qualitäten in den Vordergrund rücken. Und diese haben nicht nur, aber auch mit der Switch 2 zu tun.

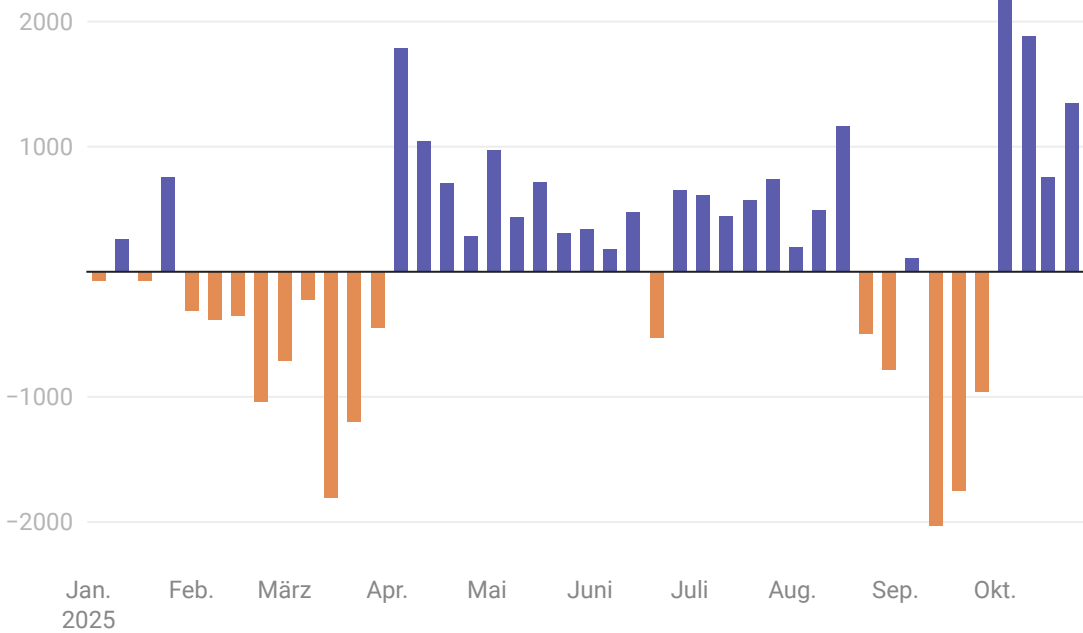
«Mit der Switch 2 hat Nintendo den Boom-Bust-Zyklus durchbrochen», sagt Florian Jauch von der Zürcher Fondsboutique Arvy. Er meint damit, dass früher nach jedem Erfolg mit einer neuen Konsole die nächste Generation ein Flop wurde. Immer wollte Nintendo radikale Verbesserungen und scheiterte damit oft. Mit der Switch 2 wollte Nintendo nicht mehr das Rad neu erfinden, sondern hat die alten Stärken ausgebaut und sich vom traditionellen Hardwarezyklus gelöst. Zusätzlich bringt der Konzern neue Aspekte ins Angebot wie die Kommunikationsfunktion «Gamechat» sowie Abos für Online-Dienste, um Umsatz und Marge zu steigern.

Nintendo entwickelt nicht nur Spiele und Konsolen, sondern öffnet jetzt auch die «Schatztruhe des geistigen Eigentums», sagt Jauch. Mit dem Streifen «Super Mario Bros» hat es Nintendo unter die zwanzig erfolgreichsten Filme geschafft. «Dieser Erfolg spornt das Management an, mehr Risiken einzugehen.» Wie alle japanischen Firmen agierte Nintendo in der Vergangenheit stets sehr konservativ – aus Aktionärssicht oft zu konservativ –, erklärt Jauch. Dem kann Hendrik Leber nur zustimmen. Auch in den Acatis-Fonds ist Nintendo prominent vertreten. Leber überzeugt bei Nintendo aber vor allem die Stetigkeit der Markenführung über Jahrzehnte. «Legt man die Super-Mario-Figuren Jahr-

3) Internationale Investoren kaufen japanische Aktien

Japanische Aktien: Nettokäufe und -verkäufe internationaler Investoren, in Mrd. Yen pro Woche

Grafik: themarket.ch – Quelle: Japanisches Finanzministerium



zehnt für Jahrzehnt nebeneinander, sieht man eine Produktführung, wie sie aus dem Disney-Konzern kommen könnte», sagt Leber.

Hoya: die japanische Carl Zeiss

Ein anderer Name, der in Japan-Fonds oft auftaucht, ist Hoya. Die Firma ist eine Art Carl Zeiss Japans, die Glaslinsen herstellt, die in Brillen, Kameras und Endoskopen eingebaut werden. Sie hat aber auch einen Bereich, der die Chip-Produktion versorgt. «Hoya baut stetig im Weltmassstab den Marktanteil weiter aus», sagt Leber. Er schätzt, dass Hoya für die Aktionäre dank der Steigerung des Buchwerts, der Dividenden und der Aktienrückkäufe über die nächsten zehn Jahre eine Gesamtrendite im Bereich von 8 bis 10% pro

Jahr abwerfen wird. Die Titel sind aber kein Geheimtipp mehr. Im Gegenteil, sie sind heiss begehrt – und nicht mehr günstig. Das KGV auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate beträgt gut 30. Der Unternehmenswert beträgt das Zwanzigfache des Ebit-Gewinns. Ein langfristiger Value-Pick ist Hoya daher nicht, aber eine Aktie mit viel Dampf für Kurzentschlossene.

Zwei Aktien mit Momentum

Wenn es um Aktien mit hohem Momentum geht, gibt es noch stärkere Kandidaten. The Market hat dazu alle Aktien des Nikkei 400 auf Momentum, Gewinnwachstum und Bewertung geprüft. Dieser Index enthält nur Unternehmen, die gewisse globale Invest-

mentstandards erfüllen. Neben dem Handelsvolumen werden auch Faktoren wie Eigenkapitalrendite, operativer Gewinn, die Anwendung des internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS sowie die Veröffentlichung von Unternehmenszahlen in englischer Sprache berücksichtigt. Von diesen 400 wurden die kleineren Werte mit einer Marktkapitalisierung unter 300 Mrd. Yen ausgeschlossen. Aussortiert wurden zudem alle Titel, die im Vergleich zum Vorjahr den Gewinn nicht steigern konnten.

Um die Aktien herauszufiltern, die besonders gut gelaufen sind, wurde das Momentum anhand der Kursentwicklung über sechs Monate und der Abweichung von der 200-Tage-Durchschnittslinie gemessen. Unter den so ausgewählten Namen fallen die vielen Industriewerte auf. Am meisten Zug ist in den Titeln von Mitsui Kinzoku drin. Der Konzern, der früher Mitsui Mining & Smelting hiess, produziert Metallprodukte, vor allem für die Autoindustrie. Er hat aber auch eine Abteilung für seltene Erden. Der Streit zwischen China und den USA um seltene Erden, deren Verarbeitung von China dominiert wird, hat die Preise in die Höhe getrieben und den Aktien von Produzenten wie Mitsui Kinzoku Auftrieb gegeben.

Eine Alternative mit ähnlich viel Momentum sind die Aktien von Fujikura. Der mehr als ein Jahrhundert alte Drahthersteller reitet auf der Hype-Welle rund um das Thema künstliche Intelligenz. Seine Lichtwellenleiter kommen in Rechenzentren zum Einsatz.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/t313



PUBLIREPORTAGE

Europa: Die Profiteure der neuen Zeit

Sicherheit, wirtschaftliche Stabilität und Unabhängigkeit – um bei diesen politischen Zielen voranzukommen, ist Europa auf Schlüsselsektoren wie Verteidigung, IT oder Banken angewiesen. Die Aktien aus diesen Wirtschaftszweigen haben sich zuletzt vom breiten Markt abgesetzt.

Am 18. und 19. Dezember 2025 kommt der Europäische Rat in Brüssel zu seiner letzten Sitzung in diesem Jahr zusammen. Noch liegt keine Agenda für das vorweihnachtliche Treffen der EU-Staats- und Regierungschefs vor. Doch an den Kernthemen dürfte sich wenig ändern. In einer von geo- und handelspolitischen Spannungen gezeichneten Welt strebt Europa mehr denn je nach Sicherheit, wirtschaftlicher Stabilität und politischer Unabhängigkeit. Diese Themenfelder haben schon den jüngsten Rat dominiert. Im Oktober 2025 bekräftigten die EU-Spitzenpolitiker einerseits ihre Unterstützung für die Ukraine. Gleichzeitig trieben sie die „Roadmap for Readiness 2030“ voran. Unter dieses Motto stellt Brüssel den massiven Ausbau der Verteidigungsausgaben.

Viel Diskussionsstoff gibt es auch in der Wirtschaftspolitik. Hier versucht die EU, das Ziel der Klimaneutralität unter einen Hut mit dem Streben nach mehr Wettbewerbsfähigkeit zu bringen. Die Präsidentin der Europäischen Kommission, Ursula von der Leyen, verweist in diesem Zusammenhang auf das starke Wachstum der regenerativen Energieträger. Diese Entwicklung ist ihrer Ansicht nach nicht nur gut für das Klima, sondern bietet auch grosse ökonomische Chancen.¹

Breit aufgesetzter Themenindex

Sicherheit, wirtschaftliche Stabilität und Unabhängigkeit – die drei Kernziele der EU-Politik passen gut mit dem Euronext European Strategic Sovereignty Index zusammen. Die Initiatoren dieser Börsenbenchmark haben Schlüsselsektoren identifiziert, welche für die Souveränität des alten Kontinents von zentraler Bedeutung sind:

Historische Preisentwicklung des Solactive Generative Artificial Intelligence NTR Index (USD, 5 Jahre)



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

Quelle: UBS AG, Reuters

Raumfahrt und Verteidigung, Technologische Hardware und Equipment, Banken, Alternative Energie, Edelmetalle und Bergbau. Das Auswahluniversum für den Index bildet der Euronext Europe 500. Aus diesem marktbreiten Börsengradmesser filtern die Verantwortlichen die Top 5-Unternehmen für jeden der fünf genannten Sektoren heraus. Massgeblich für ihre Gewichtung ist die Streubesitz-Marktkapitalisierung – der Anteil einer Aktie ist auf zehn Prozent begrenzt.

Überzeugende Zwischenberichte

Insofern kommt auf ASML Holding bei der nächsten Indexanpassung eine Kappung zu. Der Halbleiterhersteller steuert als aktuelles Schwergewicht

11.9 Prozent bei. Zurückzuführen ist der relative hohe Anteil auf eine starke Kursentwicklung – innert drei Monaten hat sich die ASML-Aktie um mehr als die Hälfte verteuert. Operativ profitiert das Hightech-Unternehmen von einer starken Nachfrage nach EUV-Maschinen, die zur Fertigung von Hochleistungschips für Künstliche Intelligenz (KI) eingesetzt werden.² Überzeugen konnte in der jüngsten Berichtssaison auch Airbus. Der europäische Luft- und Raumfahrtkonzern liess mit seinen Ergebnissen für das dritte Quartal 2025 den Analystenkonsens, dank florierender Geschäfte mit Rüstung und Hubschraubern, hinter sich.³ Entsprechend viel Schubkraft zeigt Airbus an der Börse, der Industrieriese notiert auf Allzeithoch.

Positive Aussichten

Gleiches gilt für den Euronext European Strategic Sovereignty Index. In den ersten zehn Monaten 2025 hat die Strategie eine Wertsteigerung von rund der Hälfte eingefahren. Damit liess sie sowohl den breiten europäischen Aktienmarkt, als auch die haussierende Wall Street hinter sich. Natürlich ist die historische Entwicklung kein Indikator für den künftigen Verlauf. Und doch scheinen die Aussichten für europäische Aktien positiv zu sein. UBS CIO GWM verweist in diesem Zusammenhang auf den politischen Rückenwind, vernünftige Bewertungen und sich verbessernde Gewinnaussichten. Die Experten geben auf dem alten Kontinent Qualitätsunternehmen den Vorzug.⁴ Das Tracker-Zertifikat (Symbol: EUSOVU) auf den Euronext European Strategic Sovereignty NR Index bietet eine einfache und effektive Möglichkeit, sich dieser Expertenmeinung anzuschliessen. Die Verwaltungsgebühr für das auf Schweizer Franken lautende Partizipationsprodukt beträgt 0.50 Prozent jährlich. Dafür erhalten Anleger eine Möglichkeit, diversifiziert in die Top-Unternehmen europäischer Schlüsselsektoren zu investieren.

