the market
NZZ

Unabhängige Analyse und Meinung
für bessere Entscheidungen an den Finanzmärkten

themarket.ch

Was die Finanzmärkte 2027 bewegen wird

Die Nervosität an den Börsen wächst: Zinsen und Ölpreis drücken auf die Kurse, doch die Rotation in defensive Sektoren sorgt für Stabilität. Ob das 2027 so bleibt oder eine grössere Korrektur folgt, wird sich weisen. The Market analysiert die Risiken und zeigt, wo sich für Investoren Chancen eröffnen.

Seite 4: Konjunkturausblick: Schub- und Bremsfaktoren heben sich auf
Seite 6: Jim Bianco: «Wir befinden uns erst in der Phase, in der sich eine Blase bildet»
Seite 8: Bond- und Aktienmärkte sind auf Kollisionskurs
Seite 10: Goldminenaktien werden Geduld belohnen
Seite 12: Entzauberte Darlings bieten Einstiegschancen
Seite 14: Hendrik Leber contra Stefan Rehder: «ServiceNow und SAP gehören zu den Profiteuren von KI»
Seite 16: Risiken und Chancen für Tech-Investoren
Seite 20: Die attraktivsten Schweizer Dividendenaktien

30 Tage Online-Abo für 1.–
go.themarket.ch/beilage

Den Anlagehorizont langfristig erweitern?
Sicher geht das.

Gemeinsame Stärke für langfristigen Anlageerfolg.
Mit dem Asset Management von Helvetia.



Mit einem verwalteten Vermögen von über CHF 100 Milliarden zählt das Asset Management der Helvetia Baloise Gruppe zu den grössten Versicherungs-Asset-Managern der Schweiz. Profitieren Sie von gebündelten Kompetenzen, langjähriger Erfahrung und einem breiten Angebot an Anlagelösungen für Ihre individuellen Anlageziele.

Wichtiger Rechtshinweis: Dies ist eine Werbemitteilung. Die enthaltenen Informationen dienen ausschliesslich Informationszwecken und stellen weder eine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung noch eine Empfehlung, ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Dienstleistungen dar. Massgeblich sind ausschliesslich die jeweils geltenden rechtlichen Produktdokumente. Anlagen sind mit Risiken verbunden; Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Diese Werbemitteilung entbindet die Empfängerin bzw. den Empfänger nicht von ihrer bzw. seiner eigenen Beurteilung und kann eine Beratung hinsichtlich der Vereinbarkeit mit ihren bzw. seinen Verhältnissen auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere auf sie bzw. ihn anwendbare Kriterien nicht ersetzen.

helvetia

MEINUNG

Keine Angst vor dem nächsten Crash

KI-Blase, steigende Zinsen, geopolitische Spannungen: Es gibt viele Gründe, einen Börsencrash zu fürchten. Dennoch ist es nicht ratsam, aus dem Aktienmarkt auszusteigen. **Von Henning Hölder**



In Kürze:

- **Das Marktumfeld ist höchst unsicher**
- **Aktien liefern langfristig die attraktivsten Renditen**
- **Anleger sollten ausgewogen und diversifiziert investieren**

Ein ungutes Gefühl treibt derzeit viele Investoren um. Zwar notieren die globalen Aktienindizes nicht weit von ihrem Höchststand, doch die Angst vor einem Börsengewitter, insbesondere vor einem Platzen der Blase rund um das Thema künstliche Intelligenz (KI), ist allgegenwärtig. Hedge-Funds-Manager und Citadel-Gründer Ken Griffin warnt vor einer möglichen Spekulationsblase im Zuge des KI-Booms. Der Marktstratege Michael Hartnett von Bank of America rät Anlegern derweil, vorerst Risiken zu meiden. Und die Ökonomen von Capital Economics halten einen Einbruch des US-Aktienmarktes bis Ende 2027 um 30% für möglich.

In der Tat bewegen sich Investoren im Herbst 2026 in einem Umfeld, das vor Unsicherheiten nur so strotzt. Da ist die wachsende Sorge, dass der gewaltige KI-Investitionsboom nicht zu den gewünschten Erträgen führen könnte. Massiv gestiegene Zinsen drücken auf die Aktienbewertungen und verteuern Kredite für Staaten wie Unternehmen. Zudem stellen die rasch steigenden Zinsen das Finanzsystem auf die Probe. Eine Börsenweisheit besagt, dass die Zinsen so lange steigen, bis irgendwo in der Wirtschaft oder im Finanzsystem etwas zu Bruch geht. Ein prominentes Opfer der geldpolitischen Straffung 2022 war die Silicon Valley Bank. Ihr Zusammenbruch im Frühjahr 2023 löste eine Bankenkrise aus, die auch den Untergang der bereits schwer angeschlagenen Credit Suisse beschleunigte.

Trump bleibt ein Risikofaktor

Hinzu kommt ein erratisch agierender US-Präsident, dessen kopflose Handels- und Geopolitik internationale Handelswege beeinträchtigt, zur Verteuerung von Rohstoffen beiträgt und den Inflationsdruck zusätzlich anheizt. Darüber hinaus hat er die regelbasierte Weltordnung, wie wir sie seit Jahrzehnten kennen, schwer beschädigt. Unter der amerikanischen Führung von Donald Trump werden wirtschaftliche Abhängigkeiten immer unverfrorener als politische Druckmittel eingesetzt, während internationale Regeln an Bedeutung verlieren.

> «Unter der Oberfläche brodelt es schon seit längerer Zeit»

Zwar hat Trump bei den Kongresswahlen vom 3. November eine schwere Niederlage erlitten – seine Republikaner haben sowohl im Repräsentantenhaus als auch im Senat die Mehrheit klar an die Demokraten verloren. Aussen- und handelspolitisch hat Trump allerdings weiterhin weitreichende Befugnisse. Dieses Spielfeld könnte für ihn umso interessanter werden, je stärker die Demokraten ihm in der Innenpolitik das Leben schwermachen. Fraglich ist zudem, ob sich die Weltkonjunktur trotz des schwierigen Umfelds weiterhin so widerstandsfähig zeigen wird. Ein Teil des Wachstums wird von staatlichen Ausgaben und dem KI-Investitionsboom getragen. Sollten diese Impulse nachlassen, könnte die Konjunktur stärker an Schwung verlieren als erwartet.

Kurzum: Es gibt genügend Gründe, mit Sorge in die Zukunft zu blicken. Die Angst vor einem starken Gewitter an den Börsen ist nachvollziehbar. Tatsächlich sind die Märkte denn auch seit Monaten nervös. Auch wenn auf Indexebene lange kaum Verluste zu verzeichnen waren, rumort es unter der Oberfläche schon länger. Gemäss Mike Wilson von Morgan Stanley haben zwischen Juni und Anfang November rund 60% der Aktien im Russell 3000 vorübergehend mindestens 20% verloren – der Index umfasst die 3000 grössten kotierten US-Konzerne.

Der Anlagestratege sieht die seit Juni laufende Korrektur am US-Aktienmarkt jedoch bereits in ihrer Schlussphase. Denn während die grossen Indexschwergewichte zuletzt Federn liessen, konnten kleinere Valoren wieder Boden gutmachen – ein Zeichen für eine verbesserte Marktbreite. Für Wilson ist dies ein typisches Muster gegen Ende einer Korrektur. Positiv ist auch, dass die Schwäche der KI-Aktien mit einer Erholung in anderen, lange vernachlässigten Sektoren wie Gesundheit und Basiskonsum einherging. Das nährt die Hoffnung, dass wir lediglich einen Wechsel der Marktführerschaft erleben und keinen allgemeinen Rückzug der Anleger aus Aktien. Auch Doug Peta, Stratege beim kanadischen Anlageberater BCA Research, blickt grundsätzlich zuversichtlich auf das Börsenjahr 2027. Er erwartet, dass die grossen Technologieunternehmen ihre Investitionsbudgets für das kommende Jahr eher übertreffen als unterschreiten werden. Für die Zeit danach schlägt er allerdings Alarm: Sollten die KI-Investitionen 2028 deutlich zurückgehen, droht eine Rezession, da andere Investitionen kaum schnell genug wachsen dürften, um die entstandene Lücke zu schliessen.

Die Illusion des perfekten Timings

Wie es tatsächlich kommen wird, wissen wir nicht. Die Geschichte liefert Anhaltspunkte: Sie zeigt, dass technologische Revolutionen wie die künstliche Intelligenz häufig einen Investitionsboom auslösen, der früher oder später in Überkapazitäten mündet und in schmerzhaften Börsenkorrekturen endet. So war es bei der Eisenbahnmanie im 19. Jahrhundert, beim Boom rund um die Elektrifizierung in den 1920er-Jahren sowie bei der Internet-Blase um die Jahrtausendwende. Doch den Zeitpunkt einer solchen Korrektur vorherzusagen, ist unmöglich.

Die wichtigste Regel für langfristig orientierte Investoren lautet daher, sich von Crashängsten nicht dazu verleiten zu lassen, überstürzt aus dem Aktienmarkt auszusteigen. Ein Börsencrash tut weh. Doch der Versuch, ihm durch geschicktes Market Timing zu entgehen, kann noch schmerzhafter sein. Vom legendären Fondsmanager Peter Lynch stammt das Börsenbonmot, dass Investoren weit mehr Geld bei dem Versuch verloren hätten, sich auf Börsenkorrekturen vorzubereiten, als durch die Korrekturen an sich. Selbst wer den perfekten Ausstiegszeitpunkt erwischt, hat wenig gewonnen, wenn er anschliessend den richtigen Moment für den Wiedereinstieg verpasst. Häufig beginnt die Erholung, wenn die Nachrichtenlage noch ausgesprochen düster ist. Der amerikanische Finanzdienstleister Vanguard hat ausgerechnet, dass ein hypothetisches Investment von 100'000 $ in den S&P 500 zwischen 1988 und 2024 auf knapp 5 Mio. $ angewachsen wäre. Wer beim Versuch, den richtigen Ein- und Ausstiegszeitpunkt zu erwischen, die zehn besten Handelstage verpasst hat, muss mit rund halb so viel vorliebnehmen. Wem angesichts der aktuellen Risiken mulmig wird, sollte bedenken, dass es in der Geschichte immer wieder gute Gründe gab, sich vom Aktienmarkt zurückzuziehen. In den vergangenen 125 Jahren haben die Börsen zwei Weltkriege, zahlreiche Ölpreis- und Inflationsschocks sowie den Kalten Krieg überstanden. Letzterer konfrontierte die Menschheit über Jahrzehnte mit der latenten Gefahr eines atomaren Konflikts.

> «Man findet immer gute Gründe, um Aktien zu verkaufen»

Allein im neuen Jahrtausend kamen das Platzen der Dotcom-Blase, die globale Finanzkrise, die Eurokrise und zuletzt die Covid-Pandemie hinzu. Jede dieser Krisen war einschneidend, viele gingen mit tiefgreifenden politischen und wirtschaftlichen Umwälzungen einher. Dennoch haben sich die Aktienmärkte immer wieder erholt. Denn hinter Aktien stehen Unternehmen, die sich an veränderte Bedingungen anpassen und Wert schaffen. Einzelne mögen scheitern, doch die Fähigkeit der Wirtschaft, sich laufend zu erneuern, bleibt bestehen.

Das «Global Investment Returns Yearbook 2026» der Grossbank UBS zeigt, dass in allen 21 untersuchten Ländern mit durchgehenden Renditereihen seit 1900 – darunter auch die Schweiz und Deutschland – Aktien langfristig besser abgeschnitten haben als Anleihen und Geldmarktanlagen. Natürlich heisst das nicht, dass sich jeder Aktienmarkt von jeder Krise rasch erholt. In Japan dauerte es nach dem Platzen der gewaltigen Aktien- und Immobilienblase Ende 1989, einer anschliessenden Bankenkrise und jahrzehntelanger wirtschaftlicher Stagnation mehr als dreissig Jahre, bis der Nikkei seinen alten Höchststand wieder erreichte. Das Beispiel spricht jedoch nicht gegen eine langfristige Anlage in Aktien, sondern unterstreicht vielmehr, wie wichtig eine breite Diversifikation ist – über verschiedene Sektoren, aber auch über Länder und Regionen hinweg. Es gibt gute Gründe zu glauben, dass der US-Aktienmarkt und insbesondere der Technologiesektor überhitzt sind und in den kommenden Jahren relativ gesehen schlechter abschneiden werden. Allerdings bringen Marktbeobachter diese Argumente schon seit Jahren vor – und wurden immer wieder eines Besseren belehrt.

Keine einseitigen Wetten

Wer US-Aktien skeptisch gegenübersteht, sollte deshalb aber nicht sämtliche amerikanischen Titel aus dem Depot werfen. Trotz der hohen Bewertung vieler Tech-Konzerne bleiben ihre langfristigen Wachstumsperspektiven vielversprechend. Wann sich die Marktführerschaft an den Börsen nachhaltig verschiebt, lässt sich kaum vorhersagen. Sinnvoller ist ein breit diversifiziertes Portfolio – und zwar über die Anlageklasse Aktien hinaus. Anleihen hoher Bonität und ausreichend Liquiditätsreserven können ebenso dazu beitragen, die Verluste bei einem Börsencrash abzufedern und zu verhindern, dass Anleger ausgerechnet in einer Schwächephase gezwungen sind, Aktien zu verkaufen. Das Portfolio darf dabei aber durchaus Platz für eigene Überzeugungen haben.