Bitte beachten Sie, dass kein Kapitalschutz besteht. Zudem muss – wie immer bei Strukturierten Produkten – das Emittentenrisiko berücksichtigt werden.

Quellen:

- Europäische Kommission, Ankündigung vom 24.10.2025
- Reuters, Medienbericht, 15.10.2025
- Reuters, Medienbericht, 29.10.2025
- UBS CIO GWM, UBS House View Briefcase, 27.10.2025



Jérôme Allet

Leiter Public Distribution für Strukturierte Produkte Schweiz, UBS Investment Bank

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

INTERVIEW

«Wir sind genau an dem Punkt, an dem sich die Inflationskurve nach oben beugt»

Jim Bianco, Gründer von Bianco Research, befürchtet, dass die US-Wirtschaft durch Zinssenkungen überstimuliert wird. Zudem äussert er sich zu den Chancen und den Risiken des KI-Booms und sagt, wie man sich im gegenwärtigen Marktumfeld am besten positioniert. **Von Christoph Gisiger**

An den Finanzmärkten beginnt der Endspurt zum Schluss des Jahres. Was 2025 betrifft, können sich Investoren bisher nicht beklagen. Seit den temporären Erschütterungen vom Frühjahr tendieren die Kurse an den Leitbörsen in den USA stetig nach oben. Handelsplätze in Europa, Asien und Lateinamerika verzeichnen sogar noch grössere Gewinne. Auch andere Anlageklassen wie Anleihen und Edelmetalle sind gut gelaufen. Doch wie geht es weiter? Immer erhellend sind in dieser Hinsicht die Einschätzungen von Jim Bianco. Der Gründer des Anlageberaters Bianco Research ist einer der meistbeachteten Marktstrategen in den USA.

«Ungewöhnlich ist vor allem die Marktkonzentration», sagt er zum Geschehen an den US-Börsen. Grund dafür ist die Dominanz von Aktien mit Bezug zu künstlicher Intelligenz. Sie machen inzwischen fast 50% der Kapitalisierung des S&P 500 aus. «So etwas hat es noch nie gegeben», hält Bianco fest. «Wer in den Index investiert, setzt sich einem Konzentrationsrisiko aus, das für breit diversifizierte Anleger historisch beipielllos ist.»

Im Interview äussert sich der Marktbeobachter aus Chicago zu den Chancen und den Risiken des KI-Booms. Auch sagt er, warum die Gefahr eines erneuten Inflationsschubs nicht unterschätzt werden sollte, wer seiner Meinung nach den Chefposten bei der US-Notenbank übernehmen wird und wie Investoren das Portfolio für das kommende Jahr und darüber hinaus ausrichten können.

Herr Bianco, die Märkte haben bisher ein turbulentes, aber auch sehr gutes Jahr erlebt. Auf welche Entwicklungen konzentrieren Sie sich mit Blick nach vorne?

Alles dreht sich derzeit um die US-Zollpolitik. Das ist durchaus ein wichtiges Thema, in makroökonomischer Hinsicht gibt es aber noch einen anderen Aspekt, der zu wenig Beachtung findet, nämlich das Bevölkerungswachstum in den USA. Es basiert normalerweise fast ausschliesslich auf Zuwanderung, doch in den vergangenen sechs bis acht Monaten ist es zu drastischen Veränderungen gekommen: Die Grenze ist geschlossen, und die Immigration ist praktisch gleich null, wogegen es zuvor bis zu 300 000 Menschen pro Monat waren. Zudem sind seit dem Antritt von Präsident Trump rund 2 Mio. Menschen ausgeschafft worden oder haben das Land von sich aus verlassen.

Was sind die Konsequenzen?

Es ist das erste Mal in der Geschichte der Vereinigten Staaten, dass die Nettozuwanderung praktisch inexistent oder möglicherweise sogar negativ ist. Das natürliche Bevölkerungswachstum aufgrund der Geburten- und der Sterblichkeitsrate beträgt derzeit bloss 0,2%. Insgesamt ist das Bevölkerungswachstum damit auf das niedrigste Niveau seit über einem Jahrhundert kollabiert, seit der Spanischen Grippe von 1918. Wir sind in einer äusserst ungewöhnlichen Situation.

Warum ist diese Entwicklung wichtig für die Finanzmärkte?

Wegen des Arbeitsmarktes. Der wichtigste Faktor für das Stellenwachstum ist Bevölkerungswachstum, dann folgt Produktivität. Wegen des Regierungsstillstands haben wir noch keine Daten für September, doch in den drei Monaten von Juni bis August ist das Stel-



«Jedes KI-Unternehmen ist so bewertet, als ob es der grosse Gewinner sein würde»

lenwachstum auf durchschnittlich weniger als 30 000 pro Monat gesunken. Anfang Jahr waren es mehr als 150 000, weshalb Befürchtungen aufkommen, dass sich die Konjunktur abschwächt. Die Frage ist aber, wie viele neue Stellen es pro Monat überhaupt noch braucht, damit der Arbeitsmarkt im Gleichgewicht ist respektive die Arbeitslosenquote nicht steigt.

Das heisst, weil es praktisch keine Zuwanderung mehr gibt, braucht es auch nicht mehr so viele neue Jobs?

Genau. Die US-Notenbank macht sich verständlicherweise Sorgen, denn geht der rückläufige Trend beim Stellenwachstum weiter, könnte es bald in den negativen Bereich fallen. Fed-Chef Jerome Powell hat die zwei Zinssenkungen seit September deshalb als «Risikomanagement» bezeichnet, quasi als Absicherung, falls der Arbeitsmarkt eine generelle Abkühlung der Wirtschaft signalisiert. Wegen des Stopps der Zuwanderung ist es aber auch gut möglich, dass bereits ein deutlich geringeres Stellenwachstum ausreicht, um die Konjunktur am Laufen zu halten. Es besteht damit das Risiko, dass das Fed den Arbeitsmarkt mit Zinssenkungen überstimuliert, das Lohnwachstum steigt und die Inflation anzieht.

Wie gross ist dieses Risiko?

Meine Befürchtung ist, dass das Fed sein Mandat zur Sicherstellung der Preisstabilität zu wenig stark gewichtet. Die Inflation in den USA beträgt 3%, womit sie sich schon seit mehr als viereinhalb Jahren über dem 2%-Ziel der Notenbank bewegt. Seit einigen Monaten heizt sie sich wieder auf und zeigt keine Anzeichen für eine baldige Abkühlung, denn die Zölle machen sich allmählich bemerkbar.

Entgegen allen Warnungen ist der Effekt der Zölle auf die amerikanische Wirtschaft bisher aber gering.

Die meisten Ökonomen sind viel zu ungeduldig. Nur weil es bis jetzt keinen Teuerungsschub gegeben hat, muss das nicht zwangsläufig so bleiben. Ich rechne damit, dass er sich im nächsten Frühling und Sommer in aller Deutlichkeit zeigen wird. Er ist bisher ausgeblieben, weil die meisten verkauften Waren noch aus der Phase vor den Zöllen stammten, in der die Lager aufgebaut wurden. Doch diese Bestände sind allmählich aufgebraucht. Mit der immer höheren Kostenbasis werden jetzt auch die Preise steigen. Ich glaube, wir sind genau an dem Punkt, an dem die Inflationskurve beginnt, sich nach oben zu beugen.

Der Konsens an den Märkten geht aber davon aus, dass es sich schlimmstenfalls nur um eine einmalige Erhöhung des Preisniveaus handelt und die Inflation dann abklingt. Sehen Sie das anders?

Diese Annahme wäre korrekt, wenn die Zölle nur einmal angehoben würden. Das ist aber nicht der Fall. Es vergeht kaum eine Woche, ohne dass Trump Zölle erhöht oder senkt. Sie werden also weiterhin ständig rauf- und runtergehen. In den vergangenen vier bis fünf Monaten ist das Gesamtniveau zudem stetig gestiegen, weil mehr und mehr Zölle hinzugekommen sind. Trump behauptet, der Aktienmarkt sei auf einem Allzeithoch, weil es der Wirtschaft dank seiner Zölle so gut gehe. Implizit sagt er damit, dass es noch mehr, nicht weniger Zölle brauche.

«Es vergeht kaum eine Woche, ohne dass Trump Zölle erhöht oder senkt»

Wird die Gefahr anhaltend erhöhter Inflation demnach unterschätzt?

Ich denke, ja. Inflation ist eine der schlimmsten Plagen. Gemäss Umfragen würden die Leute in den USA sogar einen Anstieg der Arbeitslosenrate um 1 Prozentpunkt akzeptieren, wenn dafür die Preise stabil blieben. Wenn sich das Fed nun mit Zinssenkungen verkalkuliert und die Inflation erneut ausser Kontrolle gerät, wird die Bevölkerung das völlig inakzeptabel finden. Die grösste Gefahr liegt in einer Destabilisierung der Inflationserwartungen. Es könnte die allgemeine Annahme entstehen, dass jährliche Preissteigerungen von 3 bis 4% zur Norm werden. Genau das will das Fed vermeiden, doch mit der Lockerung der Geldpolitik riskiert es, dass ein solches Narrativ die Finanzmärkte erfasst.

Eine wichtige Rolle spielt deshalb, wer die Nachfolge von Fed-Chef Powell übernimmt, wenn seine Amtszeit im kommenden Mai endet. Was glauben Sie?

Offiziell hat das Weisse Haus das Selektionsverfahren auf fünf Kandidaten eingegrenzt. Letztlich wird aber Trump entscheiden, und für ihn gibt es drei Optionen. Die erste ist seine präferierte Wahl: Finanzminister Scott Bessent. Er ist die einzige Person, die nach Meinung von Trump den Posten übernehmen soll. Das sagt er immer wieder und hat es unlängst auf seiner Asienreise erneut gesagt.

Bessent lehnt den Posten jedoch ab oder sagt das zumindest öffentlich. Wie lauten die anderen beiden Optionen?

Option zwei ist, dass Trump jemanden bestimmt, den er gut kennt. Unter den Kandidaten im offiziellen Auswahlprozess ist das Kevin Hassett, der als Direktor des nationalen Wirtschaftsrats praktisch täglich mit Trump zusammenarbeitet. Dafür gibt es einen Präzedenzfall. Ben Bernanke wechselte seinerzeit vom Gouverneursrat des Fed ins Weisse Haus als Chef des ökonomischen Beraterstabs. Er konnte dadurch das Vertrauen von Präsident George W. Bush gewinnen, der ihn dann 2006 zum Fed-Vorsitzenden ernannte. Sollte sich Trump mit Hassett trotzdem nicht wohlfühlen, ist Option drei schliesslich, dass irgendjemand anderes gesucht werden muss.

Im Prinzip will Trump nur eines: niedrige Zinsen. Wird er sie erhalten?

Genau deshalb wird er sich wohl kaum für einen der anderen Kandidaten wie Kevin Warsh oder Christopher Waller entscheiden. Sie kennen sich zwar mit der Geldpolitik aus praktischer Erfahrung aus, ich glaube aber nicht, dass Trump ihnen vertraut. Ich tippe deshalb darauf, dass er weiterhin versuchen wird, Scott Bessent dazu zu drängen, den Chefposten im Fed doch zu übernehmen. Und wenn ihm das nicht gelingt, wird es Kevin Hassett oder sonst jemand sein, den er persönlich kennt, beispielsweise Stephen Miran, sein ökonomischer Chefberater, den er bereits in den Gouverneursrat des Fed beordert hat.

Die Börsen haben sich mit der Politik der Trump-Regierung trotz der Unberechenbarkeit arrangiert. Der US-Leitindex S&P 500 ist seit Anfang Jahr 15% avanciert und bewegt sich nahe dem Allzeithoch.