Wer US-Technologietitel untergewichten will, kann auf Europa oder Segmente wie Gesundheit, Industrie und Basiskonsum ausweichen. In dieser Beilage stellen wir Ihnen eine Reihe von Anlageideen für 2027 vor: von attraktiven Dividendenaktien über gefallene Börsenlieblinge, die nun wieder interessant sein könnten, bis hin zu Minenaktien – und ja, auch KI-Aktien finden sich darunter. Wichtig ist, dass solche Überzeugungen nicht zu einseitigen Wetten verleiten. Der legendäre Value-Investor John Templeton sagte einst, Diversifikation sei unabdingbar – schliesslich sollten wir alle bescheiden genug sein, anzuerkennen, dass wir uns irren können.



Henning Hölder

Redaktor bei The Market. Sein Fokus liegt auf Schweizer Unternehmen und Branchenanalysen. Zudem beobachtet er die Kryptoszene sowie den deutschen Aktienmarkt.

Kontakt: henning.hoelder@themarket.ch
X: @HoelderH

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/u33

1974 Jahr, in dem Frankreich letztmals einen Überschuss im Haushaltsbudget ausgewiesen hat

Quelle: Gavekal Research

ANALYSE

Konjunkturausblick: Schub- und Bremsfaktoren heben sich auf

Dank KI-Investitionen und einer lockeren Fiskalpolitik hat die Weltwirtschaft den Energiepreisschock und die US-Zölle erstaunlich gut verkraftet. Doch wie lange halten diese Wachstumsstützen noch, und was heisst das für die Inflation und die Zinspolitik? **Von Peter Rohner**

In Kürze:

- **Konjunktur hält Energiepreisbelastung stand**
- **KI-Investitionen sorgen für Rückenwind**
- **Mehrheit der Unternehmen ist vorsichtig optimistisch**

Die Robustheit der Weltwirtschaft ist eine der grössten Überraschungen des Jahres. Wer hätte gedacht, dass ein neuer Golfkrieg und die Blockade der wichtigsten Ölhandelsroute der Welt global betrachtet relativ wenig ökonomischen Schaden anrichten würden? Nur schon die Vorstellung, dass der Ölpreis länger über 100 $ pro Fass liegen könnte, trieb Ökonomen im März zu düsteren Prognosen. Analysten der US-Grossbank Goldman Sachs erhöhten die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession auf 30%, den höchsten Wert seit der Lokalbankenkrise rund um den Kollaps der Silicon Valley Bank Anfang 2023. Heute spricht kaum noch jemand von einem Wirtschaftseinbruch. Doch die globale Energieversorgungslage bleibt angespannt. Die Ölnotierungen und vor allem die europäischen Gaspreise liegen deutlich über dem Niveau vor Ausbruch des Iran-Kriegs (vgl. Grafik 1).

1) Die Energiepreise erhöhen den Inflationsdruck

Preisentwicklung in den vergangenen zwei Jahren

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



Stand: 4. November 2026

> «Die Industrie ist kein Bremsklotz mehr für die Konjunktur»

Das erhöht den Aufwärtsdruck auf die Inflation, das Wachstum wurde dadurch aber nicht ausgebremst. Der wirtschaftliche Einbruch beschränkt sich auf die vom Krieg direkt betroffene Golfregion. Insgesamt aber ist die Weltwirtschaft auf gutem Weg, mit einer Jahresrate von inflationsbereinigt rund 3% zu wachsen. Das ist weniger als im Vorjahr, stellt aber keinen Einbruch dar.

Unternehmen sind optimistisch

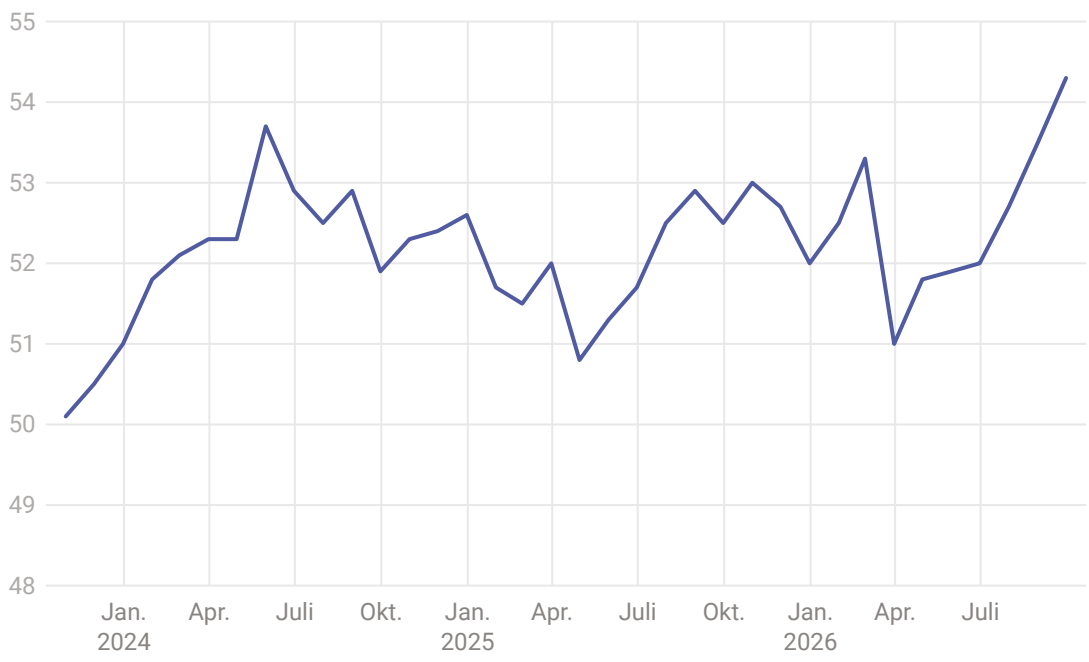
Die Weltwirtschaft scheint die kostentreibenden Zölle und die Kriege gut zu verkraften. Konjunkturindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes (PMI) haben sich vom Einbruch im Frühling mit wenigen Ausnahmen erholt (vgl. Grafik 2). Die gute Stimmung bei den Unternehmen steht im Kontrast zum Frust der von den hohen Sprit- und Lebensmittelpreisen gebeutelten Konsumenten. Die Industrie ist nicht mehr der Bremsklotz, sondern hat konjunkturell zum Dienstleistungssektor aufgeschlossen. «Die expansive Fiskalpolitik und die positiven Impulse durch den KI-Boom haben die negativen Auswirkungen des Iran-Kriegs und die Belastung durch höhere US-Zölle ausgeglichen», meint dazu Goldman-Sachs-Chefökonom Jan Hatzius. In den USA hallt der Effekt der Steuersenkungen im Rahmen des One-Big-Beautiful-Bill-Gesetzes nach, auch in anderen grossen Industrieländern wird eher geklotzt als gespart. Denn die Verteidigungsausgaben müssen steigen.

Auch der Internationale Währungsfonds (IWF) hat die Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft in der neusten Ausgabe seines Outlooks beleuchtet. Als Ursache nennt er ebenfalls den Boom rund um das Thema künstliche Intelligenz (KI) sowie die abnehmende Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen. Der Energieverbrauch pro Einheit des globalen Bruttoinlandprodukts (BIP) ist in den vergangenen zwei Jahrzehnten um rund ein Drittel gesunken. Im weltweiten Strommix haben Wind- und Solarenergie die Gaskraftwerke mittlerweile überholt. Dadurch schlagen Ölpreisschocks weniger stark auf Konsum und Produktion durch. Zudem fällt der Anstieg des Rohölpreises im Vergleich zu den Ölkrisen der Siebziger- und frühen Achtzigerjahre bislang moderat aus. Engpässe liessen sich durch die Umleitung von Handelsströmen und eine höhere Produktion in anderen Regionen teilweise abfedern. Hilfreich waren zudem die beträchtlichen Ölreserven auf See und Chinas Bereitschaft, auf seine gut gefüllten Lager zurückzugreifen. Den Nettoeffekt der hohen Energiepreise auf das globale Wirtschaftswachstum beziffert der IWF auf –0,3 Prozentpunkte.

2) Die Wachstumsdelle ist überwunden

Globaler, sektorübergreifender Einkaufsmanagerindex, gewichtet nach dem Bruttoinlandprodukt der Länder (Composite PMI)

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



Werte über 50 signalisieren Wachstum. Stand: 30. Oktober 2026

Geopolitik sorgt für Gegenwind

Ohne den KI-Boom wären die Wachstumseinbussen grösser, vor allem in den USA. Die US-Wirtschaft dürfte dieses Jahr real zwischen 2 und 2,5% wachsen, was in etwa dem Potenzialwachstum entspricht. Die KI-Investitionen belaufen sich auf rund 1,8% des BIP und beleben weite Teile der Industrie. Gemäss Berechnungen der Distriktsnotenbank von St. Louis machten die KI-Investitionen letztes Jahr fast 40% des US-Wachstums aus.

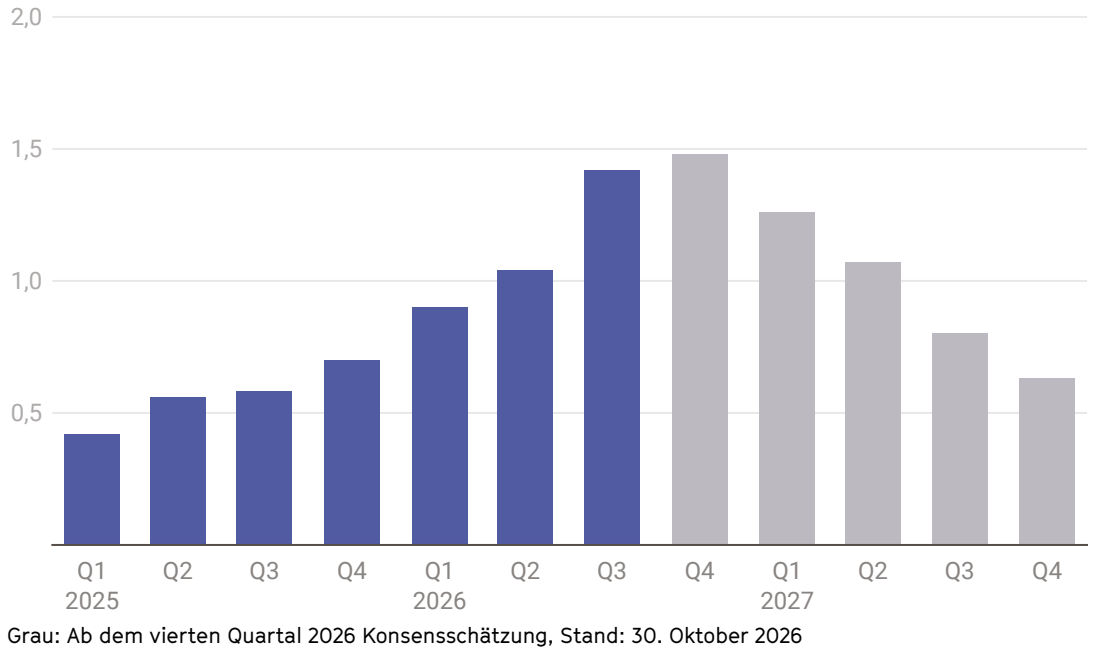
> «Der Wachstumsimpuls der KI-Investitionen lässt nach»

Da der Grossteil der Ausrüstungsgüter und Chips jedoch importiert wird, ist der Netto-Effekt auf das US-Wachstum geringer, als die hohen Kapitalausgaben suggerieren. Dafür profitieren andere Länder wie Taiwan oder Südkorea überproportional. Nicht zu unterschätzen ist der indirekte Effekt des KI-Booms auf den US-Konsum. Die steigenden Aktienkurse blähen die Vermögen auf und sorgen dafür, dass zumindest die Bevölkerungsschichten mit Aktienvermögen die Ausgaben steigern. Goldman Sachs schätzt den Vermögenseffekt auf das Konsumwachstum auf 0,4 Prozentpunkte, beziehungsweise auf 0,25% des BIP. Nun ist die Frage, wie nachhaltig diese Wachstumsbooster sind und ob die Konjunktur nächstes Jahr an Fahrt gewinnt.