Ungewöhnlich ist vor allem die extreme Marktkonzentration. Nvidia allein macht rund 8% der Kapitalisierung des S&P 500 aus. Eine einzelne Aktie hatte letztmals mit IBM Ende der Sechzigerjahre mehr Gewicht. Der Boom im Bereich künstliche Intelligenz dominiert alles. JPMorgan zum Beispiel identifiziert gut vierzig Titel im Index mit Bezug zu KI, primär Tech-, aber auch Versorger- und Industriekonzerne. Diese Gruppe hat seit dem Start des KI-Diensts ChatGPT Ende November 2022 mehr als 70% zur Performance des S&P 500 beigetragen und kommt derzeit für fast die Hälfte seiner Kapitalisierung auf.

Was bedeutet das für Investoren?

So etwas hat es noch nie gegeben. Wer in den S&P 500 investiert, setzt sich einem Konzentrationsrisiko aus, das für breit diversifizierte Anleger historisch beispiellos ist. Das bedeutet eine enorm schwierige Wahl: Entweder man setzt darauf, dass der KI-Boom andauert. Da es sich aber möglicherweise um eine Blase handelt, muss man dann rechtzeitig aussteigen, was erfahrungsgemäss so gut wie nie gelingt. Oder man kauft qualitativ hochwertige Unternehmen, die nichts mit KI zu tun haben. Mit dieser Strategie ist man dem Index bisher aber weit hinterhergehinkt, und als Fondsmanager ist man vermutlich bald ein Ex-Fondsmanager, wenn der KI-Boom so weitergeht.

«Es ist ratsam, das Portfolio mit einer Anlage wie Gold zu diversifizieren»

Handelt es sich hier denn tatsächlich um eine Blase?

Hierzu gibt es eine bemerkenswerte Nuance. Die meisten KI-Aktien sind alles andere als günstig, abgesehen von Extremfällen wie Palantir sind die Bewertungen aber nicht masslos hoch. Das Problem ist, dass jedes KI-Unternehmen so bewertet ist, als ob es der grosse Gewinner sein würde. Ähnlich war es bei der Dotcom-Blase der späten Neunzigerjahre, als jede Internetfirma als Gewinner gehandelt wurde. Wie wir wissen, kam es anders, und es resultierte eine brutale Korrektur. Obschon das Internet einen technologischen Umbruch einläutete und grosse Gewinner hervorbrachte, galt das längst nicht in jedem Fall.

Und das gleiche Problem besteht heute bei Investitionen in KI?

Ja, es herrscht der Glaube, dass sich jedes neu gebaute Rechenzentrum auszahlen wird. Privaten Kreditgebern wie Blue Owl oder Apollo werden reihenweise Pläne für solche Anlagen präsentiert, inklusive Infrastruktur und Stromversorgung. Jedes dieser Projekte sieht für sich genommen profitabel aus. Nicht berücksichtigt wird jedoch, dass Dutzende andere Projekte derzeit ebenfalls gutgeheissen werden, was kollektiv zu massiven Überinvestitionen führt. Solche Übertreibungen gibt es immer wieder, von der Blase bei Eisenbahnen vor 150 Jahren bis zum exzessiven Fiber-



optikausbau während der Internetmanie. Jedes Mal wird derart viel Infrastruktur gebaut, dass ein Teil davon gar nie gebraucht wird.

Sagen Sie damit, dass auch dieser Boom in Tränen enden wird?

Das Spannende am Internetboom war, dass er sich in zwei Wellen abspielte. In der ersten Welle wurde die Infrastruktur aufgebaut, und Netzwerkausrüster wie Cisco Systems oder JDS Uniphase stiegen zu den wertvollsten Konzernen der Welt auf. Dann folgte der Crash, worauf ab etwa 2004 eine zweite, grössere und länger anhaltende Welle einsetzte, in der die Technologie kommerziell genutzt wurde. Dank des Internets konnten sich neue Geschäftsmodelle von Unternehmen wie Google und Facebook etablieren.

Worauf sollte man also achten, wenn man nach künftigen KI-Gewinnern sucht?

Wir befinden uns derzeit in der ersten Phase, der Infrastrukturwelle, die von Nvidia angeführt wird. Wenn es dann zur Korrektur kommt, werden neue Unternehmen hervorgehen, die auf dieser Infrastruktur aufbauen können. Das Problem für Investoren ist bloss, dass der Firmengründer, dem der grosse kommerzielle Durchbruch gelingen wird, heute noch mit anderen Zwölf- bis Dreizehnjährigen zur Schule geht. Ich will damit sagen, dass diese Unternehmen heute nicht existieren, sie werden erst noch entstehen.

Die grosse Herausforderung für Investoren besteht darin, dass nicht nur die Kurse an den Börsen in den vergangenen Jahren gestiegen sind. Von Aktien über Anleihen bis hin zu Kryptowährungen und Edelmetallen erscheint keine Anlageklasse stark unterbewertet. Was raten Sie?

Aktien werden nicht jedes Jahr eine Performance von 20% erzielen, auch wenn das zuletzt oft der Fall war. Am besten orientiert man sich deshalb an der Formel 4/5/6: Bargeld sollte in den USA auf mittlere bis lange Sicht eine jährliche Rendite von rund 4% einbringen. Das ist ganz passabel, zumal bei Geldmarktfonds praktisch kein Marktrisiko besteht. Bonds dürften etwa 5% pro Jahr rentieren, was gemessen am Risiko ebenfalls attraktiv ist. Das gilt auch im Vergleich zu Aktien, von denen man künftig etwa 6% pro Jahr erwarten kann. 6% mögen sich nach wenig anhören, sind aus historischer Sicht aber nicht schlecht, speziell bei 3% Inflation. Wer seine Strategie nach dieser Formel auslegt,

sollte gut fahren. Erhält man dann ein oder zwei Jahre etwas mehr, kann man sich darüber freuen, erwarten sollte man es aber nicht.

Für Investoren aus der Schweiz, aus Deutschland und aus anderen europäischen Ländern kommt bei Anlagen in den USA jedoch das Wechselkursrisiko hinzu, gerade bei Geldmarktfonds und Bonds.

Das stimmt, Wechselkurse spielen eine wichtige Rolle. Handelsgewichtet ist der Dollar seit Anfang Jahr rund 10% gesunken, wobei der grösste Teil davon auf die Turbulenzen im April entfiel. Seit Juni hat er sich jedoch stabilisiert. Ich glaube nicht, dass er sich weiter abwerten wird – ausser, die amerikanische Wirtschaft bricht völlig ein, was aber auch für Aktien schlechte Nachrichten wären. Hierzu eine Statistik: In den achtzig Jahren seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs hat der S&P 500 nie ein Rekordhoch in einem Monat erreicht, in dem sich die US-Wirtschaft in einer Rezession befand. Der Index hat erst vor wenigen Tagen ein Allzeithoch markiert. Ein abrupter Konjunkturabschwung ist vorerst also wenig wahrscheinlich.

«Das Potenzial europäischer Aktien sollte nicht unterschätzt werden»

Wo machen Sie sonst noch Chancen für Investments aus?

Das Potenzial europäischer Aktien sollte nicht unterschätzt werden. Sie zeigen endlich mehr Dynamik, und bei den Bewertungen besteht relativ zum US-Aktienmarkt noch viel Spielraum nach oben. Mit Rheinmetall in Deutschland haben die europäischen Börsen jetzt möglicherweise auch ihre erste Meme-Aktie, jedenfalls verhält sich der Kurs so.

Die wohl grösste Überraschung in diesem Jahr ist die eindruckliche Hausse in Gold und Silber. Wie interpretieren Sie den rasanten Preisanstieg?

Grundsätzlich ist es ratsam, das Portfolio mit einer Anlage wie Gold zu diversifizieren, mit einer Gewichtung von etwa 5% oder leicht weniger. Ich glaube aber nicht, dass der Anstieg von Edelmetallen ein Signal dafür ist,

Jim Bianco

Jim Bianco ist einer der profiliertesten Strategen aus den USA. Sein täglicher Marktkommentar gehört für viele professionelle Investoren zur Pflichtlektüre, ebenso seine Einschätzungen zu aktuellen Entwicklungen auf Social Media. Ende 2023 hat er mit dem Bianco Research Fixed Income Total Return Index zudem einen eigenen Index zum Bondmarkt lanciert, der vom WisdomTree Bianco Total Return ETF abgebildet wird. Sein Unternehmen Bianco Research, das zum Broker Arbor Research & Trading gehört, startete er 1990. Davor arbeitete er als Markttechniker und Strategie für den US-Handel bei UBS, Shearson Lehman Brothers und beim Investmenthaus First Boston, das später von Credit Suisse gekauft wurde.

dass Anleger das Vertrauen in Amerika oder in den Status des Dollars als Reservewährung verlieren. Wenn dem tatsächlich so wäre, hätten wir in den vergangenen Monaten keine derart kräftige Rally an den amerikanischen Aktien- und Anleihenmärkten erlebt.

Wie lassen sich die Kursavancen von Edelmetallen Ihrer Meinung nach erklären?

Der Grund dafür ist, dass es sich um relativ enge Märkte handelt. Weltweit gibt es rund 130 Bio.\$ an Finanzanlagen, während das handelbare Volumen von Gold und Silber lediglich etwa 5 Bio.\$ beträgt. Das hat unter anderem damit zu tun, dass grosse Mengen an Gold bei Zentralbanken eingelagert und dem Markt dadurch entzogen sind. Die Grösse des Marktes für Edelmetalle beläuft sich somit nur auf etwa 3% im Vergleich zu Finanzanlagen. Es braucht deshalb keine grossen Kapitalverschiebungen aus den Finanzmärkten hin zu Edelmetallen, um die Preise in die Höhe schnellen zu lassen. Genau das spielt sich momentan in Asien ab, wo viel Geld in Gold und Silber fliesst. Viel komplizierter ist die Sache nicht.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

go.themarket.ch/t315



ANALYSE

Zwei Contrarian-Ideen für das kommende Jahr

Basiskonsum- und Energieaktien sind unbeliebt, untergewichtet und zumindest nicht teuer. Damit braucht es wenig, damit sie 2026 besser abschneiden. **Von Gabriella Hunter und Gregor Mast**

Wer hätte vor vierzehn Monaten gedacht, dass chinesische Aktien kurz vor einem fulminanten Comeback stehen? Damals galt unter professionellen Anlegern: Hände weg von Chinas Börse. Die Mehrheit widmete sich lieber anderen Märkten und Themen. Doch eine Contrarian-Strategie hätte sich durchaus bezahlt gemacht. Seit dem Zwischentief Mitte September 2024 hat der CSI 300, der die 300 grössten in Schanghai und Shenzhen kotierten Unternehmen umfasst, in Dollar gerechnet 45% zugelegt.

Nun neigt sich das Jahr 2025 dem Ende zu, und an den Finanzmärkten dominieren zwei grosse Themen: künstliche Intelligenz und der sogenannte Debasement Trade (vgl. Seite 10), bei dem Gold und zunehmend auch Bitcoin als Absicherung gegen die Geldentwertung eingesetzt werden. Dabei gibt es wiederum stark vernachlässigte Bereiche, vor allem auf Sektorebene. So haben Energie- und Basiskonsumaktien derzeit einen schweren Stand bei den Fondsmanagern, wie die jüngste Umfrage von Bank of America zeigt (vgl. Grafik 1). Die beiden Sektoren sind derzeit unbeliebt sowie bei den Anlegern untergewichtet und aus Bewertungssicht zumindest nicht teuer. Gleichzeitig gibt es durchaus Argumente, die für ihre Wiederbelebung in den kommenden Monaten sprechen. Für Anleger, die fernab der Herde eine Contrarian-Idee suchen, eröffnet sich damit eine Chance.

Enttäuschende Konsumaktien

Der Basiskonsumsektor schneidet seit längerem relativ betrachtet enttäuschend ab, wie ein Blick auf die Auswahl der Basiskonsumaktien aus dem MSCI Welt zeigt (vgl. Grafik 4). Dominiert wird der Sektor wie der MSCI Welt von US-Konzernen: Auf sie entfallen knapp zwei Drittel des Subindex (vgl. Grafik 2). Obwohl die meisten Unternehmen

1) Der Konsens verschmäht Basiskonsum- und Energieaktien

Nettoanteil der von Bank of America befragten Fondsmanager mit einem Über- respektive Untergewicht

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bank of America

Banken	29%
Kommunikationsdienstleistungen	23%
Gesundheit	20%
Technologie	18%
Industrie	13%
Versorger	7%
Versicherer	6%
Zyklischer Konsum	-7%
Grundstoffe	-14%
Basiskonsum	-24%
Energie	-26%

Umfrage vom Oktober 2025

global tätig sind, bleiben die USA für viele Konsumgüterhersteller der wichtigste Einzelmarkt. Dieser ist sowohl für internationale Konzerne wie Nestlé, Unilever und Procter & Gamble als auch für lokale Akteure wie Costco derzeit sehr schwierig. Bereits seit Mitte 2023 schwächt die Nachfrage, viele Unternehmen erleben ein Trading-down: Angesichts der gestiegenen Kosten für Lebensmittel verzichten breite Schichten auf Markenprodukte und greifen in den Läden vermehrt zu Eigenmarken.

Die Analysten von UBS glauben nicht, dass sich die Stimmung bald aufhellt: «Das Problem ist, dass man angesichts der eingeschränkten Visibilität nicht sagen kann, ob das Schlimmste bereits eingepreist ist.» Zusammen mit der Tatsache, dass der Sektor angesichts dieser offensichtlichen Konjunktursensitivität weit weniger defensiv sei als in der Vergangenheit, sei es schwierig, einen positiven Katalysator für die kommenden Monate zu finden, schlussfolgern sie. Gemäss Bank of America

ist die Qualität im Sektor deutlich niedriger als früher, und die Wachstumsaussichten enttäuschen.

«Die steigenden Preise bereiten den Menschen Sorge»

Zur schlechten Visibilität trägt auch bei, dass die Datenlage in den USA derzeit dünn ist; aufgrund des Regierungsstillstands werden etwa Inflationsdaten nicht oder nur verzögert publiziert. Doch es gibt durchaus Anhaltspunkte, dass die steigenden Preise den Menschen Sorge bereiten. So berichtete Colgate-Palmolive-CEO Noel Wallace bei der Präsentation der Zahlen zum dritten Quartal, dass der Umsatz des Herstellers von Haushaltsprodukten an Tagen der Lohnauszahlung steige. Anders formuliert: Kunden können

In Kürze:

- Basiskonsum und Energie sind zurückgeblieben
- Bei beiden Sektoren ist viel Negatives eingepreist
- Die einzelnen Aktien haben unterschiedliche Treiber

oder wollen sich selbst Produkte wie Seife und Zahnpasta nur leisten, wenn sie frisches Geld auf dem Konto haben.

Unsicherheit als Chance

Das ist ein sehr düsteres Bild. Aber anders als von UBS erwartet liegt nach Meinung von The Market aus fundamentaler Sicht in diesem Pessimismus und vor allem in der grossen Unsicherheit die Chance. Nur schon eine zaghafte Besserung der Konsumentenstimmung in den USA, etwa durch eine sinkende Zinsbelastung der Haushalte, könnte die Lage der Lebensmittelhersteller verbessern. Zumal die Erwartungen an die Unternehmensgewinne erheblich gesunken sind: Von den elf Sektoren des MSCI Welt erlebte Basiskonsum hinter Gesundheit in den vergangenen zwölf Monaten die meisten Abwärtsrevisionen, wie Bank of America berechnet hat. Betrachtet man die Investorenstimmung, braucht es nur wenig, um den Aktien Schwung zu verleihen – das zeigte die Gegenbewegung Mitte Oktober. Denn nicht nur Analysten wie die von UBS, Bank of America, Citi und Morgan Stanley, die den Sektor allesamt mit «Untergewichten» einstufen, sind ausserordentlich pessimistisch. Gemäss Bank of America hat netto fast ein Viertel der Anlageprofis den Sektor untergewichtet.

Die Anleger konzentrieren sich laut UBS ausserdem auf wenige Namen. Das spiegelt sich in der Kursentwicklung: Besonders gut abgeschnitten haben 2025 etwa Philip Morris und British American Tobacco. Die meisten Analysten bleiben zuversichtlich, dass Tabakaktien den guten Lauf nach dem Rücksetzer in den vergangenen Monaten wieder aufnehmen können – das stimmt aus Contrarian-Sicht mit Blick auf diese Titel vorsichtig. Zumindest die Bewertung von Altria und British American Tobacco ist gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) basierend auf dem geschätzten Gewinn für das kommende Jahr und mit einer Free-Cashflow-Rendite von 7,3 respektive 6% aber weiterhin niedrig. Ohnehin zeigt sich der Performanceunterschied auch in der Bewertung. Während Philip Morris und Walmart stattdlich bewertet sind, ist das Gros der Unternehmen nicht teuer. Gemessen am Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis ist der Sektor derzeit durchschnittlich bewertet, wie die Auswertung von The Market zeigt. Die Aktien von Nestlé sind mit einem KGV von 17 für 2026 im Vergleich mit der eigenen Historie (Zehnjahresschnitt: 21,5) gar günstig und weisen eine Dividendenrendite von 4% auf. Sie sind auf dem jetzigen Niveau ein Kauf.

Energiesektor jahrelang schwach

Auch der Energiesektor ist nicht in Mode. Seit Ende 2022, nachdem der Nach-Covid-Boom und der Einmarsch Russlands in der Ukraine für ein Mehrjahreshöchst beim Ölpreis gesorgt hatten, bewegt sich der Sektorindex von MSCI seitwärts, während der Weltaktienindex von einem Höchst zum nächsten klettert und seither fast 60% zugelegt hat (vgl. Grafik 4). Es wundert deshalb

2) Die zehn grössten Positionen im MSCI Welt Basiskonsum

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg, MSCI

Unternehmen	Gewicht	Gesamtrendite 2025	Börsenwert, in Mrd. \$	KGV 2026	Free-Cashflow-Rendite	Dividendenrendite 2025
Walmart	10,3%	14,0%	815	35	1,6%	0,9%
Costco Wholesale	9,4%	0,8%	408	42	2,0%	0,6%
Procter & Gamble	8,2%	-8,4%	350	20	4,0%	2,9%
Coca-Cola	6,5%	13,3%	297	22	1,7%	3,0%
Nestlé	5,7%	21,6%	248	17	3,9%	4,0%
Philip Morris	5,2%	24,4%	227	17	3,9%	4,0%
PepsiCo	4,7%	0,0%	202	17	2,9%	3,8%
Unilever	3,4%	9,1%	149	17	4,4%	3,5%
British American Tobacco	2,5%	48,2%	112	11	6,0%	6,3%
L'Oréal	2,3%	18,1%	219	26	3,2%	2,1%

Costco Wholesale: Geschäftsjahr per Ende August, Procter & Gamble: Geschäftsjahr per Ende Juni; Gesamtrendite 2025: Kursentwicklung und Dividende im laufenden Jahr, in Dollar gerechnet, KGV 2026: Kurs-Gewinn-Verhältnis basierend auf der Bloomberg-Konsensschätzung für das kommende Geschäftsjahr, Free-Cashflow-Rendite: zuletzt ausgewiesener freier Cashflow relativ zum gegenwärtigen Unternehmenswert, Dividendenrendite 2025: Dividende basierend auf der Bloomberg-Konsensschätzung für das laufende Geschäftsjahr; Stand: 31. Oktober 2025

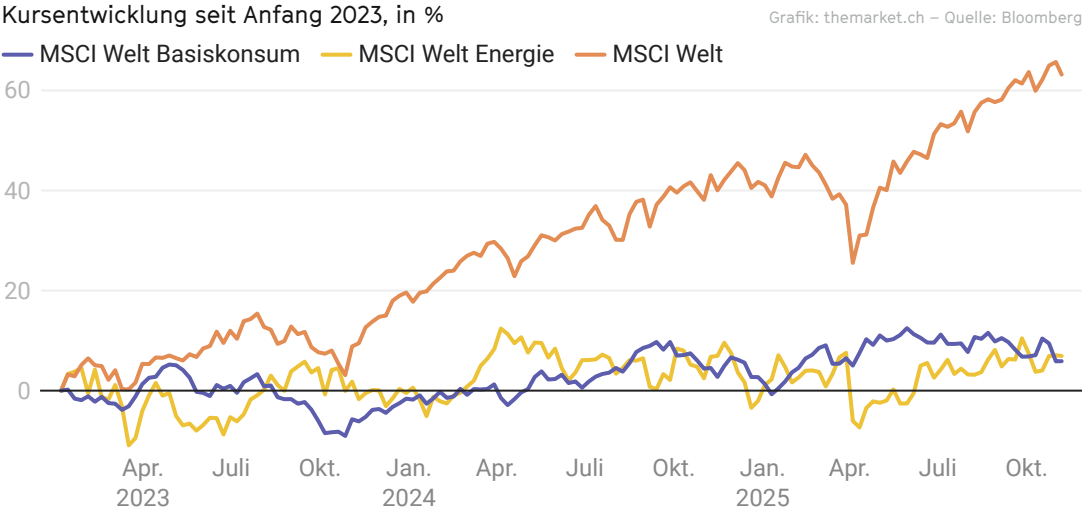
3) Die zehn grössten Positionen im MSCI Welt Energie

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg, MSCI

Unternehmen	Gewicht	Gesamtrendite 2025	Marktwert, in Mrd. \$	KGV 2026	Free-Cashflow-Rendite	Dividendenrendite 2025
Exxon Mobil	18,0%	9,3%	488	15	4,5%	3,5%
Chevron	11,3%	12,7%	315	22	4,3%	4,3%
Shell	8,1%	24,5%	236	11	9,3%	3,9%
TotalEnergies	4,7%	19,5%	137	9	7,4%	6,0%
ConocoPhillips	4,1%	-8,1%	111	14	5,4%	3,5%
Enbridge	3,7%	15,0%	102	20	2,3%	5,8%
BP	3,4%	23,5%	91	12	5,7%	5,4%
Williams	2,6%	9,7%	71	24	2,0%	3,5%
Canadian Natural Resources	2,5%	8,0%	67	13	7,1%	5,2%
Marathon Petroleum	2,2%	41,1%	58	15	6,4%	1,9%

Gesamtrendite 2025: Kursentwicklung und Dividende im laufenden Jahr, in Dollar gerechnet, KGV 2026: Kurs-Gewinn-Verhältnis basierend auf der Bloomberg-Konsensschätzung für das kommende Geschäftsjahr, Free-Cashflow-Rendite: zuletzt ausgewiesener freier Cashflow relativ zum gegenwärtigen Unternehmenswert, Dividendenrendite 2025: Dividende basierend auf der Bloomberg-Konsensschätzung für das laufende Geschäftsjahr; Stand: 31. Oktober 2025

4) Basiskonsum- und Energieaktien schneiden schwach ab



nicht, dass der Energiesektor derzeit unbeliebt und in den Portfolios untervertreten ist, wie die Daten von Bank of America zeigen. Auch die Bewertung kann sich sehen lassen. Der Energiesektor zählt zusammen mit anderen defensiven Branchen aus dem Basiskonsum- oder dem Gesundheitsbereich zu den günstigsten Segmenten.

Der Kriechgang der Energieaktien erstaunt angesichts der Schwäche des Ölpreises nicht. Seit dem Höchst am Vorabend der Finanzkrise 2008 hat die Rohölsorte WTI fast 60% an Wert verloren. Gemäss der Branchenorganisation International Energy Agency (IEA) wird sich der Ölpreis auch nicht so schnell erholen. Nächstes Jahr soll das Angebot die Nachfrage um 3 Mio. Fass pro Tag übersteigen. Es droht demnach eine veritable Ölschwemme, die den Preis weiter belasten würde. Geht es nach Leigh Goehring von der US-Rohstoffboutique Goehring & Rozen-cwajg, dürfte jedoch eher das Gegenteil der Fall sein. Gemäss IEA habe sich die Überproduktion bereits in der ersten Hälfte dieses Jahres auf 1,2 Mio. Fass pro Tag belaufen. Gleichzeitig seien aber die Lager um 10 Mio.