3) Der KI-Wachstumsimpuls ist wohl auf dem Zenit

Hyperscaler: Zunahme der Investitionen gegenüber Vorjahresquartal, in % des US-Bruttoinlandprodukts

Grafik: themarket.ch – Quelle: Goldman Sachs



Grau: Ab dem vierten Quartal 2026 Konsensschätzung, Stand: 30. Oktober 2026

Der IWF sieht die Weltwirtschaft im Spannungsfeld zwischen geopolitischen Konflikten und dem KI-Boom, zeigt sich insgesamt aber zuversichtlich. Für 2027 hat er seine globale Wachstumsprognose jüngst auf 3,4% angehoben. Ausschlaggebend sind die erwartete Entspannung an den Energiemärkten sowie positive Ausstrahlungseffekte und Produktivitätsgewinne durch den KI-Boom. Vonseiten der KI-Investitionen lässt der erwartete Wachstumsimpuls jedoch nach (vgl. Grafik 3). Im Durchschnitt schätzen die Bankökonomen, dass das Wachstum der Investitionsaus-

67% Gesamtrendite des MSCI China in den vergangenen dreissig Jahren (inkl. Dividenden, in Fr.). Entspricht 1,7% pro Jahr.

Quelle: Bloomberg

gaben der Hyperscaler im Verhältnis zum US-BIP Ende 2026 seinen Höhepunkt erreicht und danach abflaut. Deswegen sind nicht alle so optimistisch wie die IWF-Ökonomen, was die Wachstumsaussichten anbelangt. Einigkeit herrscht lediglich im Hinblick auf die Erwartung, dass die Energiepreise eher fallen als steigen und so die Konjunktur weniger stark belasten als im laufenden Jahr.

Nur wenige Zinserhöhungen nötig

Hatzius von Goldman Sachs nennt ausserdem das höhere Zinsniveau als Risikofaktor. Es wirke sich vor allem über den Immobilienmarkt negativ auf die volkswirtschaftliche Dynamik aus. Die Kehrseite dieser durchzogenen US-Wachstumsaussichten ist der dämpfende Effekt auf die Inflation. Genau deshalb erwartet auch das Researchhaus Capital Economics nach einem kurzfristigen Aufbäumen einen Rückgang der Teuerungsrate im kommenden Jahr. Die Gefahr von Zweitrundeneffekten sei gering, schreibt Chefökonom Neil Shearing. Der Arbeitsmarkt sei nicht mehr so angespannt wie 2022, und die Unternehmen berichteten von einer durchzogenen Nachfrage.

> «Frankreich belastet das Wachstum in der Eurozone»

In diesem Umfeld dürften die Notenbanken ihre Leitzinsen laut Shearing weniger stark anheben, als derzeit an den Zinsderivatmärkten eingepreist ist. Goldman Sachs bringt sogar bereits wieder Zinssenkungen ins Spiel. Ende 2027 könnte es so weit sein. Die Mehrheit der Marktteilnehmer erwartet jedoch, dass die US-Notenbank Fed nach einer Zinserhöhung im Dezember den Leitzins im kommenden Jahr mindestens noch einmal anhebt.

Auch in der Eurozone sind innerhalb eines Jahres drei Zinsschritte von jeweils einem Viertelprozentpunkt eingepreist, obwohl die Wachstumsaussichten auch dort durchzogen sind (vgl. Grafik 4). Der sektorübergreifende Composite PMI hat sich im Oktober leicht abgeschwächt, liegt mit 51,7 Punkten aber weiterhin über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. In Frankreich ist der Einkaufsmanagerindex dagegen bereits wieder unter diese kritische Marke gefallen. Goldman Sachs geht davon aus, dass die Europäische Zentralbank den Leitzins in diesem von Unsicherheit geprägten Umfeld höchstens noch einmal anheben wird. Selbst dieser für Dezember eingepreiste Schritt sei keineswegs mehr sicher, sagt Hatzius. Die Turbulenzen am französischen Anleihenmarkt hätten die Finanzierungsbedingungen verschärft und belasteten das Wachstum. Gleichzeitig gilt: Je schwächer die Nachfrage, desto schwieriger wird es für Unternehmen, die höheren Energiepreise weiterzugeben. Darauf hat auch EZB-Präsidentin Christine Lagarde hingewiesen. Der IWF stellt der Eurozone für nächstes Jahr ein BIP-Wachstum von 1,2% in Aussicht, geprägt von einer Erholung in Deutschland. Die Wachstumslokomotive Spanien dürfte hingegen wegen politischer Spannungen und höherer Zinsen etwas an Dynamik verlieren, schreibt die Commerzbank.

Keine Impulse aus China

Vor der Covid-Pandemie ruhte bei schwacher Konjunktur im Westen die Hoffnung oft auf China. Seither gibt die zweitgrösste Volkswirtschaft dem Westen eher Anlass zur Sorge. Auch in diesem Jahr. Offiziell hat sich das Wachstum in den ersten neun Monaten von 5% im Vorjahr auf 4,6% abgeschwächt. Weitaus problematischer für den Rest der Welt ist jedoch die wachsende Kluft zwischen der schwachen Binnennachfrage und dem boomenden Aussenhandel. Letzterer wird vor allem von der Nachfrage nach KI-Ausrüstung und grünen Technologien angetrieben und beschert dem Land rekordhohe Handelsüberschüsse. Kein Wunder, dass sich immer mehr Staaten Zölle oder andere protektionistische Massnahmen überlegen. Gleichzeitig bleibt die Konsumnachfrage in China schwach. Die Krise am Immobilienmarkt dauert mittlerweile sechs Jahre, und die Arbeitslosigkeit steigt trotz der dynamischen Exportwirtschaft. Entsprechend halten sich die Konsumenten mit Ausgaben zurück. Zuletzt war der Umsatz der grossen Detailhändler im Jahresvergleich sogar rückläufig.

Die Regierung macht keine Anstalten, das Wachstumsmodell umzustellen und den Konsum auf Kosten der Produktion und der Exportindustrie zu stärken. Mit kleinen Eingriffen, wie etwa Subventionen für Hypotheken oder mehr Kapital für staatliche Finanzinstitute, versucht Peking, den Konsum so zu stützen, dass die eigenen Wachstumsziele erreicht werden können. Aber auf den grossen Wurf warten die Handelspartner vergeblich.

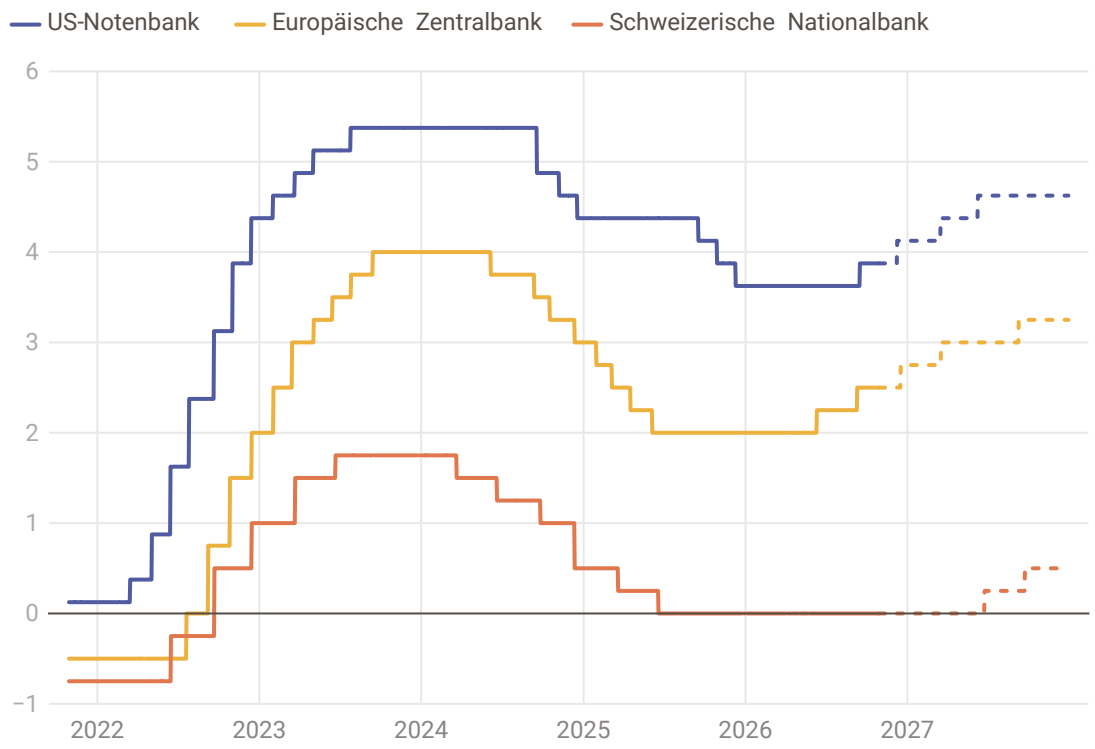
Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/u35

4) Der Markt preist weitere Zinserhöhungen ein

Leitzinsen und Markterwartung bezüglich des Zinspfades, in %

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



Bandmitte der Fed Funds Target Rate, Einlagesatz der Europäischen Zentralbank und Erwartungen gemäss Preisen für Zinsderivate (Fed Funds Futures, Swaps), Stand: 30. Oktober 2026

Chancen.
Genutzt.

Langfristige Beziehungen und direkter Zugang zu unseren Experten – um Anlagechancen in konkrete Ergebnisse zu verwandeln.
Das ist EFG Private Banking.



EFG Private Banking

Zürich Genf Lugano Bern Chiasso Gstaad Lausanne Locarno St. Moritz Vaduz
London Luxemburg Monaco Jersey Dubai Hongkong Singapur Sydney Miami

Entdecken Sie mehr auf **efg.com**

853% Gesamtrendite des MSCI India in den vergangenen dreissig Jahren (inkl. Dividenden, in Fr.). Entspricht 7,8% pro Jahr.

Quelle: Bloomberg

INTERVIEW

«Wir befinden uns erst in der Phase, in der sich eine Blase bildet»

Jim Bianco, Gründer von Bianco Research, sagt im Interview, weshalb der Boom im Bereich künstliche Intelligenz vorerst anhalten dürfte. Zudem äussert er sich zum globalen Anstieg der Zinsen und erklärt, warum Anleihen wieder einen festen Platz im Portfolio verdienen. **Von Christoph Gisiger**

Die globalen Finanzmärkte stehen an einem kritischen Punkt. Angesichts des weltweiten Anstiegs der Zinsen, der geopolitischen Unsicherheit sowie der Versorgungsengpässe im Energiesektor sind Investoren mit bedeutenden Herausforderungen konfrontiert. Eine Schlüsselfrage ist, wie es mit dem Boom im Bereich künstliche Intelligenz weitergeht. Für Jim Bianco verändert ein Faktor die Ausgangslage entscheidend: «Die mit Abstand wichtigste Entwicklung ist, dass Anleihen nun zu einer ansprechenden Anlage werden», sagt der Gründer des Anlageberaters Bianco Research. «Ich sehe hier erstmals wieder echte Chancen, nachdem ich in den vergangenen sechs Jahren negativ eingestellt war.»

Im Interview erläutert der Marktstratege aus Chicago, weshalb die Renditen an den Bondmärkten auf absehbare Zeit kaum nennenswert sinken dürften und welche Folgen sich daraus für die Ausrichtung eines robusten Portfolios ergeben. Auch erklärt er, welches Risiko die meisten Anleger mit Blick auf KI und die massiven Investitionen in Rechenzentren unterschätzen.



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. Mit dem Bianco Research Fixed Income Total Return Index betreut er zudem einen eigenen Index zum Bondmarkt, 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 Stratege für den US-Handel bei UBS, Shearson Lehman Brothers und beim Investmenthaus First Boston, das später von Credit Suisse gekauft wurde.

«Anleihen werden wieder zu einer attraktiven Anlage»

Herr Bianco, die Märkte treten die Schlussetappe eines ereignisreichen Jahres an. An Überraschungen und neuen Trends dürfte es auch künftig nicht fehlen. Was ist Ihr Rat für eine erfolgreiche Anlagestrategie?
Die mit Abstand wichtigste Entwicklung ist, dass Anleihen wieder zu einer ansprechenden Anlage werden. Ich sehe hier erstmals wieder echte Chancen, nachdem ich in den letzten sechs Jahren negativ eingestellt war. Zu den gegenwärtigen Bewertungen sind Anleihen zwar nicht spottbillig, aber nicht mehr überteuert. In den USA etwa bietet der Bondmarkt heute eine durchschnittliche Rendite von 5%. Das Risiko von Kapitalverlusten hat sich dadurch substanziell reduziert. Auf diesem Niveau ist das Sicherheitspolster ausreichend komfortabel, selbst wenn die Anleihenkurse noch etwas sinken sollten.

Das heisst, Anleihen werden konkurrenzfähig gegenüber anderen Anlageklassen wie Aktien?
Ja. Die Aktienmärkte haben sich in den vergangenen Jahren überaus erfreulich entwickelt. Im Vergleich dazu mag eine jährliche Rendite von 5% bescheiden klingen. Viele Investoren glauben heute, sie hätten bei Engagements in Aktien Anrecht auf einen Gewinn von 20% pro Jahr. Eine solche Erwartungshaltung könnte zu bitteren Enttäuschungen führen, denn die Rückkehr der Inflation verändert das Umfeld an den Finanzmärkten grundlegend.

Wie sollte ein robustes Portfolio demnach ausgerichtet werden?
Es wird bessere und schlechtere Jahre geben. Grundsätzlich sollten sich Investoren aber an der Formel «4/5/6» orientieren, wobei ich mich wiederum auf die USA beziehe: Anlagen in Bargeld wie Geldmarktfonds zahlen im Durchschnitt eine jährliche Rendite von rund 4%, Anleihen etwa 5% und Aktien 6% oder etwas mehr. Das sind keine schlechten Perspektiven. Für alle drei Anlageklassen liegt die erwartete Rendite über der Inflation, und Anleihen passen mit 5% nun perfekt als Anker ins Portfolio. Wenn ich diese Formel erwähne, bringen mir die Leute aber etwa gleich viel Sympathie entgegen wie einem Tierquäler, denn sie halten sie für ein Desaster.

Weshalb glauben Sie, dass Renditen dieser Grössenordnung die neue Normalität sind?
Es ist bezeichnend, dass stets die gleiche Frage aufkommt: Wie hoch können die Renditen am Bondmarkt steigen, bis etwas in der Wirtschaft oder im Finanzsystem kaputtgeht? Die Antwort hängt davon ab, was man unter «normal» versteht: die Bedingungen nach der Finanz- und Wirtschaftskrise von 2008/09 oder das Umfeld seit der Covid-Pandemie im Jahr 2020? Die meisten Leute glauben noch immer, dass wir zu Null- oder Negativzinsen zurückkehren, wie sie ab 2010 und in den folgenden Jahren vorherrschten, als die Zentralbanken laufend Geld druckten. Doch das war alles andere als normal, es war die wohl ungewöhnlichste Episode in der Geschichte der Finanzmärkte.

Weshalb?
Das Standardwerk zur historischen Entwicklung der Zinsen ist «A History of Interest Rates» von Sidney Homer und Richard Sylla. Es reicht 5000 Jahre bis ins alte Mesopotamien zurück. Klar, es ist 2005 zuletzt neu aufgelegt worden. Aber auf den mehr als 700 Seiten werden negative Zinsen mit keiner einzigen Silbe erwähnt. Dennoch sind die meisten Investoren mental noch immer in der Zeit nach der Finanzkrise verankert. Das zeigt sich auch daran, dass Präsident Trump von der US-Notenbank einen Leitzins von 0 bis 1% fordert und sein Finanzminister Scott Bessent nun offen mit finanzieller Repression droht, um die Renditen am Bondmarkt künstlich niedrig zu halten.

«Zu niedrige Zinsen sind eine ebenso grosse Gefahr wie zu hohe»

Warum argumentieren Sie demgegenüber, dass sich Investoren an eine Rendite von 5% bei Anleihen gewöhnen sollten?
Weil dies das angemessene Niveau im heutigen Konjunkturumfeld ist. Wir sprechen hier von nominalen Zahlen, weshalb das nominale Wirtschaftswachstum ausschlaggebend ist, also das reale Wachstum plus Inflation. In den USA expandiert die Konjunktur real rund 2 bis 2,5% pro Jahr. Zählt man 3% oder etwas mehr Inflation hinzu, ergibt sich eine Bandbreite von 5 bis 6%. Aus dieser Sicht ist eine durchschnittliche Rendite von 5% auf Anleihen adäquat, weshalb sie nun fair bewertet sind. Ich halte zu niedrige Zinsen für eine ebenso grosse Gefahr wie zu hohe.

Aus welchem Grund?
Das Risiko zu hoher Zinsen ist hinlänglich bekannt: Es wird zu teuer, Kredite aufzunehmen, wodurch sich das Wachstum abschwächt. Es können aber auch zu niedrige Zinsen zum Problem werden, was wir im vergangenen Jahrzehnt erlebt haben. Es ist kaum ein Zufall, dass die USA von 2010 bis 2015 das schwächste Wirtschaftswachstum seit der Grossen Depression der Dreissigerjahre verzeichneten.

Was ist Ihrer Meinung nach die Erklärung dafür?
Wenn man sich Geld zu 0 bis 1% ausleihen kann, zahlen sich selbst Investitionen aus, die bloss 2 oder 3% rentieren. Anders gesagt: Künstlich niedrige Zinsen subventionieren minderwertige Investitionen, was letztlich das Wirtschaftswachstum hemmt. Ein klassisches Beispiel ist das Heer an Zombiefirmen, das in dieser Zeit entstanden ist. Da sich die

6,5% Durchschnittlicher Anstieg des US-Konsumentenpreisindex pro Jahr in den 1970er-Jahren

Quelle: Federal Reserve Bank of Minneapolis

Zinsen nun auf einem vernünftigen Niveau bewegen, wird die Fehlallokation von Kapital verhindert, womit sich die Wirtschaft auf gesunde Weise entfalten kann.

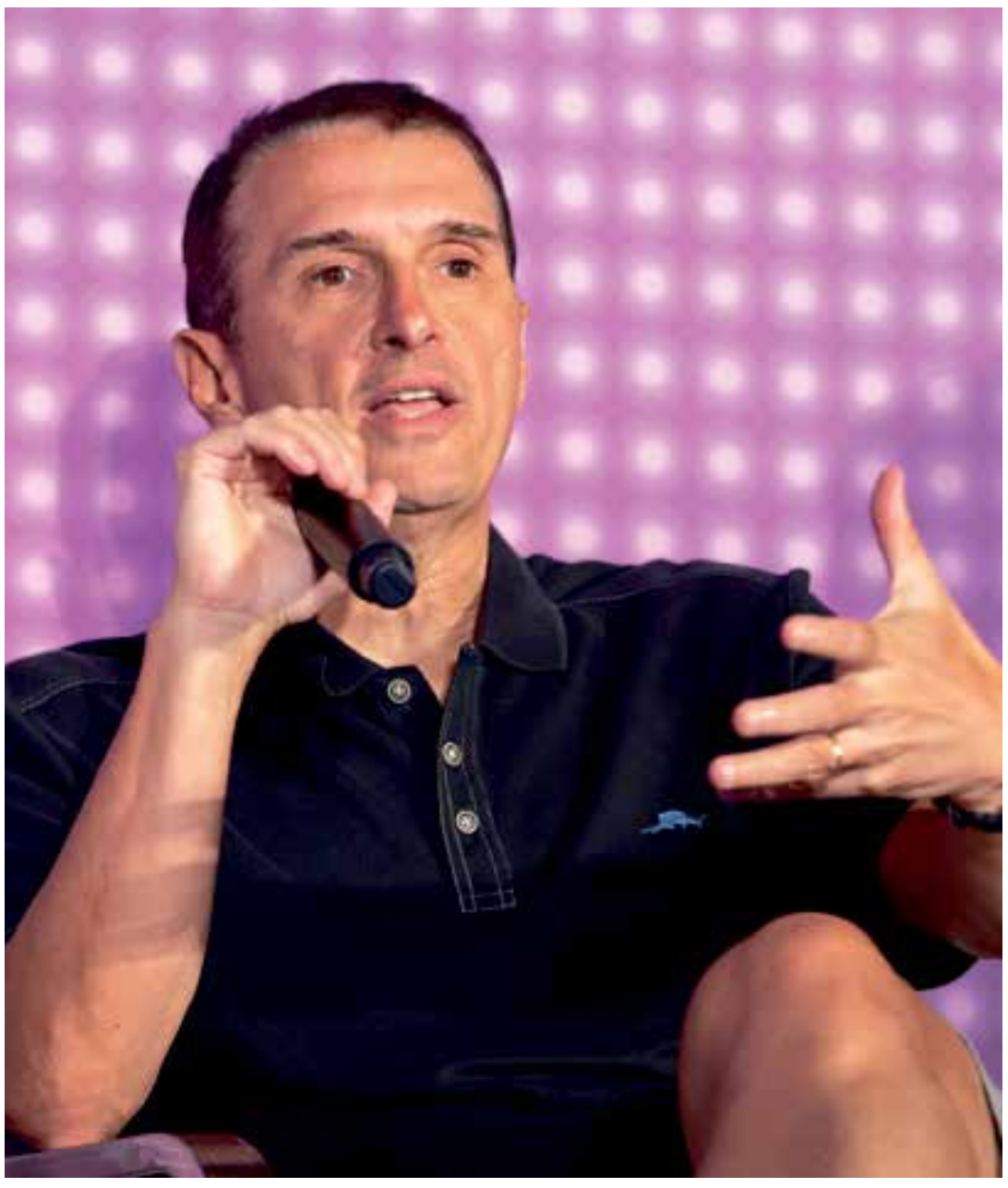
Die Zinsen steigen nicht nur in den USA, sondern weltweit. Nicht jede Wirtschaft verkraftet das gleich gut, wie sich in Frankreich zeigt.
Die Proteste helfen sicher nicht. Die Erschütterungen am französischen Bondmarkt haben aber vor allem mit der Schieflage der Staatsfinanzen zu tun. Obwohl Frankreichs nominales Wirtschaftswachstum geringer ausfällt als dasjenige der USA, rentieren zehnjährige Staatsanleihen beider Länder derzeit mit rund 5%. Der Grund dafür ist das zusätzliche Kreditrisiko. Es zeigt sich auch darin, dass die Renditeprämie gegenüber Deutschland auf den höchsten Stand seit der Eurokrise gestiegen ist. Sie beträgt selbst gegenüber Italien 50 Basispunkte, was ein weiteres Warnsignal ist. Investoren machen sich Sorgen im Hinblick auf die Präsidentschaftswahlen im Frühjahr. Gewinnt Marine Le Pen als Kandidatin der Rechten, könnte sich das Budgetdefizit noch ausweiten, bei einem Sieg von Jean-Luc Mélenchon als Kandidat der Linken droht sogar ein partieller Zahlungsausfall.

In den Vereinigten Staaten ist die Situation zwar weniger dramatisch, doch als weltgrösster Schuldner gibt die US-Regierung inzwischen mehr Geld für Kreditkosten als für Rüstung aus. Wie lange kann das noch gutgehen?
Das Budgetdefizit für 2026 wird sich aller Voraussicht nach auf mehr als 6% belaufen. Bereits in den vergangenen Jahren war es auf einem ähnlichen Niveau. Das ist eine Extremsituation. In der 250-jährigen Geschichte Amerikas wies die Regierung nur in fünf anderen Perioden ein vergleichbares oder grösseres Budgetdefizit aus: während des Bürgerkriegs, der beiden Weltkriege, der Finanzkrise und der Pandemie. Jedes Mal herrschte eine existenzielle Krise, doch heute leisten sich die USA ein solches Defizit ohne Notwendigkeit. Das ist äusserst bedenklich, zumal das Land bereits hoch verschuldet ist.

Die Staatsverschuldung der USA beträgt mehr als 120% des Bruttoinlandprodukts. Wann könnte der US-Bondmarkt ernsthaft rebellieren?
Obwohl diese Gefahr bekannt ist, werden falsche Schlüsse gezogen. In Washington glaubt man noch immer, dieses Problem lasse sich mit Markteingriffen lösen. Ich stimme daher dem ehemaligen Fed-Chef Jay Powell zu. Er sagte, es sei nicht die Aufgabe der Notenbank, die Schulden mit künstlich niedrigen Zinsen zu subventionieren. Die Verantwortung obliegt dem Präsidenten und dem Kongress, indem Ausgaben gekürzt oder Steuern erhöht werden. Doch daran hat niemand ein Interesse. Ohne eine Kursänderung sind Probleme am US-Bondmarkt somit nur eine Frage der Zeit, allerdings wohl eher auf längere Sicht.

Selbst in Japan ist der Bondmarkt aus einem langen Tiefschlaf erwacht. Weshalb werden wir Ihrer Ansicht nach nicht zu einem Umfeld mit ultraniedrigen Zinsen zurückkehren?
Weltweit hat sich ein wichtiger Faktor verändert: Das nominale Wirtschaftswachstum steigt, und der Treiber ist Inflation. Um diese Veränderung zu erklären, muss ich etwas ausholen. Ausgangspunkt ist der Dezember 2001, als China der Welthandelsorganisation beitrat. In den folgenden achtzehn Jahren bis zur Pandemie belief sich die Kerninflation bei Gütern, das heisst ohne Energie und Nahrungsmittel, in den USA auf durchschnittlich –0,5% pro Jahr. Wir hatten es also mit Deflation zu tun, weil China immer billigere Waren exportierte. Dienstleistungen, die rund zwei Drittel der US-Wirtschaft ausmachen, verteuerten sich über denselben Zeitraum jährlich um 2,5%, womit eine Kerninflation von insgesamt 1,7% resultierte.

Die niedrige Inflation war zu einem wesentlichen Teil Chinas Exportwirtschaft zu verdanken?



«Wir leben in einer Zeit von Deglobalisierung, Zöllen, Kriegen und chronischen Engpässen»

Das ist mein Punkt: Die Chefs von Zentralbanken haben sich in dieser Zeit gegenseitig dazu gratuliert, dass sie die Inflation gezähmt haben. De facto hielten günstige Warenimporte aus China die Inflation trotz steigender Dienstleistungspreise im Zaum, sodass sie insgesamt unter der Zielmarke von 2% blieb. Doch seit der Pandemie hat sich die Welt verändert: Wir leben in einer Zeit von Deglobalisierung, Zöllen, Kriegen und chronischen Engpässen in den Lieferketten. Die Preise von Gütern sinken nicht mehr 0,5% pro Jahr, sondern steigen um 1,8%, weshalb der Trend der Kerninflation seit 2020 bei insgesamt 3,4% liegt.