Fass geschrumpft. «Die Zahlen der IEA unterschätzen die tatsächliche Nachfrage», folgert er in einem Podcast mit dem US-Finanzblogger Jesse Felder.

Gemäss Goehring wird die Nachfrage auch in den kommenden Jahren höher ausfallen als von der IEA prognostiziert. So sei der Verkauf von Elektrofahrzeugen zuletzt ins Stocken geraten. Zudem entfalle nur rund ein Viertel der weltweiten Ölnachfrage auf Personenvagen, gibt Urs Marti vom Schweizer Vermögensverwalter SIA zu bedenken. «Grösser ist der Anteil von Kunststoff und vom Gütertransport auf der Strasse», sagt er im Gespräch mit The Market. Dazu kommt, dass der Pro-Kopf-Konsum in den Schwellenländern bei allen Rohstoffen noch weit geringer ist als im Westen. Das wird sich gemäss Marti mit dem zunehmenden Wohlstand ändern. Als Beispiel verweist der Rohstoffexperte auf China. «Zu Beginn des Jahrtausends war China ein Nettoexporteur von Öl, heute importiert es um die 12 Mio. Fass pro Tag.» Wenn andere Länder den Weg von China gingen, werde es an den Öl- und anderen Rohstoffmärkten eng.

Noch wichtiger als die Nachfrage sei aber das begrenzte Ölangebot, betonen Marti und Goehring. In den USA stagniere die Schieferölförderung und damit die Quelle, die in den letzten zehn Jahren am meisten zum Angebotswachstum beigetragen habe, sagt Marti. Goehring ergänzt: «Derzeit wächst in den USA einzig noch die Förderung im grössten Feld Permian, doch auch sie dürfte dieses Jahr den Höhepunkt erreichen.» Das sei deshalb wichtig, weil die letzten beiden grossen Ölhäussen begonnen haben, als sich die Ölförderung in den Nicht-Opec-Ländern verlangsamt hat. 1970 gipfelte die Förderung in den USA bei 11 Mio. Fass pro Tag, und Anfang der Nullerjahre erreichte die Produktion in der Nordsee und im mexikanischen Cantarell-Feld, die zusammen für mehr als die Hälfte des Nicht-Opec-Förderwachstums in den Neunzigerjahren verantwortlich waren, den Höhepunkt.

«Ohne Investitionen wird die Ölförderung deutlich zurückgehen»

In beiden Fällen vervielfachte sich der Ölpreis über die folgenden Jahre. In den Siebzigerjahren stieg er von 2.90 auf nicht ganz 40 \$ je Fass, in den Nullerjahren von 36 auf 145 \$. «Durch die Verlangsamung der Nicht-Opec-Förderung nimmt die Markt- und Preissetzungsmacht der Opec zu», erklärt Goehring, und das sei mit der Verlangsamung der US-Schieferölproduktion auch jetzt der Fall. Er wisse zwar nicht, ob die Opec die Marktmacht ausnutzen werde, sie sei aber definitiv in einer besseren Position als in den letzten Jahren. Dazu kommt, dass sich die existierenden Vorkommen langsam erschöpfen. Ohne neue Investitionen wird die Ölförderung in den nächsten Jahren deutlich zurück-

gehen. Und genau bei diesen Investitionen hapere es nach Jahren mit tiefen Ölpreisen, der erzwungenen Energiewende und dem Trend zu ESG-Anlagen, warnt Marti.

Öl ist relativ zu Gold günstig

Goehring traut Öl und Ölkarten bis Ende des Jahrzehnts eine massive Outperformance zu. «Es ist sehr gut möglich, dass Öl zwischen heute und 2030 zur besten Anlageklasse wird.» Das liege nicht nur am Abseitsstehen der meisten Investoren, was sich an der sinkenden Anzahl ausstehender Branchen-ETF zeige, sondern auch an der ausserordentlich günstigen Bewertung des Rohöls gegenüber Gold. Derzeit können mit einer Unze des Edelmetalls rund 66 Fass der Sorte WTI erworben werden. Das langfristige historische Mittel liegt gemäss Goehring bei 17. Er erwartet, dass sich das Verhältnis wieder dem Mittel annähert, und zwar nicht, weil der Goldpreis sinke, sondern weil Öl deutlich teurer werde. Das gelte umso mehr, als Gold den anderen Rohstoffen im Zyklus vorauslaufe, um dann von ihnen überholt zu werden.

Marti mag vor allem die Aktien von Ölunternehmen, die die Ölpreisschwankungen mitmachen. Das sei bei grossen europäischen Förderern wie BP oder Shell weniger der Fall, weil sie in vielen Bereichen wie der Raffinerie und dem Transport von Öl tätig seien. Er zieht Namen aus Kanada und Norwegen wie Suncor Energy und Aker BP vor, da sie stärker auf die Förderung ausgerichtet seien und zudem von attraktiveren steuerlichen Rahmenbedingungen profitierten.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/t317



In Industrieimmobilien in der Schweiz investieren: Warum und wie?

PUBLIREPORTAGE

Industrieimmobilien bieten hohe Renditen bei geringer Volatilität – und werden damit zur attraktiven und diversifizierenden Anlagelösung, besonders angesichts steigender Preise und sinkender Renditen bei Wohnimmobilien. Ein Überblick über Vorteile und Möglichkeiten.

Auf dem Schweizer Immobilienmarkt bildet der Industriesektor eine eigene Anlageklasse und ist die letzte Zuflucht für Anleger, die auf der Suche nach höheren Renditen sind. Der Sektor weist seit 2016 bemerkenswert stabile Cashflow-Renditen auf, während die Renditen von

Wohnimmobilien im gleichen Zeitraum laut dem Switzerland Property Index von Wüest Partner um fast 80 Basispunkte zurückgegangen sind. Die Bruttorendite von Industrieimmobilien liegt derzeit zwischen 5 % und 7 %, wobei die Netto-rendite häufig über 5 % liegt und damit mehr als doppelt so hoch ist wie die Renditen von Wohnimmobilien.

Diese höhere Rendite bedeutet jedoch nicht zwangsläufig ein höheres Risiko. Die Schweizer Industrie besteht hauptsächlich aus KMU, die über zahlreiche Wettbewerbsvorteile und in der Regel gesunde Bilanzen verfügen. Der Realstone Industrial Fund zielt insbesondere auf Unternehmen ab, die im lokalen Wirtschaftsgefüge tätig sind. Die Renditevolatilität von Industrieimmobilien in der Schweiz ist gering: Laut dem Annual Property Index von MSCI beträgt sie in der Schweiz rund 1 % – deutlich niedriger als in Europa oder den USA, wo Werte von über 7 % erreicht werden.

Deutlich höhere Vermietungsquote als bei Büros

Neben den weiter wachsenden Schweizer KMU benötigen auch globale Produktions- und Lieferketten Logistikflächen. Da es in der Schweiz immer schwieriger wird, neue Industriegebäude zu errichten, werden bestehende Industrie- und Gewerbeflächen immer beliebter. Die Leerstandsquote in diesem Sektor ist in den letzten fünf Jahren stark zurückgegangen, im Gegensatz zum Bürosektor, der seit den Covid-Jahren eine hohe und anhaltende Leerstandsquote aufweist. In einem Land, in dem das Bevölkerungswachstum die Zahl der neu auf den



Markt kommenden Wohnungen deutlich übersteigt, bieten Industriegebäude auch langfristig Potenzial für Umnutzung und Verdichtung. In Agglomerationen wie Zürich, Basel, Genf oder Lausanne gibt es immer mehr Projekte. Diese Umnutzungen bieten auch attraktive Wertsteigerungsmöglichkeiten auf oft wenig bebauten Industriearealen mit grossen Baurechtsreserven.

Wie kann man von den Investitionsmöglichkeiten profitieren?

Investitionen in Schweizer Industrieimmobilien erfordern spezifische Kompetenzen und ein spezifisches Netzwerk. Realstone SA hat Ende 2022 den Realstone Industrial Fund aufgelegt, der qualifizierten Anlegern im Sinne des Bun-

desgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) vorbehalten ist. Dieser Anlagefonds bietet attraktive Renditen von über 5 % pro Jahr. Seine Strategie besteht darin, vom sehr günstigen Risiko-Rendite-Verhältnis von Industrieimmobilien zu profitieren. Er zielt auf Industrie- und Handwerksgebäude in der Schweiz ab, die gut an die wichtigsten Verkehrswege angebunden sind, über stabile Mieter mit solider Bonität verfügen und sich für verschiedene Nutzungsarten eignen. Die konsequente Umsetzung dieser Kriterien führt zu einer spürbaren Risikoreduktion und begünstigt stabile sowie renditestarke Investments. Zum 30. Juni 2025 umfasst das Portfolio des Fonds elf Industrieobjekte mit einem geschätzten Immobilienvermögen von

RIF
Realstone Industrial Fund

Auflegung:
30. November 2022

Immobilienvermögen:
CHF 92 Millionen (30.06.2025)

Liegenschaften:
11 (30.06.2025)

Anlagerendite:
5.78 %

Gesamtpendance seit Auflegung:
15.42 % (Total Return)

Letzte ausgeschüttete Dividende:
CHF 5.00 pro Anteil

CHF 92 Millionen. Seit seiner Auflage im November 2022 hat der Realstone Industrial Fund eine Gesamtpendance von 15.42% (mit reinvestierten Dividenden) erzielt. Dies entspricht einer annualisierten Rendite von rund 6 % pro Jahr. Der Grossteil dieser Rendite wurde in Form von Dividenden ausgeschüttet. Mit einer Ausschüttungsrendite von 4.64 % ist dies der Hauptvorteil dieser Anlageklasse.

Der Realstone Industrial Fund hat im November 2025 eine Kapitalerhöhung von CHF 20 Millionen erfolgreich durchgeführt. Das auf Industrieimmobilien spezialisierte Team der Realstone SA prüft aktuell mehrere Erwerbsmöglichkeiten.

Steckbrief

Die Realstone SA ist von der FINMA zugelassen und verwaltet Immobilienvermögen in Höhe von CHF 5.2 Milliarden in der Schweiz.

Neben den an der Schweizer Börse SIX notierten Fonds Realstone RSF und Solvalor 61 bietet sie auch den Realstone Industrial Fund, der qualifizierten Anlegern vorbehalten ist, sowie die Anlagegruppe Realstone Wohnimmobilien Schweiz (RIRS) an, die exklusiv für Einrichtungen der beruflichen Vorsorge mit Wohnsitz in der Schweiz bestimmt ist.



Mehr Informationen unter [realstone.ch](https://www.realstone.ch)

Ihr Wegweiser für die globalen Finanzmärkte.