«Die Inflation wird nicht auf das Niveau der 2010er-Jahre zurückkehren»

Daran wird sich auch nicht so schnell etwas ändern?
Nein, denn allen ist klar, dass die konstante Deflation bei Gütern ihren Preis hatte: den Niedergang der heimischen Industrie. Die Princeton-Ökonomen Anne Case und Angus Deaton haben 2020 in ihrem Buch «Deaths of Despair and the Future of Capitalism» den Zusammenhang zwischen dem Verlust von Jobs im verarbeitenden Gewerbe und dem Anstieg von Alkoholismus, Drogenmissbrauch und Selbstmorden in Arbeitervierteln aufgezeigt. Das Misstrauen gegenüber China ist heute parteiübergreifend und global. Ein Beispiel sind Elektroautos. In den USA hatte bereits die Regierung von Joe Biden Importe aus China verboten. Die Trump-Regierung führt diesen Kurs fort, während auch Europa seine protektionistischen Massnahmen verschärft.

Welche Konsequenzen ergeben sich daraus für die Finanzmärkte?
Eine Wirtschaftspolitik, die immer günstigere Importe fördert, ist nicht mehr erwünscht; weder in Amerika noch in Europa oder Japan. Selbst wenn in den USA die Demokraten die nächsten Präsidentschaftswahlen gewinnen, werden sie die Zölle nicht einfach abschaffen. Dieser Umbruch ist ein zentraler Grund, weshalb sich die Inflation nicht auf das Niveau der 2010er-Jahre zurückbilden wird – und das bedeutet ein höheres nominales Wirtschaftswachstum und somit höhere Zinsen.

Der kräftigste Treiber der US-Wirtschaft sind die Investitionen im Bereich künstliche Intelligenz. Könnte der Anstieg der Zinsen den Boom gefährden? Die Kreditmärkte zeigen Anzeichen von Stress.
Das stimmt, bei Krediten von CoreWeave und anderen Neocloud-Unternehmen ist es in den letzten Tagen zu Turbulenzen gekommen. Im Verlauf dieses Booms war das aber schon mehrfach der Fall, worauf sich der Markt stets beruhigte. Das sind riskante Anlagen, weshalb Schwankungen nicht überraschen. CoreWeave ist zudem kein systemrelevantes Unternehmen. Ein Zahlungsausfall dürfte die Wirtschaft nicht gross tangieren. Wenn jedoch eine Reihe weiterer Pleiten folgen sollte, sieht es natürlich anders aus.

Erleben wir derzeit bei KI eine typische Technologieblase wie zuletzt beim Aufkommen des Internets?
Ich glaube, wir befinden uns erst in der Phase, in der sich eine Blase bildet. Der Höhepunkt, an dem sich die Bewertungen vollkommen von den Fundamentaldaten loslösen, ist noch nicht erreicht. Das grösste Risiko ist aus meiner Sicht kein Crash, sondern hat mit einer anderen Frage zu tun, die von den meisten Investoren völlig vernachlässigt wird: Was passiert, wenn tatsächlich ein revolutionärer technologischer Durchbruch gelingt?

Wieso ist das ein Risiko?
KI wird gerne als Blase abgetan, weil viele die Technologie nur ansatzweise verstehen. Die meisten Leute halten sie bloss für eine bessere Google-Suchmaschine und zweifeln daran, dass sich all die Investitionen in Rechenzentren auszahlen. KI ist jedoch viel, viel mehr. Wir sollten uns deshalb auch mit einem Szenario auseinandersetzen, in dem es wirklich zu einem Produktivitätswunder kommt und das Wirtschaftswachstum in den zweistelligen Prozentbereich anzieht.

«Ein Bärenmarkt wird nicht durch den Preis, sondern durch die Zeit definiert»

Weshalb sollte das problematisch sein?
Weil die Zinsen dann ebenfalls deutlich anziehen würden. Wegen der immensen Kreditkosten wären gewöhnliche Unternehmen wie das Familienrestaurant an der nächsten Strasse oder der Lebensmittelladen um die Ecke nicht mehr überlebensfähig. Ein Grossteil der Wirtschaft müsste radikal umstrukturiert werden – ein äusserst schmerzvoller Prozess. Die Wahrscheinlichkeit eines solchen Szenarios ist zugegebenermassen ziemlich gering; ich würde sagen, nur etwa 5 bis 7%. Doch sie ist nicht mehr gleich null, wie ich das noch vor anderthalb Jahren dachte.

Wie soll man sich vor diesem Hintergrund an der Börse positionieren?
Wie eingangs gesagt, rechne ich für Aktien mit einer jährlichen Rendite von etwa 6%. Die grosse Herausforderung besteht momentan darin, dass rund vierzig Aktien mit KI-Bezug fast die Hälfte der Kapitalisierung des S&P 500 ausmachen. Im Prinzip besteht der US-Aktienmarkt aus nur noch zwei Sektoren: aus KI-Aktien und den restlichen 460 Titeln. Wenn man einen marktbreiten Index wie den S&P 500 kauft, ist man somit viel weniger gut diversifiziert, als man glauben könnte.

Was muss man weiter berücksichtigen?
Dass ein Bärenmarkt nicht durch den Preis, sondern durch die Zeit definiert wird. Die Börsen haben sich bisher nach jedem Crash erholt, und das wird wohl auch so sein, wenn die KI-Blase einmal platzt. Entscheidend ist aber, wie viel Zeit es für die Erholung braucht. Nach dem Platzen der Internetblase dauerte es dreizehn Jahre, bis der S&P 500 den Crash definitiv überwunden hatte, nach dem Covid-Schock hingegen bloss fünf Monate. Wer 38 Jahre alt ist und einen langen Zeithorizont hat, erhält bei einem ausgewachsenen Bärenmarkt damit eine Chance, Aktien günstig zu kaufen und sich für die nächste Hausse zu positionieren. Anders sieht es aus, wenn man 68 ist. Bei der Ausrichtung des Portfolios ist das entscheidend.

Sollten im Portfolio auch Realwerte wie Rohstoffe berücksichtigt werden?
Auf jeden Fall, weshalb ich Rohstoffe in meinem persönlichen Depot halte. Die Vorteile zeigen sich gut im laufenden Jahr. Der Sektor liegt seit Januar 35% im Plus, was vor allem höheren Energiepreisen zu verdanken ist. Realwerte dürften weiterhin gut laufen, wobei sich auch etwas Gold und Silber im Depot lohnt. Anlagen im Bereich Energie sind eine geopolitische Absicherung, die von den Kriegen im Nahen Osten und in Osteuropa abhängt. Bei Agrarrohstoffen ist der entscheidende Faktor das Wetter, was oft wenig berechenbar ist. Am meisten mag ich Industriemetalle wie Kupfer, da sie eine Wette auf ein robustes nominales Wirtschaftswachstum sind, das von Inflation getrieben wird.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

go.themarket.ch/u37

1,6% Durchschnittlicher Anstieg des US-Konsumentenpreisindex pro Jahr in den 2010er-Jahren

Quelle: Federal Reserve Bank of Minneapolis

ANALYSE

Bond- und Aktienmärkte sind auf Kollisionskurs

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen sind stark gestiegen. Das bringt die Staatshaushalte in Bedrängnis und stellt auch die Widerstandskraft der Aktienmärkte auf die Probe. **Von Sandro Rosa**

Die Bondmärkte sorgen für Nervosität. Nach einer jahrelangen Phase extrem niedriger oder gar negativer Zinsen sind die Renditen langfristiger Staatsanleihen in fast allen bedeutenden Währungsräumen zuletzt kräftig gestiegen und haben Niveaus erreicht, die seit einer Generation nicht mehr beobachtet wurden. So kletterte die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen seit Jahresbeginn vorübergehend um 1,1 Prozentpunkte (Pp) auf rund 5,3%, bevor sie etwas nachgab (vgl. Grafik 1). Auch in Europa zogen die Zinsen stark an: In Deutschland stieg die zehnjährige Rendite auf 3,3%, während der französische Satz heuer um 1,4 Pp auf ungemütlich hohe 4,9% kletterte. Selbst in Japan werfen zehnjährige Staatsanleihen 2,8% ab, und auch in der Schweiz zeigt der Trend nach oben.

Eine überraschend widerstandsfähige Konjunktur insbesondere in den USA sowie anhaltende Inflationsrisiken treiben die Zinsen nach oben. Die Kriege in der Ukraine und im Nahen Osten beeinträchtigen die Lieferketten und sorgen bei fossilen Rohstoffen für einen schmerzhaften Angebotsschock, der sich in steigenden Preisen für Kerosin, Diesel und Benzin niederschlägt.

Was hinter dem Zinsschub steckt

Gleichzeitig profitiert die Weltwirtschaft von einer kapitalintensiven Investitionsphase. Der Ausbau von Rechenzentren für die künstliche Intelligenz, Investitionen in die Energieversorgungssicherheit und in Stromnetze und nicht zuletzt in die Rüstung stützen die Konjunktur – und sorgen für Preisdruck. Auf diese Entwicklungen reagieren die wichtigsten Notenbanken mit einer strafferen Geldpolitik.

> «Gewaltige Nachfrage nach Kapital treibt die Renditen nach oben»

Gleichzeitig gibt es am Kapitalmarkt eine Flut an Emissionen: Hohe Staatsdefizite und die genannten privaten Investitionen erzeugen eine gewaltige Kapitalnachfrage. Wie Daniel Haase vom Fondshaus Haase-Mölk-Tsouloftas schreibt, machen die Neuemissionen der Hyperscaler Alphabet, Amazon, Meta Platforms, Microsoft und Oracle sowie des Chipherstellers Nvidia inzwischen rund 70% der Neuverschuldung durch US-Staatsanleihen aus. Diese Kapitalnachfrage treibt die realen Anleihenrenditen nach oben. Bei Ländern mit erhöhter geopolitischer oder fiskalischer Unberechenbarkeit fordern Investoren zudem einen zusätzlichen Risikoaufschlag in Form von höheren Renditen für länger laufende Anleihen. Verschärft wird die Situation dadurch, dass die traditionell grosse Nachfrage von Zentralbanken abgenommen hat. Jahrelang haben die preisunempfindlichen Akteure den Markt für Staatsanleihen dominiert, was ihre Bilanzsummen bis zum Höhepunkt in der Pandemie aufblähte. Mittlerweile werden auslaufende Anleihen allerdings nicht mehr ersetzt. Neu emittierte Papiere müssen somit wieder primär von privaten Investoren absorbiert werden, die jedoch höhere Renditen und Laufzeitprämien fordern.

Aktienmärkte reagieren kaum

Gemessen an den breiten Indizes haben die Aktienmärkte bislang erstaunlich gelassen auf den Ausverkauf bei den Anleihen reagiert. Das zeigt unter anderem der Blick auf die Volatilitätsindizes auf US-Aktien und -Staatsanleihen: Anders als der Vix, der vergleichsweise moderat reagiert hat, signalisiert der Move zunehmende Verunsicherung (vgl. Grafik 2). Der Weltaktienindex von MSCI notiert im Vergleich zum Jahresanfang und in Dollar gerechnet rund 10% höher und handelt nur wenig unter seinem Höchst (vgl. Grafik 3). Für das Analysehaus BCA Research ist das keine Überraschung: In der Vergangenheit habe sich der US-Leitindex S&P 500 bei steigenden realen Zehnjahresrenditen typischerweise besser entwickelt als bei fallenden.

> «Viele Einzelaktien haben bereits schmerzhaft korrigiert»

Der Grund? Wenn die Realzinsen anziehen, entwickelt sich die Konjunktur typischerweise robust, was für eine erfreuliche Gewinnentwicklung sorgt. Genau das lässt sich derzeit beobachten: Das überdurchschnittlich kräftige Gewinnwachstum hat die Aktienmärkte bisher gegen den Zinsschock immunisiert und den Rückgang der Bewertung kompensiert. Die entscheidende Frage ist, wie lange das noch gutgeht.

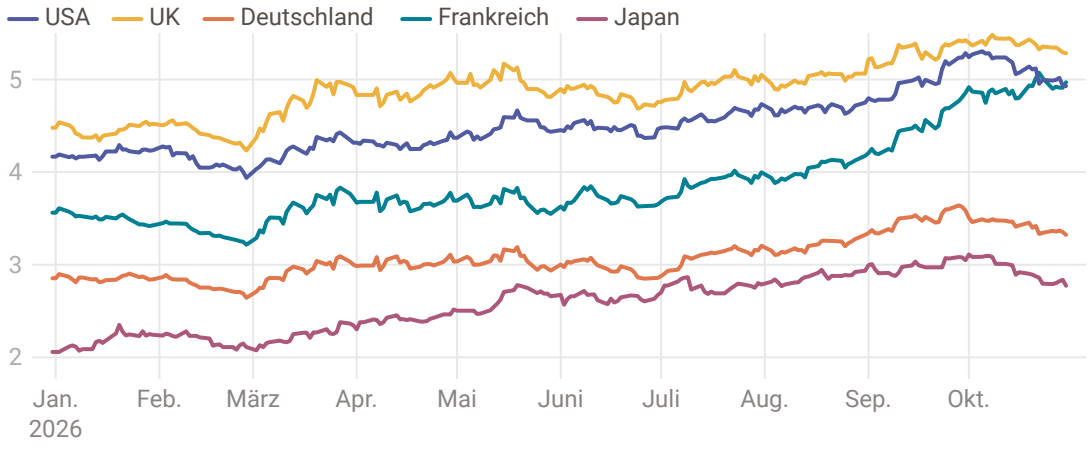
In Kürze:

- Die Bondrenditen haben deutlich angezogen
- Der Druck auf Staaten und Unternehmen nimmt zu
- Eine defensivere Portfolioausrichtung ist sinnvoll

1) Die langfristigen Zinsen sind stark gestiegen

Rendite auf zehnjährige Staatsanleihen seit Anfang Jahr, in %

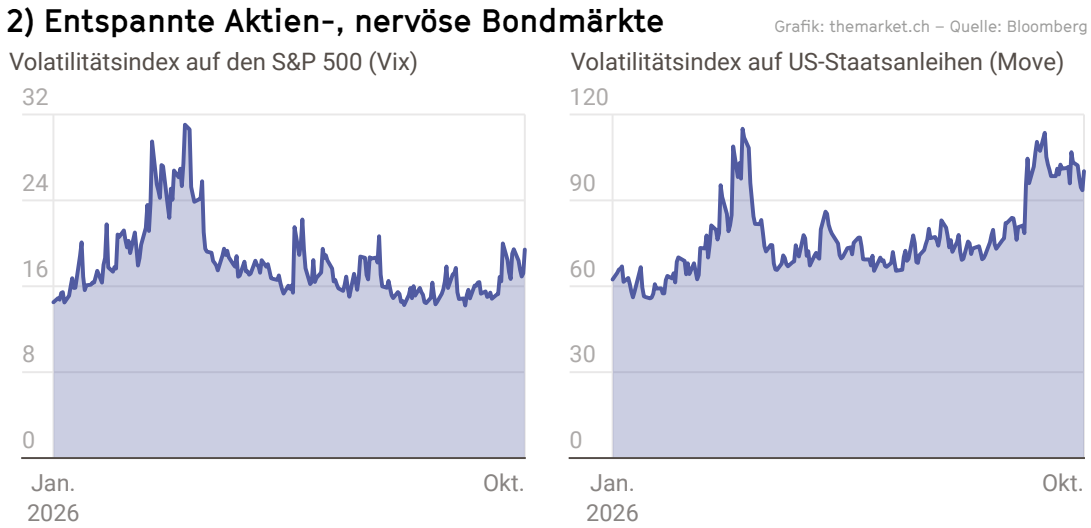
Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



Stand: 30. Oktober 2026

2) Entspannte Aktien-, nervöse Bondmärkte

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



Stand: 30. Oktober 2026

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P 500 auf Basis des für die kommenden zwölf Monate geschätzten Gewinns ist wegen der höheren Anleihenrenditen bereits um knapp 20% von seinem Höchst gefallen. Das gleiche Muster zeigt sich beim Weltaktienindex von MSCI (vgl. Grafik 4). «Das aussergewöhnliche Gewinnwachstum – mit einer annualisierten Rate von etwa 36% beim S&P 500 – hat den Aktienmarkt gerettet, indem es die Auswirkungen des starken KGV-Rückgangs mehr als kompensiert hat», schreibt Chefstratege Chen Zhao von Alpine Research. Oder anders gesagt: «Bei einem typischen Gewinnwachstum von 7 bis 8% pro Jahr wäre der Aktienindex bereits um 12 bis 13% gefallen.» Verlangsamt sich das Gewinnwachstum, während die Zinsen strukturell hoch bleiben oder sogar noch steigen, fällt dieser Schutzwall weg. In diesem Fall führen die höheren Abzinsungsfaktoren zu deutlichem Druck auf die Bewertung und zu einer Korrektur bei Aktien.

Sektorgewinner und -verlierer

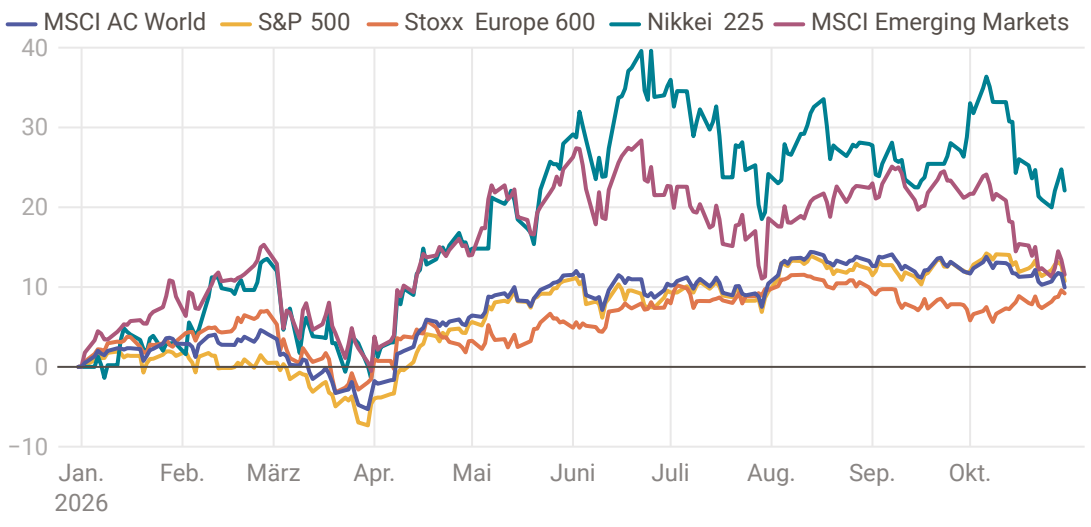
Zudem verstellt der Blick auf die breiten Indizes, dass unter der Oberfläche viele Einzelaktien bereits schmerzhaft korrigiert haben. «Der durchschnittliche Einzeltitel hat bereits wesentlich stärkere Einbussen hinnehmen müssen als der Index», schreibt beispielsweise Michael Wilson von Morgan Stanley. Besonders zinsempfindliche Branchen wie Immobilien, Versorger, Telecom sowie Unternehmen des zyklischen Konsums haben sich jüngst deutlich schwächer entwickelt als die breiten Indizes. Gesellschaften aus diesen Segmenten sind typischerweise höher verschuldet, weshalb sie stärker von höheren Zinskosten tangiert sind. Der zyklische Konsum und da insbesondere die Automobilbranche leiden ferner unter der geschwächten Kaufkraft der Kunden und rückläufigen Gewinnerwartungen.

Hält der Aufwärtsdruck bei den Renditen an, dürften diese Aktien weiter leiden. Besser sieht es in Bezug auf substanzstarke Qualitätsunternehmen mit hoher Kapitalrendite

3) Börsen verkraften steigende Zinsen bislang gut

Kursveränderung seit Anfang Jahr, in %

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



Stand: 30. Oktober 2026

4) Höhere Zinsen drücken die Aktienbewertung

Kurs-Gewinn-Verhältnis des MSCI All Country World Index

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



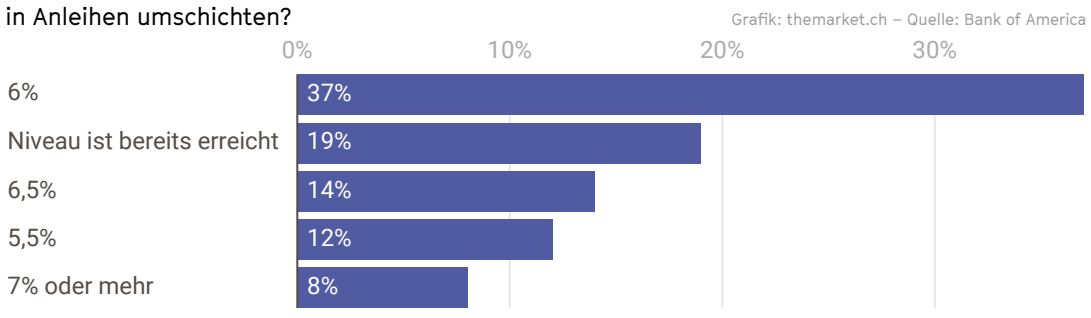
Basierend auf dem für die nächsten zwölf Monate geschätzten Gewinn des MSCI AC World,
Stand: 30. Oktober 2026

23,9 Bio. $ Weltweit durch Exchange Traded Funds (ETF) verwaltete Vermögen per Ende September 2026

Quelle: ETFGI

5) Ab welchen Renditen Marktteilnehmer von Aktien in Anleihen umschichten würden

Ab welchem Zinsniveau bei zehnjährigen Staatsanleihen würden Sie Ihr Portfolio von Aktien in Anleihen umschichten?



Fondsmanagerumfrage von Bank of America vom Oktober 2026

und Preissetzungsmacht aus; sie sollten den Gegenwind besser aushalten. Auch Energievaloren – die als Einzige von höheren Öl- und Gaspreisen profitieren – sowie die Sektoren Grundstoffe und Industrie waren historisch in einem inflationären Wachstumsumfeld robust. Generell sollten günstig bewertete Unternehmen besser abschneiden, da sie ein weniger ambitioniertes Gewinnwachstum einpreisen. Finanzwerte wiederum profitieren von der starken Kreditnachfrage und verbesserten Zinsmargen, da sie typischerweise langfristige Kredite vergeben und kurzfristiges Geld aufnehmen. Allerdings sind sie in besonderem Masse verwundbar, wenn der Markt die Bonität eines Staates anzweifelt. Als jüngst die steigenden Renditen in Frankreich – die Schulden des Landes erreichen fast 120%, das Haushaltsdefizit rund 5% des BIP – für Nervosität sorgten, gerieten auch die Aktien französischer Banken unter Druck.

Zuletzt neigte auch der lange resiliente Technologiesektor zur Schwäche. Sollten die Marktskepsis hinsichtlich der Rentabilität der enormen KI-Investitionen oder der Renditedruck zunehmen, drohen weitere Korrekturen, denn die sportliche Bewertung lässt wenig Spielraum für Enttäuschungen. Hinzu kommt der erhöhte Einsatz von Fremdkapital, der die Gefahren im Sektor ebenfalls vergrössert.

Wann es kritisch wird

Doch ab welchem Punkt werden die steigenden Renditen tatsächlich zu einem Problem für die Aktienmärkte? Gemäss der jüngsten Umfrage von Bank of America unter globalen Fondsmanagern käme es erst ab rund 6% zu einer Verlagerung von Aktien in Bonds (vgl. Grafik 5). Etwas mehr als ein Fünftel der Profis geht davon aus, dass die Renditen sogar erst ab 6,5% ein Umschichten auslösen würden.

Anatole Kaletsky vom Analysehaus Gavekal Research schreibt, der Bereich von 5,25 bis 5,5% stelle eine plausible Obergrenze für zehnjährige US-Staatsanleihen dar, ab der es zu einem Konflikt zwischen Preisstabilität und der Vermeidung von Finanzmarktstress komme. Simon White von Bloomberg nennt ebenfalls die Marke von 5,25% als Kipppunkt für die Aktienmärkte. Eine weitere Aufwärtsbewegung bei den Renditen wäre also gefährlich. Doch was, wenn das Schlimmste bereits überstanden ist – und Anleihen nach dem brutalen Ausverkauf womöglich langsam ein Kauf sind? Das Gros der Marktteilnehmer bleibt mit Blick auf Bonds zurückhaltend. So argumentieren die Analysehäuser TS Lombard und MRB Partners, die Laufzeitprämien seien historisch gesehen noch immer komprimiert, und bei anhaltend hohen Fiskaldefiziten und Angebotsschocks drohe weiterer Verkaufsdruck, also höhere Zinsen.

Ist der Höhepunkt schon erreicht?

Vereinzelte Stimmen meinen jedoch, der Zinsanstieg sei zu heftig ausgefallen. Dazu gehört William Marshall von Goldman Sachs. Der Stratege schreibt, die langfristigen Renditen von US-Staatsanleihen lägen 40 bis 50 Basispunkte über dem fairen Wert, und die kurzfristigen Anleihen würden eine übertriebene falkenhafte Fed-Politik einpreisen. Zudem setzten Anleihenfonds allzu aggressiv auf kurz laufende Bonds, was historisch in den folgenden ein bis zwei Quartalen in der Regel zu sinkenden Renditen geführt habe. Ein Rückgang der Energiepreise oder schwächere Konjunkturdaten könnten daher fallende Renditen auslösen.