Jetzt 30 Tage
überzeugen
für nur 1.–



Hier abonnieren
und profitieren:
go.themarket.ch/beilage

Besser informiert. Besser investiert.

the market
NZZ

Feste Autorinnen und Autoren von The Market

 Lyn Alden Ihr neuster Artikel: go.themarket.ch/t319a Gründerin von Lyn Alden Investment Strategy. Spezialisiert auf Asset-Allocation-Themen. Autorin eines viel beachteten Investmentnewsletters.	 Thierry Borgeat Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319b Gründungspartner von Arvy, einer Investment-gesellschaft in Zürich, die sich auf globale Quali-tätsaktien spezialisiert.	 Alfons Cortés Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319c Senior Partner von Unifinanz Trust in Vaduz, seit 1971 professionell an der Börse. Schreibt jeden zweiten Donnerstag für The Market.	 Kevin Duffy Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319d Mitgründer von Bearing Asset Management, einer auf Makrotrends spezialisierten Investment-boutique in den USA.
 Jens Ehrhardt Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319e Gründer und Vorstandsvorsitzender von DJE Kapi-tal, verantwortlich für Risikomanagement, Unter-nehmens- und Anlagestrategie.	 Patrick Eugster Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319f Herausgeber des Newsletters «Besser Investieren» und Vermittler von Finanzwissen für die All-gemeinheit via Video, Podcast und Blogartikel.	 Peter Frech Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319g Fondsmanager beim Schweizer Vermögensver-walter Quantex, verantwortlich für den Global Value und den Strategic Precious Metal Fund.	 Louis-Vincent Gave Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319h Gründungspartner und CEO von Gavekal Research, einer Research-Boutique in London und Hongkong. Lebt seit 2002 in Hongkong.
 Daniel Haase Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319i Fondsadvisor bei Haase-Mölk-Tsouloftas, wo er quantitative Strategien für institutionelle Inves-toren und den Empiria-Brief verantwortet.	 Peter E. Huber Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319j Gründer und Geschäftsführer von Huber Portfolio GmbH in Oberursel DE. Spezialisiert auf antizyk-lische Investitionen an Aktien- und Bondmärkten.	 Alexander M. Ineichen Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319k Gründer von Ineichen Research and Management, die sich auf Research im Zusammenhang mit Risikomanagement und Nowcasting spezialisiert.	 Jürg Lutz Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319m Verwaltet beim Schweizer Vermögensverwalter PK Assets die Anleihenportfolios von Pensionskassen. Hat über dreissig Jahre Erfahrung am Bondmarkt.
 Howard Marks Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319n Co-Chairman von Oaktree Capital Management, die auf notleidende Kredite spezialisiert ist und rund 125 Mrd. \$ an Kundengeldern verwaltet.	 Michael Pettis Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319o Professor für Finanztheorie an der Guanghua School of Management an der Peking University. Lebt seit 2002 in Peking.	 Heinz-Werner Rapp Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319p Vorstand beim unabhängigen deutschen Multi-Asset-Investmenthaus Feri sowie Gründer des Feri Cognitive Finance Institute.	 Anne Stevenson-Yang Ihr neuster Artikel: go.themarket.ch/t319q Mitgründerin von J Capital Research, die vor Ort recherchiert und sich durch das fundierte Wissen zum chinesischen Aktienmarkt auszeichnet.
 Beat Thoma Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319r Chief Investment Officer und Leiter des Investment Office bei Fisch Asset Management in Zürich und verantwortlich für die Anlagepolitik.	 Daniel Woker Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319s Ehemaliger Botschafter der Schweiz in Australien, Singapur und Kuwait. Mitgründer (zusammen mit Philippe Welti) von Share-an-Ambassador.	 Jörg Wuttke Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319t Partner bei DGA Albright Stonebridge Group in Washington. Zuvor war er Präsident der EU-Handelskammer in China.	 Felix W. Zulauf Sein neuster Artikel: go.themarket.ch/t319u Gründer und Inhaber von Zulauf Asset Management in Baar. Langjähriger Beobachter der internati-onalen Finanzmärkte.

ANALYSE

Die Vorzüge eines ETF-Sparplans

Die Vorzüge des Aktienanlegens sind bekannt, zumal das klassische Sparkonto keine anständige Rendite mehr abwirft – nach Abzug der Inflation erst recht nicht. Am einfachsten lässt sich der Vermögensaufbau mit einem Sparplan umsetzen. **Von Sandro Rosa**

Es war ein kurzes Intermezzo: Der Zinsanstieg, der nach der Pandemie einsetzte, ist bereits vorbei – in der Schweiz herrschen wieder Nullzinsen. Auf den ersten Blick sieht es in Deutschland zwar ein wenig besser aus, aber nach Abzug der höheren Teuerung notieren auch dort die Realzinsen praktisch bei null. Das Sparkonto wirft kaum noch etwas ab. Die Renditen auf Anleihen sind historisch gesehen ebenfalls niedrig, vor allem, wenn man die Gefahr der ausufernden Staatsschulden in vielen Ländern und das damit verbundene Risiko künftiger Inflation berücksichtigt. Wer in einem solchen Umfeld ein Vermögen erhalten oder aufbauen möchte, kommt um Aktien nicht herum.

Wie die jüngste Langfriststudie der Genfer Privatbank Pictet zeigt, haben Schweizer Aktien von 1926 bis Ende 2024 im Durchschnitt eine jährliche Rendite von 7,7% abgeworfen. Hundert investierte Franken wären in dieser Zeitspanne auf mehr als 148 000 Fr. gewachsen. Nach Abzug der Inflation resultierte immerhin noch eine mittlere Jahresrendite von 5,6%. Gemäss einer Analyse der Deutschen Bank warfen deutsche Aktien in den vergangenen hundert Jahren im Mittel 8,5% p.a. ab. Korrigiert um die Inflation verblieb eine jährliche Rendite von 6,1%, was zu einer Verdopplung des investierten Vermögens nach nicht ganz zwölf Jahren führt.

«Schweizer Aktien haben seit 1926 eine Rendite von 7,7% pro Jahr abgeworfen»

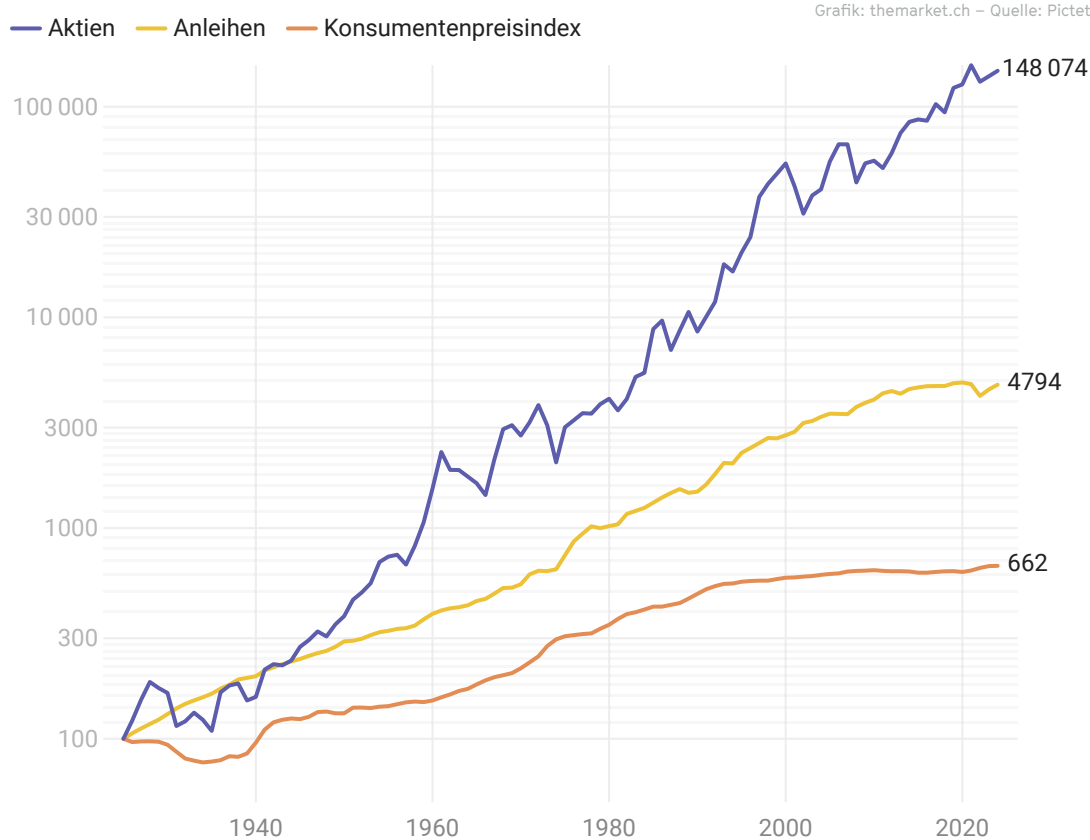
Der Befund gilt global, wie die Daten der Deutschen Bank, die teilweise zweihundert Jahre zurückreichen, zeigen. In Dollar gerechnet belief sich die mittlere globale inflationsbereinigte Rendite für Aktien auf 4,9% pro Jahr, ein Portfolio bestehend aus 60% Aktien und 40% Anleihen warf im Durchschnitt 4,2% ab, langfristige Staatsanleihen 2,6%, kurzfristige Staatsanleihen 1,9%, Gold 0,4% und Bargeld -2% pro Jahr. Geld unter der Matratze zu horten, war in der Vergangenheit demnach ein eindeutiges Verlustgeschäft.

Eingehen von Risiken lohnt sich

Die Autoren der Studie folgern: «Die Geschichte zeigt, dass Anleger für das Eingehen von Risiken und die Reinvestition der Dividenden und der Coupons von Aktien und Anleihen stets belohnt wurden.» Die Börsen klettern in der Realität allerdings nicht schön regelmässig nach oben. Das sollten Anleger gerade heute im Hinterkopf behalten, da Aktien aus dem Bereich künstliche Intelligenz unaufhaltsam in die Höhe zu streben scheinen. Auf gute Phasen folgen stets magere, und zwischendurch kommt es immer wieder zu brutalen Börsengewittern. So verlor der Weltaktienindex von MSCI – er umfasst rund 2500 Unternehmen aus Industrie- und Schwellenländern – in der Finanzkrise 2008 von seinem Höchst rund 60% an Wert. Während der Coronapandemie brach er vorübergehend um 34% ein, und auch auf den Zolsschock im April folgte ein Rückschlag. Aktienanleger müssen auch nach solch heftigen Kursbewegungen gut schlafen können. «Börsengewinne sind Schmerzensgelder. Erst kommen die Schmerzen, dann das Geld», meinte die Börsenlegende André Kostolany einst treffend.

1) Auf lange Sicht schneiden Aktien am besten ab

Nominale Wertentwicklung von Aktien und Obligationen sowie des Konsumentenpreisindex in der Schweiz (1926–2024, auf 100 indexiert, logarithmische Skala)



2) Aktien: Trotz Rückschlägen geht es langfristig nach oben

Weltaktienindex von MSCI (in \$)



Damit man die Rückschläge besser erkennt, ist die Skala logarithmisch.

Manch ein Anleger verliert in solchen Situationen jedoch die Nerven, verkauft alle seine Aktien und wendet sich von der Börse ab – womit er seine Chance auf langfristige Kapitalgewinne verspielt. Denn von seinem Jahrestiefst am 8. April ist der Weltaktienindex bereits wieder um 34,5% vorgeprescht, seit Jahresbeginn resultiert ein Zuwachs von rund 18,5% (in Dollar).

Ungünstiges Timing vermeiden

Das ungünstige Markttiming vieler Anleger ist auch ein wichtiger Grund, weshalb sie in der Regel schlechter abschneiden als die breiten Börsenindizes. Dabei zeigt die Historie, dass es sich lohnt, an einer einmal definierten Anlagestrategie festzuhalten. So hat der breite Aktienmarkt den Verlust über die Zeit

stets wettgemacht: «Seit 1926 hat niemand, der mindestens vierzehn Jahre lang in Schweizer Aktien investiert hat, einen Verlust seiner ursprünglichen Investition hinnehmen müssen», schreiben etwa die Analysten von Pictet in ihrer Studie.

Ein konsequenter Sparplan kann dabei helfen, ungünstiges Timing zu vermeiden und die Emotionen im Zaum zu halten. Wer sich einmal entschieden hat, zum Beispiel jeden Monat oder jedes Quartal einen bestimmten Betrag zu investieren, und das automatisch macht, muss keine Gedanken darüber verlieren, wie sich die Wirtschaft entwickelt, ob die Unternehmensgewinne wachsen oder ob die Bewertungen zu hoch sind. Der Sparplan läuft, es wird kontinuierlich investiert und am langfristigen Aufwärtstrend teilge-

In Kürze:

- Niedrige Zinsen erschweren den Vermögensaufbau
- An Aktien führt langfristig kein Weg vorbei
- Ein ETF-Sparplan kann die Erfolgchancen erhöhen

nommen. Diese psychologische Komponente sollte nicht unterschätzt werden. Mit einem konsequenten Sparplan wird zudem antizyklisch gehandelt. Wenn regelmässig ein bestimmter Betrag einzahlt und in die zuvor festgelegte Auswahl an Fonds investiert wird, erwirbt der Anleger mit dem fixen Betrag automatisch mehr Fondsanteile, wenn der Kurs fällt. Bei hohen Notierungen werden entsprechend weniger Anteile gekauft. Im Jargon ist dieses Vorgehen auch als Dollar Cost Averaging bekannt.

Der grösste Vorteil eines Sparplans liegt aber wahrscheinlich in der Einfachheit: Wiederkehrend eine Summe auf die Seite legen, investieren – und nichts mehr tun. Denn der Zinseszinsseffekt arbeitet von selbst, und je früher man anzulegen beginnt, desto kraftvoller wirkt er.

«Je länger der Anlagehorizont, desto höher darf die Aktienquote sein»

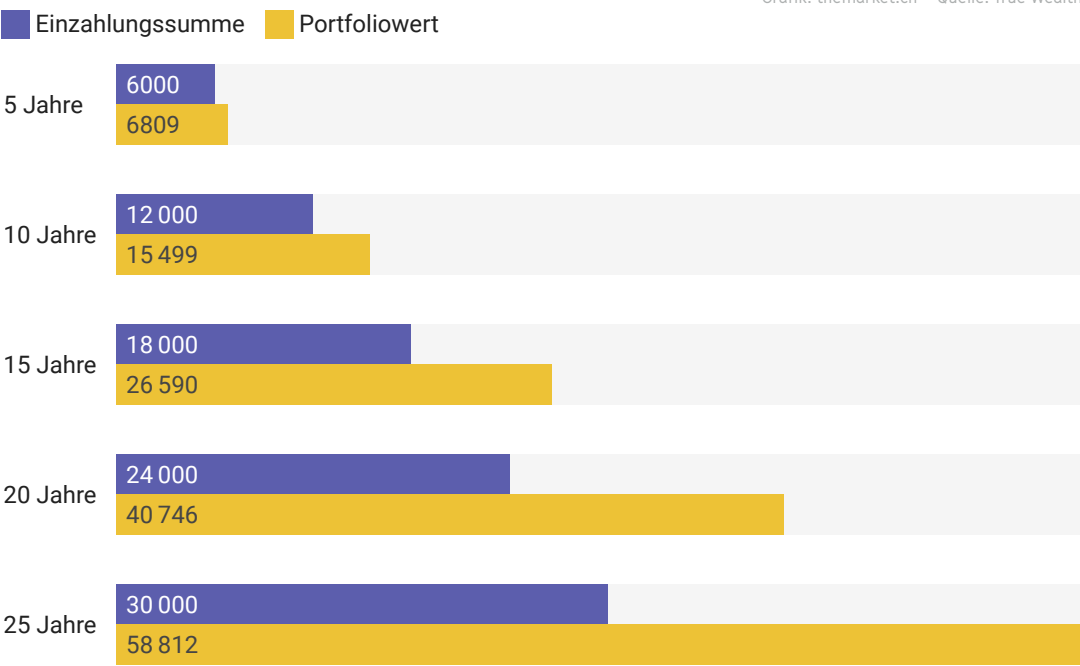
Ein Beispiel: Angenommen, jemand investiert jeden Monat 100 Fr. vollumfänglich in Aktien, und diese werfen pro Jahr 5% ab. Nach fünf Jahren werden aus den ursprünglich eingezahlten 6000 Fr. insgesamt 6809 Fr. Nach fünfzehn Jahren hat der disziplinierte Anleger 18 000 Fr. in seinen Sparplan gesteckt, und dessen Wert erreicht 26 590 Fr. Nach 25 Jahren resultiert beinahe eine Verdopplung des eingesetzten Kapitals: Die insgesamt investierten 30 000 Fr. sind auf mehr als 58 812 Fr. gewachsen.

Achtung, Kosten

Grundsätzlich gilt: je länger der Anlagehorizont und je stärker die Nerven, desto höher darf die Aktienquote sein. Aber weil die Kursbewegungen nicht vorhersehbar sind, soll nur Kapital investiert werden, das für mehrere Jahre nicht benötigt wird. Bei Sparplänen setzen Investoren bevorzugt auf kostengünstige ETF, aktive Fonds schmälern die Rendite oft schmerzlich, da sie in der Regel teurer sind und den Markt auf lange Sicht nur selten schlagen. Die erfolgreichen Fonds lassen sich im Voraus nicht verlässlich identifizieren. Die Kosten sind jedoch sicher, und je länger der Anlagehorizont, desto stärker fallen sie negativ ins Gewicht. Investiert jemand via ETF 100 000 Fr. zu einer Rendite von 5% p.a., wächst der Betrag nach zwanzig Jahren auf rund 265 000 Fr. Sind die Gesamtkosten nur 0,4 Prozentpunkte (Pp) höher und der Anlageerfolg identisch, schrumpft die Ren-

3) Die Macht eines ETF-Sparplans

Portfoliowert nach monatlicher Investition von 100 Fr. über verschiedene Zeithorizonte



Für das Rechenbeispiel werden eine Anlage von 100% in Aktien und eine jährliche Rendite von 5% angenommen. Durch den Zinseszinsseffekt ergibt sich bei einer regelmässigen Anlage von 100 Fr. nach 25 Jahren ein Mehrertrag von fast 29 000 Fr. (Differenz zwischen gelbem und blauem Balken).

dite, die dem Anleger verbleibt, auf 4,6% pro Jahr, und das Vermögen nimmt auf nicht ganz 246 000 Fr. zu. Die Differenz beläuft sich auf fast 20 000 Fr. Sind die Kosten um 0,7 Pp höher (und die verbleibende Rendite noch 4,3%), «verschenkt» der Anleger sogar rund 33 000 Fr. Bei Zusatzkosten von 1,2 Pp (Rendite von 3,8% versus 5%) erreicht die Differenz 54 500 Fr. Diese Kluft weitet sich mit zunehmender Dauer aus.

Was es braucht

Was braucht es, um einen Sparplan einzurichten? Zunächst einmal ein entsprechendes Konto, über das man handeln kann, am besten

bei einem Onlinebroker oder einer Smartphone-Bank, wo die Gebühren typischerweise geringer sind als bei traditionellen Banken. Anbieter in der Schweiz sind unter anderem Swissquote, Saxo Bank, True Wealth und Yuh, in Deutschland gehören Comdirect Bank, Finanzen.net zero, FlatexDegiro und ING dazu. Bei gewissen Anbietern wie Swissquote und Yuh lassen sich auch Bruchteile von Aktien und ETF kaufen (Fractional Trading). Das ermöglicht es den Marktteilnehmern, zum Beispiel in Namenaktien des Schokoladenherstellers Lindt & Sprüngli zu investieren, auch wenn sie sich keine Aktie – derzeit handelt sie bei rund 124 000 Fr. – leisten können oder möchten.

Sobald man bei einem solchen Broker ein Konto eröffnet und einen entsprechenden Geldbetrag darauf eingezahlt hat, kann es losgehen.

Welche ETF infrage kommen

Welche Aktien, Fonds oder ETF sollen Anleger kaufen? Wer möglichst wenig Aufwand betreiben möchte, investiert vorzugsweise regelmässig in einen globalen Aktien-ETF. Diese Produkte enthalten in der Regel mehr als tausend Unternehmen aus Industrie- und Schwellenländern, was eine recht umfassende Risikostreuung bietet.

Infrage kommen etwa ETF aus der folgenden Auswahl:

- **Amundi Prime All Country World**
(ISIN: IE0009HF1MK9, Gesamtkostenquote: 0,07%, physische Replikation, ausschüttend, in Dollar)
Umfasst rund 3500 Aktien rund um den Globus und bildet die Wertentwicklung des Solactive GBS Global Markets Large & Mid Cap Index nach.
- **Invesco FTSE All-World (Acc)**
(ISIN: IE000716YHJ7, Gesamtkostenquote: 0,15%, physische Replikation, thesaurierend, in Dollar)
Bildet den FTSE All World ab und umfasst 2360 Firmen weltweit.
- **SPDR MSCI All Country World (Acc)**
(ISIN: IE00B44Z5B48, Gesamtkostenquote: 0,12%, optimierte physische Replikation, thesaurierend, in Dollar)
Bildet den MSCI AC World ab und umfasst ungefähr 2500 Unternehmen.

Oft möchten Anleger den Heimmarkt stärker gewichten. In den obigen ETF haben die Schweiz und Deutschland ein Gewicht von je

bloss ungefähr 2%. Die Beimischung eines lokalen ETF hilft zudem, den hohen Anteil an US-Aktien (in allen drei Fonds liegt er bei ca. 60%) zu reduzieren. Man kann die US-Dominanz auch verringern, indem man zusätzlich Europa-, Schwellenländer- oder Japan-ETF hinzufügt. Für das Gros der Anleger dürfte ein Weltaktien-ETF, eventuell kombiniert mit einem ETF, der den Heimmarkt abbildet, allerdings ausreichen.

Für Schweizer Anleger bieten sich beispielsweise die folgenden ETF auf den Swiss Performance Index an:

- **iShares Core SPI**
(ISIN: CH0237935652, Gesamtkostenquote: 0,1%, optimierte physische Replikation, ausschüttend, in Franken)
- **UBS ETF SPI**
(CH0131872431, Gesamtkostenquote: 0,09%, optimierte physische Replikation, ausschüttend, in Franken)
- **Amundi Core Dax**
(ISIN: LU2611732046, Gesamtkostenquote: 0,08%, physische Replikation, ausschüttend, in Euro)
- **Xtrackers Dax ETF 1C**
(ISIN: LU0274211480, Gesamtkostenquote: 0,09%, physische Replikation, thesaurierend, in Euro)

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/t321





© LIECHTENSTEIN. The Princely Collections, Vaduz – Vienna



Investieren Sie Seite an Seite mit unserer Eigentümerfamilie

Vorausschauend
seit Generationen

Wer dieselben Ziele verfolgt, kommt gemeinsam besser voran. Vertrauen Sie auf unsere jahrzehntelange Erfahrung und legen Sie bei der LGT nach derselben Strategie an wie unsere Eigentümerin, die Fürstliche Familie von Liechtenstein. lgt.com/ch



Private
Banking

IMPRESSUM

The Market, die Finanzplattform für versierte Anlegerinnen und Anleger, bietet täglich Analyse und Orientierung, online und im Newsletter: themarket.ch Mit dieser Beilage erscheint The Market in gedruckter Form, um Ihnen die digitalen Inhalte von The Market vorzustellen. Folgen Sie The Market X: @TheMarket_CH LinkedIn: /company/the-market-ch Facebook: /TheMarketCH Newsletter: go.themarket.ch/newsletter Leserservice Telefon +41 44 258 10 00, service@nzz.ch Abonnement Probe-Abo 1 Monat: CHF 1.– go.themarket.ch/beilage Abo 1 Monat: CHF 37.– Abo 6 Monate: CHF 210.– Abo 1 Jahr: CHF 369.– Kombi-Spezialpreis für NZZ-Abonnentinnen und -Abonnenten: Abo 6 Monate: CHF 169.– Abo 1 Jahr: CHF 296.–	Redaktion Gabriella Hunter (GAH), Chefredaktorin gabriella.hunter@themarket.ch Sandro Rosa (SR), stv. Chefredaktor sandro.rosa@themarket.ch Manuel Boeck (MBO) manuel.boeck@themarket.ch Mark Böschen (MB) mark.boeschen@themarket.ch Mark Dittli (MD) mark.dittli@themarket.ch Christoph Gisiger (CG, Los Angeles) christoph.gisiger@themarket.ch Arne Gottschalck (AG) arne.gottschalck@themarket.ch Ulrich W. Hanke (UWH) ulrich.hanke@themarket.ch Henning Hölder (HOE) henning.hoelder@themarket.ch Ruedi Keller (RK) ruedi.keller@themarket.ch Angela Maier (AM) angela.maier@themarket.ch Gregor Mast (GM) gregor.mast@themarket.ch Carla Palm (PA) carla.palm@themarket.ch Peter Rohner (ROP) peter.rohner@themarket.ch	Freie Autorinnen und Autoren Lyn Alden (New York) Charles Biderman (Sacramento) Thierry Borgeat (Zürich) Tristan Bregy (Zürich) Marc Chandler (New York) Alfons Cortés (Vaduz) Kevin Duffy (Philadelphia) Jens Ehrhardt (München) Patrick Eugster (Zürich) Peter Frech (Zürich) Louis-Vincent Gave (Hongkong) Stefan Gerlach (Zürich) Daniel Haase (Hamburg) Thomas Hauser (Zug) Erwin W. Heri (Zürich) Peter E. Huber (Frankfurt) Alexander M. Ineichen (Zug) Ralf Kubli (Zürich) Jürg Lutz (Zürich) Martin Lück (Frankfurt) George Magnus (London) Howard Marks (Los Angeles) Michael Pettis (Peking) Heinz-Werner Rapp (Bad Homburg) David Rosenberg (Toronto) Bill Smead (Phoenix) Anne Stevenson-Yang (New York) Ronald-Peter Stöferle (Schaan) Zoltan Szelyes (Zürich) Beat Thoma (Zürich) Philippe Welti (Zürich) Bryan Whalen (Los Angeles) William R. White (Toronto) Beat Wittmann (Zürich) Daniel Woker (Zürich) Georg von Wyss (Schwyz) Jörg Wuttke (Washington) Nicolas Zahn (Zürich) Luigi Zingales (Chicago) Felix W. Zulauf (Zug)	Beratung und Verkauf Ana Micic (Lead Finance Media Partnerships) ana.micic@audienzz.com Telefon +41 79 547 94 74 Katharina Kälin (Key Account Manager Anzeigen) katharina.kaelin@nzzzone.ch Telefon +41 44 258 14 58 Fabio Pasinetti (Leiter Produktmanagement) fabio.pasinetti@themarket.ch Basil Flüeli (Lesermarkt Schweiz) basil.flueeli@themarket.ch Nadine Ashy (Lesermarkt Deutschland) nadine.ashy@nzz.ch The Market Aemtlерstrasse 96a CH-8003 Zürich Telefon +41 44 468 20 20 Mediadaten themarket.ch/werbung Konzeption und Gestaltung der Beilage Laurent Burst Bildnachweise Alle Charts und Tabellen: The Market Alle Porträtbilder der Autorinnen und Autoren: zur Verfügung gestellt S. 1: AlirezA/Adobe Stock S. 3: mozZz/Adobe Stock S. 6/7: Ore Huiying/Bloomberg S. 10: wmuzeach.pl S. 14/15: Hollie Adams/Bloomberg
--	---	--	--