> «Teure IT-Aktien haben wenig Spielraum für Enttäuschungen»

Auch Kaletsky von Gavekal, der lange von Bonds abriet, empfiehlt seit kurzem den Kauf von G-7-Staatsanleihen. Er argumentiert, dass Anleihenrenditen kurz- bis mittelfristig fast ausschliesslich von den Zinserwartungen an die US-Notenbank getrieben werden und nicht von langfristigen Fundamentaldaten wie Fiskaldefiziten oder Schuldenquoten. Denn der Markt werde heute von kurzfristig denkenden Akteuren wie Hedge Funds und Algorithmen dominiert. Selbst wenn die Inflation in den kommenden Jahren über 3% verharrt, erwartet er bei einer wirtschaftlichen Abkühlung eine lockerere Notenbankpolitik, was zu sinkenden Renditen und steigenden Anleihenkursen führen würde. Entsprechend empfiehlt er Anlegern, deren Portfolio bereits ausreichend mit Sachwerten gegen Inflation abgesichert ist, zu Diversifikationszwecken auf dem heutigen Niveau Staatsanleihen zu kaufen. Schliesslich ist der Höhepunkt einer Entwicklung oft dann erreicht, wenn alle darüber reden. Insofern stimmt die kürzlich erschienene Ausgabe des «Economist» mit der Titelgeschichte «Will bonds blow up?» aus Contrarian-Optik zuversichtlich. Eine taktische Erhöhung der Staatsanleihenquote kann auch sinnvoll sein, um sich gegen das Risiko eines «Unfalls» an den Märkten zu wappnen.



Die Zinsentwicklung schafft es auf die Titelseite des Londoner «Economist».

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

go.themarket.ch/u39

PUBLIREPORTAGE

«Biotech is back»: Durchbruch aus dem Labor

Biotech-Aktien rücken in den Fokus. Hinter dem Comeback stehen nicht nur einzelne Studiendaten, sondern auch Treiber von KI bis hin zur alternden Gesellschaft. Mit einem Tracker-Zertifikat können Anleger diversifiziert in die innovationsstarke Branche investieren.

Manche Studienergebnisse reichen weit über einen klinischen Endpunkt hinaus. Mitte August legten Moderna und Merck & Co. die erste erfolgreiche Spätphasenstudie eines personalisierten mRNA-Krebsimpfstoffs gegen Hautkrebs vor. Die Konzerne sprechen mit den Behörden über die Zulassung; laut Moderna könnte die Therapie 2027 verfügbar sein. Die Moderna-Aktie legte zeitweise um bis zu 160 Prozent zu.[1]

Gut einen Monat später meldete Amgen positive Topline-Ergebnisse für Dazodalibep. In der Phase-3-Studie OASIZ 301 verbesserte das Mittel bei systemischer Sjögren-Krankheit das wichtigste Wirksamkeitskriterium gegenüber Placebo statistisch signifikant. Das ist besonders relevant, weil es in den USA noch keine FDA-zugelassene Therapie gegen die Autoimmunerkrankung gibt. Eine zweite Phase-3-Studie soll im vierten Quartal abgeschlossen werden.[2] Die Amgen-Aktie näherte sich daraufhin ihrem Allzeithoch. Der breitere Aufschwung zeigt sich im Bloomberg Transatlantic Top 50 Biotech Index: Seit Jahresbeginn gewann er knapp 18 Prozent (Stand: 22. Oktober 2026).

Chart: Bloomberg Transatlantic Top 50 Biotech Net Return Index EUR (5 Jahre)



Vergangene Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Quelle: LSEG, UBS AG

KI als Forschungsbeschleuniger

Ein wichtiger langfristiger Katalysator liegt abseits einzelner Medikamente: Künstliche Intelligenz. Ihr Potenzial reicht von der Auswertung klinischer Daten über das Moleküldesign bis zu Biomarkern – in der Onkologie ebenso wie bei Stoffwechsel – und Herz-Kreislauf-Krankheiten. Die FDA bescheinigt KI transformatives Potenzial für klinische Forschung und Arzneimittelentwicklung und hat einen regulatorischen Rahmen für KI-Modelle geschaffen.[3]

Wie weit die Entwicklung ist, zeigt Rentosertib von Insilico Medicine. Der mit generativer KI entdeckte Wirkstoffkandidat wird gegen idiopathische Lungenfibrose (IPF), eine fortschreitende Erkrankung des Lungengewebes, entwickelt. Nach ermutigenden Signalen in einer Phase-2a-Studie wird er nun in Phase 3 untersucht. Zwar sind grössere Studien nötig, doch die Ergebnisse zeigen, dass KI von der schnellen Computersimulation zu klinischen Daten gelangen kann. Neue Erkenntnisse deuten zudem auf mögliche Effekte auf Alterungsprozesse hin, was für die Longevity-Forschung relevant ist.[4]

Apropos Longevity: Langlebigkeit zählt neben KI zu den strategischen Anlagethemen des UBS Chief Investment Office, den sogenannten «Transformational Innovation Opportunities». Nach Schätzung von UBS CIO könnte das entsprechende Anlageuniversum von 5,3 Billionen US-Dollar im Jahr 2023 auf acht Billionen US-Dollar bis 2030 wachsen. Die Experten verweisen für das laufende Jahr unter anderem auf zahlreiche klinische Studien in späten Entwicklungsphasen in den Bereichen Onkologie, Adipositas und Medizintechnik sowie auf mögliche Übernahmen.[5] Auch für den gesamten Biotechnologiemarkt erwarten Marktstudien weiteres Wachstum. Grand View Research prognostiziert, dass sich das Marktvolumen zwischen 2023 und 2030 auf 3,88 Billionen US-Dollar mehr als verdoppeln könnte.[6]

Innovationen sind ein volatiles Geschäft

Wie stark Forschungsergebnisse Kurse bewegen, zeigen zwei Schwergewichte des Bloomberg Transatlantic Top 50 Biotech Index. Anfang Oktober scheiterte die niederländische argenx mit einer Phase-3-Studie bei Sjögren;[7] die Aktie erlitt den grössten Tagesverlust seit fast drei Jahren. Amgen verschaffte sich mit dem erwähnten OASIZ-301-Erfolg dagegen eine aussichtsreiche Position bei derselben Erkrankung. Beide Fälle zeigen die Volatilität der Branche: Eine einzige klinische Studie kann Milliarden an Umsatzpotenzial schaffen oder vernichten. Hinzu kommen Zulassungsrisiken, Konkurrenzprodukte und hohe Forschungskosten.

Diversifikation ist daher von grosser Bedeutung. Hier setzt der Bloomberg Transatlantic Top 50 Biotech Index an. Er bündelt die grössten Biotech-Titel dies und jenseits des Atlantiks. Nordamerika und Europa sind jeweils mit einer Zielgewichtung von 50 Prozent vertreten; die Zusammensetzung wird vierteljährlich überprüft. Selbst wenn sich damit das Risiko einzelner klinischer Programme nicht beseitigen lässt, wird es über eine Vielzahl von Unternehmen verteilt. Das Open-End-Tracker-Zertifikat mit dem SIX Symbol BTECHU bildet die Entwicklung des Index ab. Nettodividenden der Indexmitglieder werden reinvestiert; die Verwaltungsgebühr beträgt 0,50 Prozent pro Jahr. Damit ermöglicht das Produkt eine kostengünstige, breitere Abdeckung des Biotech-Sektors, anstatt von der Entwicklung eines einzelnen Medikaments abhängig zu sein.

Das Produkt verfügt über keinen Kapitalschutz. Anleger tragen neben Kurs-, Branchen- und Währungsrisiken auch das Emittentenrisiko; bei ungünstiger Marktentwicklung oder Insolvenz der Emittentin sind erhebliche Verluste bis hin zum Totalverlust möglich. Massgeblich sind ausschliesslich die rechtlich verbindlichen Produktunterlagen.



Jérôme Allet

Leiter Public Distribution für Strukturierte Produkte Schweiz, UBS Investment Bank

Allet begann seine berufliche Laufbahn 2011 bei der UBS Investment Bank. 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. Jérôme Allet ist Mitglied der Arbeitsgruppe «Standards» des Schweizerischen Verbands für Strukturierte Produkte.

Jetzt QR-Code scannen und mehr über den Tracker erfahren.

Quellen:
1 Reuters, Medienbericht, 19.08.2026
2 Amgen, Pressemitteilung, 22.09.2026
3 FDA, Pressemitteilung, 06.01.2025
4 Insilico, Pressemitteilung, 07.09.2026
5 UBS CIO GWM, Invest in transformational innovation, 17.07.2026
6 Grand View Research, Biotechnology Market, August 2023
7 Argenx, Pressemitteilung, 08.10.2026

ANALYSE

Goldminenaktien werden Geduld belohnen

Der Goldpreis leidet unter höheren Zinsen. Minenaktien reagieren darauf mit heftigen Ausschlägen. Fundamental bleiben die Perspektiven für die Branche aber glänzend. **Von Christoph Gisiger**

Gold ist eine Wertanlage, die sich in einem unruhigen Marktumfeld normalerweise durch Stabilität auszeichnet. Im bisherigen Jahresverlauf weicht es jedoch durch ausgeprägte Bewegungen von seinem typischen Verhalten ab. Der Silberpreis hat seinem sprunghaften Charakter entsprechend noch stärker geschwankt. Aktien von Minenkonzernen reagieren darauf mit besonders wilden Ausschlägen. Sie überschiessen bei einem steigenden Goldpreis in der Regel nach oben, geraten dann aber umso stärker unter Druck, wenn er sinkt. Der VanEck Gold Miners ETF (GDX) mit den grössten Namen der Branche hält sich 2026 nahezu mustergültig an dieses Schema (vgl. Grafik 1).

Für Investoren präsentiert sich damit keine einfache Ausgangslage. Die wechselhafte Stimmung macht das Timing für Engagements kurzfristig schwierig. Andererseits sprechen die mittel- bis langfristigen Perspektiven weiterhin für Edelmetalle – angesichts ausufernder Staatsschulden, geopolitischer Unsicherheit und des schwindenden Vertrauens in Währungen sogar mehr denn je.

Zinsanstieg belastet Edelmetalle

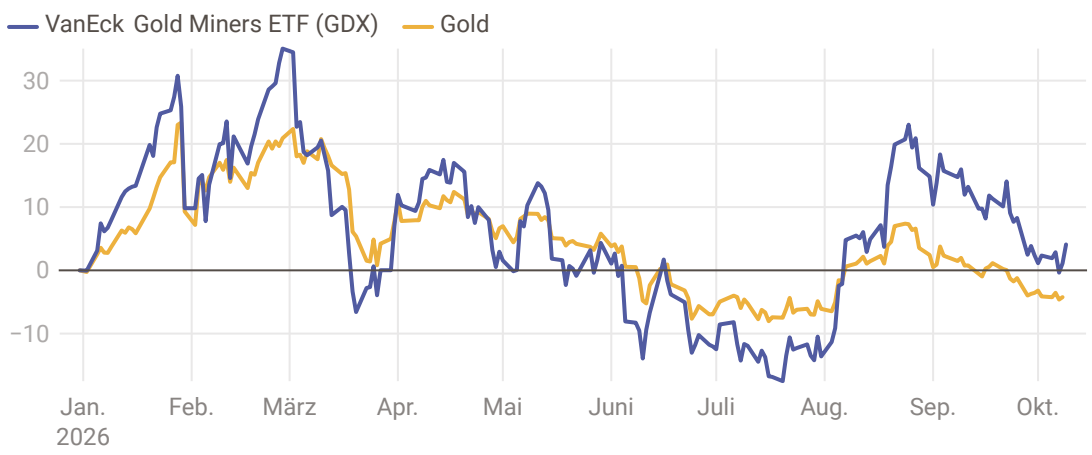
In der kurzen Frist dürfte die Entwicklung der Edelmetallpreise hauptsächlich durch drei Faktoren bestimmt werden. Der wichtigste sind die Zinsen, die sich weltweit auf erhöhtem Niveau bewegen. In den USA beispielsweise ist die Rendite zehnjähriger Treasury Notes Anfang Oktober auf den höchsten Stand seit mehr als zwei Jahrzehnten geklettert und verharrt seither um 5%. Die Entwicklung der langfristigen Zinsen ist für Gold wichtig. Unmittelbar reagiert der Preis wegen der Opportunitätskosten aber vor allem auf Veränderungen der US-Geldpolitik. Da Edelmetalle keine Rendite abwerfen, werden alternative Anlagen wie Geldmarktfonds und kurzfristige Staatsanleihen bei steigenden Zinsen attraktiver. Das letzte lokale Hoch des Goldpreises datiert kaum zufällig auf Ende August, als Fed-Chef Kevin Warsh am Wirtschaftssymposium in Jackson Hole überraschend einen strengeren Kurs signalisierte.

«Der Goldpreis reagiert auf die Geldpolitik»

Die amerikanische Notenbank hat den Leitzins seither um 25 Basispunkte auf 3,75 bis 4% erhöht und stellt weitere Straffungen in Aussicht. «Höhere Sätze am kurzen Ende der Zinskurve und die Aussicht auf zusätzliche Schritte lenken Kapital in Dollaranlagen, was den Goldpreis belastet», erklärt Anlagestratege Larry McDonald, Herausgeber des «Bear Traps Report».