NZZ

Live

Investment live

Impact-Investing: Mit Wirkung investieren – geht das, und was bringt es?

Dienstag, 25. November 2025
18.30–20.00 Uhr

NZZ-Foyer, Zürich, und online

Tickets und Informationen:
nzz.ch/live | +41 44 258 13 81



In den letzten Jahren ist das Thema Nachhaltigkeit vielerorts in den Hintergrund gerückt. Die USA haben lange die Standards im Bereich nachhaltiger Anlagen gesetzt, sind jedoch wegen Trumps erratischer Politik massiv zurückgerudert. Es treten neue Akteure auf den Plan. Dies hat unter anderem Einfluss auf das Impact-Investing: Es fokussiert auf den Einsatz von Kapital zur Erzielung positiver sozialer oder ökologischer Wirkungen bei gleichzeitiger Gewinnerzielung. Wo schafft Impact-Investing echten Mehrwert, und lässt er sich messen? Stellen Rendite und positive Wirkung einen Widerspruch dar? Wo droht Greenwashing? Und für wen eignet sich Impact-Investing, und wie gelingt der Einstieg?



Stephanie Bilo,
Chief Client & Investment
Solutions Officer, Mitglied
der Geschäftsleitung,
responsAbility



Susanne Kundert,
Leiterin Anlagen, Mitglied
der Geschäftsleitung,
Globalance Bank



Christoph Sax,
Chief Investment Officer,
VZ VermögensZentrum



Moderation:
Mark Dittli,
Geschäftsführer und Redaktor,
The Market

MEINUNG

Portfolioüberlegungen für den Weg zu einer neuen Weltordnung

In einer multipolaren Welt werden geopolitische Überlegungen zu einem wichtigen Bestandteil von Anlageentscheidungen. Europa bietet Investoren attraktive Perspektiven, doch der alte Kontinent braucht Führungsstärke und Reformen. **Von Tristan Bregy**

Die USA wollen nicht mehr, China ist zu klug, um es zu tun, und Europa könnte es nie durchsetzen: Einen Hüter der Weltordnung wie im 20. Jahrhundert gibt es heute nicht mehr. Russland und Indien arbeiten daran, ihre Rolle in einem fünfteiligen System – einer Pentarchie – zu zementieren, doch Hüter einer globalen Ordnung sein, das werden sie weder wollen noch können.

Die USA zertrümmern derweil den Westen. Der transatlantische Wirtschaftskreislauf bildete jahrzehntelang den Kitt zwischen Nordamerika und Europa. Er beruhte auf Respekt, geostrategischer Notwendigkeit und kultureller Nähe. Im Kalten Krieg galt Europa als unverzichtbare Pufferzone gegen den kommunistischen Feind.

«Einen Hüter der Weltordnung gibt es heute nicht mehr»

Spätestens seit der ehemalige US-Präsident Barack Obama Russland als «Regionalmacht» bezeichnete und die Ausrichtung der US-Interessen auf den Indopazifik betonte, ist klar: Europa verliert seine strategische Relevanz. Unter Donald Trump wird diese Neuausrichtung deutlich sichtbar. Für Europa könnte dies den überfälligen Reformdruck erzeugen.

Europas Falle der Einstimmigkeit

Das Einstimmigkeitsprinzip der Europäischen Union ist in einer Welt multipler Krisen nicht haltbar. Spätestens seit den zähen Verhandlungen zur Sanktionierung Russlands und Ungarns Blockadepolitik unter Viktor Orbán sollte das klar sein. Sollten die USA demnächst grössere Teile ihrer Truppen aus Europa abziehen, verlören sie auch das Oberkommando in der Nato. Die Europäer müssten es selbst übernehmen – eine Aufgabe, vor der man sich aus historischen Resentiments stets gedrückt hat. Mit dem Einstimmigkeitsprinzip ist das undenkbar.

Ein erneuertes «Weimarer Dreieck» aus Paris, Berlin und Warschau, ergänzt durch London und Rom, könnte in diesem Kontext Führungsverantwortung übernehmen. Dies wäre nicht nur eine Korrektur am Mechanismus des Einstimmigkeitsprinzips, sondern auch ein möglicher Startpunkt für neue Dynamiken im überregulierten Europa. Für strategische Bereiche benötigt Europa neue Gremien unter starker, aber koordinierter und vor allem handlungsfähiger Führung – ohne Einstimmigkeitsprinzip.

Die Einschätzung politischer und rechtlicher Risiken ist heute zentraler Bestandteil jeder Anlageentscheidung. Komplexe Sanktionsregimes, die Sabotage wichtiger Infrastruktureinrichtungen und massive Cyberangriffe sind zu einem Dauerphänomen geworden. Dazu kommen aggressive US-Zölle und stark schwankende Währungen, die Planungssicherheit unterminieren. Unternehmen können dadurch plötzlich in einen Negativstrudel exogener Faktoren geraten – mit schmerzhaften Folgen für ihre Investoren. Anleger müssen daher ihre Risikobereitschaft realistisch einschätzen, regelmässig überprüfen, und ihr strategischer Anlagehorizont darf nicht nur auf dem Papier bestehen.

Gold als Portfoliobaustein

Das Umfeld an den Finanzmärkten könnte zunehmend ruppig werden, und kurzfristige Ausschläge wie im vergangenen April könnten zunehmen. Szenariodenken wird zum unverzichtbaren Werkzeug. Gold bleibt deshalb trotz der starken Performance der vergangenen Jahre ein wichtiger Baustein für das Portfolio. Es sollte weiterhin Übergewichtet werden, was in der Praxis aber oftmals noch nicht der Fall ist. Immer mehr Zentralbanken erhöhen ihre Goldbestände – von Polen bis China. Mit einem Goldanteil an den Zentralbankreserven von erst 5% in China und wenig mehr als 10% in Indien ist das Potenzial für weitere Käufe beträchtlich.

Für Schweizer Anleger gilt es zudem, Währungsrisiken aktiv zu steuern. Die Verluste des Dollars im Jahr 2025 sprechen für sich.

Strukturelle Risiken wie die hohe Staatsverschuldung in den Industrieländern dürften weiterhin für Fremdwährungsverluste in Schweizer Portfolios sorgen, und die als sicher geltenden Staatsanleihen bedürfen einer kritischen Hinterfragung. Reichen die gegenwärtigen Renditen, um das damit einhergehende Risiko zu entschädigen?

Europäische Unternehmen aus Sektoren wie Verteidigung, kritische Infrastruktur und Technologie werden vom Investitionsboom europäischer Staaten profitieren. Dabei darf Verteidigung als Investition nicht mehr als Tabu gelten, wie es unter dem «Nachhaltigkeitslabel» lange der Fall war. Verteidigung und Rüstung sind nötig, um unsere schützenswerte Demokratie erhalten zu können.

«Unternehmen mit Fokus auf Europa haben viel Potenzial»

Vor dem Hintergrund der MAGA-Politik («Make America Great Again») und eines zunehmenden Verlusts des Vertrauens in die Verlässlichkeit der USA als Hüter einer wertebasierten Weltordnung haben neben den führenden US-Technologiewerten auch Aktien von Unternehmen mit Fokus auf Europa viel Potenzial. Wie der wichtige Report von Mario Draghi unterstreicht: Investitionen in Forschung und Entwicklung sind zentral für Europas Produktivität und bieten somit Rückenwind auch für europäische Aktien.

Alte Imperien, neue Risiken

Wladimir Putins Behauptung, der Zerfall der Sowjetunion sei die «grösste Katastrophe des 20. Jahrhunderts» gewesen, darf nicht als flapsige Bemerkung eines Wahnsinnigen abgetan werden. Sie markiert eine geopolitische Realität, die Europa ernst nehmen muss. Ähnliche Sehnsüchte nach vergangener Grösse sind auch andernorts präsent: in der Türkei, wo man dem Osmanischen Reich

nachtrauert und Griechenland mit Provokationen in der Ägäis unter Druck setzt, oder in Serbien, wo Präsident Vučić offen mit Grenzrevisionen kokettiert.

Solche Entwicklungen machen klar: Politische Risiken sind in der heutigen Welt kein Randthema mehr, sondern ein zentraler Faktor für strategische Anlageentscheidungen.



Tristan Bregy

Tristan Bregy war im Alter von 29 Jahren Gründer des unabhängigen Vermögensverwalters Valère Consulting in Zürich und später Gründungspartner von Valeria Capital in Liechtenstein, einem europäischen Asset-Manager. Für Letztere verwaltet er eine aktive Multi-Asset-Fondsstrategie. Mit einem Master-Abschluss in Applied History und einer internationalen Qualifikation als Finanzanalytiker (CIIA) bringt er ein Verständnis der modernen Geschichtswissenschaft verbunden mit wirtschaftlichen Zusammenhängen in seine Arbeit ein.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/t323



541% Aufwertung des Schweizer Frankens zum Dollar in den hundert Jahren seit 1924

Quelle: Deutsche Bank

IMMOBILIEN IM FOKUS.

Die Novavest Real Estate AG verfügt über ein breites Portfolio von Schweizer Immobilien mit Fokus Wohnen. Ausgerichtet auf die Bedürfnisse von Jung und Alt und professionell bewirtschaftet. So schaffen wir attraktiven Raum für Mieter und solide Werte für Aktionäre.



Erfahren Sie mehr novavest.ch/info

MAN MUSS KEIN SCHWYZERDÜTSCH KÖNNEN, UM DIESE **VORTEILE** ZU VERSTEHEN:

0 % Mehrwertsteuer und 100 % Sicherheit – unser Zollfreilager in der Schweiz.



Als Anleger von Silber, Platin und Palladium finden Sie in unserem Schweizer Zollfreilager eine sichere Heimat. Denn anders als in Deutschland können Sie Weissmetalle hier steuerfrei kaufen, lagern und wiederverkaufen – und sichern sich so einen günstigen Einstiegskurs für ein bestmögliches Ergebnis. Natürlich sind Sie dabei jederzeit zu 100 % versichert. Wir beraten Sie gerne: **online oder persönlich vor Ort.**