1) Goldminenaktien schlagen stärker aus als der Goldpreis

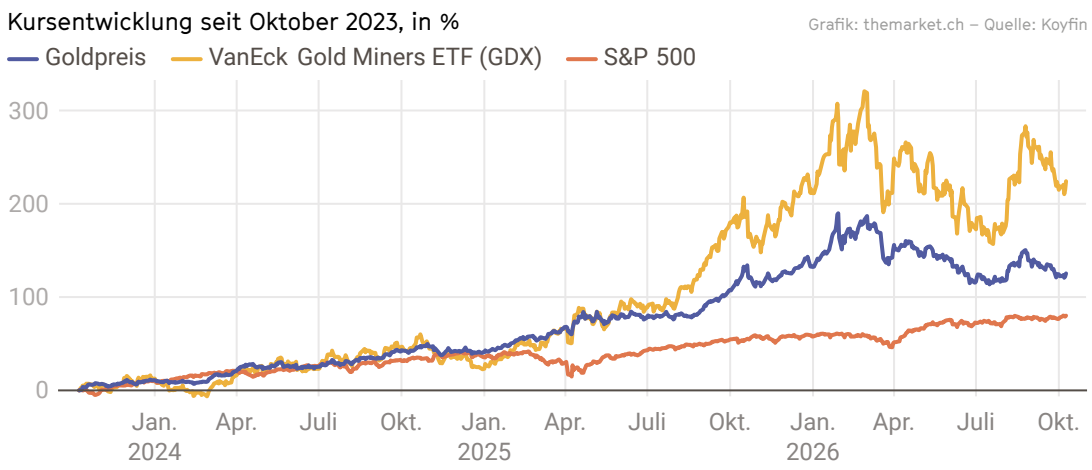
Kursentwicklung seit Anfang Jahr, in %



Stand: 30. Oktober 2026

2) Gold und Minenaktien hängen den S&P 500 ab

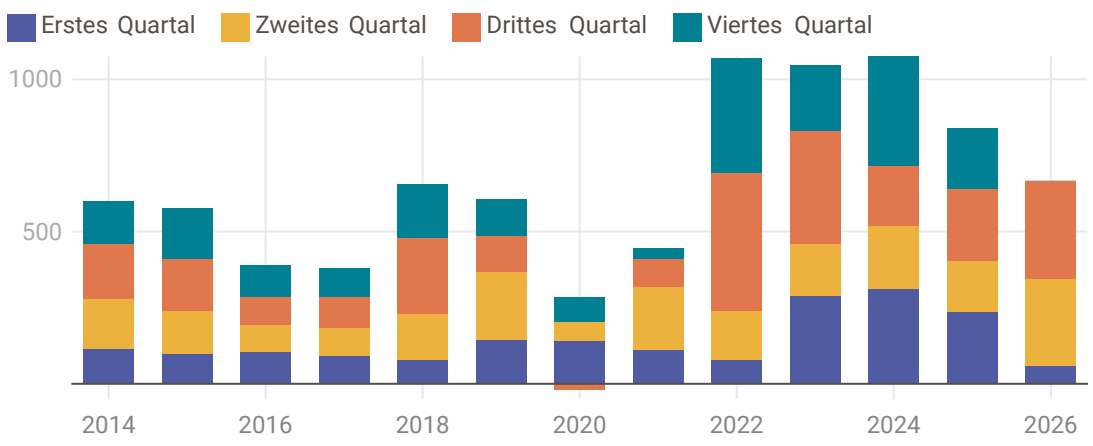
Kursentwicklung seit Oktober 2023, in %



Stand: 30. Oktober 2026

3) Zentralbanken kaufen kräftig Gold

Goldkäufe der Zentralbanken, in Tonnen



Der zweite Faktor ist eng mit diesen Entwicklungen verbunden: höhere Energiepreise. Ein Fass Rohöl der Referenzsorte Brent hat sich seit Anfang Jahr zeitweise um bis zu 90% verteuert. Der Dieselpreis ist wegen des Kriegs im Nahen Osten und in der Ukraine um bis zu 150% gestiegen und hat neue Rekordwerte markiert. Damit steigt das Risiko eines Inflationsschubs, worauf Zentralbanken wie das Fed mit Zinserhöhungen reagieren.

Hinzu kommen negative Auswirkungen auf das operative Geschäft von Minenkonzernen. Treibstoffe und Energie machen rund 15 bis 20% der gesamten Förderkosten (All-in Sustaining Costs, AISC) aus. Weitere wichtige Ausgabeposten sind Personal (35 bis 50%), Verbrauchsmaterialien wie Stahl, Sprengstoffe, Chemikalien und Reifen (15 bis 20%) sowie Steuern und Lizenzvereinbarungen (10 bis 20%), bei denen die Produktion einer Mine mit anderen Unternehmen geteilt wird.

In Kürze:

- Minenwerte haben nach Rekordkursen scharf korrigiert
- Strukturelle Treiber sprechen weiterhin für die Branche
- Bei Investitionen in Einzeltitel auf Qualität setzen

Der Effekt variiert je nach Beschaffenheit eines Standorts. Er hängt auch davon ab, inwiefern ein Unternehmen seine Energiekosten absichert. Für Newmont beispielsweise, den weltgrössten Förderer mit einer jährlichen Produktion von rund 5 Mio. Unzen Gold, bedeutet jeder Anstieg des Brent-Preises um 10 $ pro Fass eine Zunahme der Gesamtkosten um rund 60 Mio. $. Umgerechnet entspricht das rund 11 $ pro geförderte Unze.

«Hohe Energiepreise schmälern die Margen»

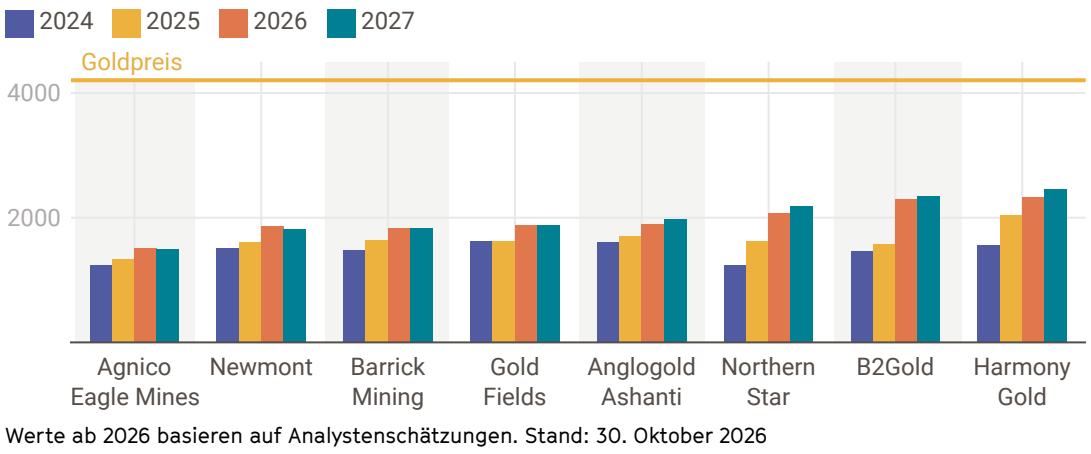
Der dritte Faktor hängt mit dem Dollar als globaler Referenzwährung für Rohstoffe zusammen. Da er sich wegen der strengeren Geldpolitik in den USA aufgewertet hat, müssen Käufer aus anderen Währungsräumen mehr für dieselbe Unze Gold zahlen. Tendenziell dämpft das die Nachfrage und drückt auf den Preis. Die jüngste Dollarrally, die Anfang September begonnen hat, erschwert das Umfeld für Edelmetalle somit zusätzlich.

Langfristige Trends sind intakt

An den fundamentalen Treibern ändert sich dadurch jedoch wenig. Ermutigend ist vor allem, dass sich Edelmetalle und Minenaktien trotz der schwierigen Rahmenbedingungen vergleichsweise gut halten. Der Goldpreis notiert zwar rund 25% unter dem Rekordhoch. Über die vergangenen drei Jahre resultiert jedoch ein Gewinn von mehr als 100%. Der GDX-ETF verbucht eine Avance von fast 200% und schlägt den US-Leitindex S&P 500 um Längen (vgl. Grafik 2). Das grosse Bild sollte deshalb nicht übersehen werden. Auch ändern sich die Spielregeln an den Märkten ständig. Verblüffenderweise fand die Hausse im Edelmetallsektor der letzten Jahre über weite Strecken vor dem Hintergrund höherer Zinsen und eines festen Dollars statt. Sollten hohe Energiepreise und Kreditkosten das Wirtschaftswachstum abwürgen, dürfte Gold von Zinssenkungen und seinem Status als sicherer Hafen letztlich profitieren.

4) Minenkonzerne verdienen eine satte Marge

Gesamtkosten (All-in Sustaining Costs, AISC) für die Förderung einer Unze Gold im Vergleich zum Goldpreis, in $



Werte ab 2026 basieren auf Analystenschätzungen. Stand: 30. Oktober 2026

5) Minenaktien sind relativ zum Goldpreis günstig

NYSE Arca Gold Bugs Index im Verhältnis zum Goldpreis seit Mai 1996



Stand: 30. Oktober 2026

187’200 Tonnen Weltweit gefördertes Gold seit Beginn der Menschheitsgeschichte

Quelle: World Gold Council

Unternehmenskennzahlen

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

	Land	Börsenwert, in Mrd. $	Ebitda, in Mrd. $	Free Cashflow, in Mrd. $	Free Cashflow/ EV	EV/ Ebitda	KBV	Dividenden-rendite	Aktienrückkauf-rendite
Grosse Produzenten									
Newmont		122,8	17,1	9,7	8,2	7,0	3,5	0,9%	3,6%
Agnico Eagle Mines		95,7	10,1	4,6	4,9	7,8	3,3	0,9%	1,0%
Barrick Mining		67,6	12,9	5,2	6,8	4,6	2,5	2,3%	3,4%
AngloGold Ashanti		48,1	7,2	4,5	9,2	5,5	5,4	4,8%	-
Gold Fields		32,9	7,1	4,4	13,2	4,1	3,7	5,1%	0,5%
Kinross Gold		28,2	5,4	3,1	11,6	4,1	2,9	0,6%	3,4%
Mittelgrosse Produzenten									
Pan American Silver		19,3	2,1	1,3	7,0	6,2	2,6	1,5%	1,4%
Lundin Gold		16,2	1,4	1,0	6,2	8,7	2,9	6,2%	–0,0%
Alamos Gold		13,8	1,6	0,3	2,4	6,8	2,9	0,4%	0,6%
Equinox Gold		13,3	1,7	0,2	1,3	4,5	1,4	0,5%	0,0%
Hecla Mining		11,5	1,0	0,5	4,5	13,0	4,3	0,1%	–0,3%
Iamgold		10,7	2,1	1,6	14,6	4,5	2,5	-	3,6%
Royalty/Streaming									
Wheaton Precious Metals		63,0	-	-	-	18,1	6,5	0,5%	-
Franco-Nevada		47,2	-	-	2,0	19,1	5,7	0,7%	-
Royal Gold		20,0	-	-	-	12,1	2,6	0,8%	-
ETF									
VanEck Gold Miners ETF					5,4	6,4	3,2	0,7%	
SPDR S&P Metals ETF					0,0	8,0	2,2	0,3%	
SPDR S&P 500 ETF					2,6	14,5	5,7	1,0%	

Ebitda, Free Cashflow, Free Cashflow/EV (Unternehmenswert), Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV), Dividendenrendite und Aktienrückkaufrendite beziehen sich auf die letzten zwölf Monate; EV/Ebitda basiert auf den Analystenschätzungen für die nächsten zwölf Monate. Stand: 30. Oktober 2026

Gemäss Fred Hickey, dem Verfasser des viel beachteten Investment-Bulletins «The High-Tech Strategist», dürfte sich die Stimmung bald aufhellen. «November bis Februar ist normalerweise die stärkste Phase des Jahres», meint der Investor, der sein Portfolio primär auf Gold und Minenaktien konzentriert. Ausschlaggebend dafür sind Schmuckkäufe während der Hochzeitssaison in Indien und der Neujahrsfeier in China. Ein weiterer Treiber, der den Preis stützt, sind die Goldkäufe der Zentralbanken. Vor allem aufstrebende Volkswirtschaften verringern das Exposure zum Dollar, indem sie ihre Reserven systematisch mit Gold diversifizieren. Nach einer kurzen Unterbrechung in den ersten Monaten des Jahres geht dieser Trend weiter. Das Volumen der Goldkäufe zog im zweiten Quartal deutlich an und hat sich auch von Juli bis September auf hohem Niveau bewegt (vgl. Grafik 3).

«China kauft Gold, um seine Devisenreserven zu diversifizieren»

Vieles deutet darauf hin, dass das gegenwärtige Preisniveau zu Käufen motiviert. Die People's Bank of China zum Beispiel, einer der grössten Akteure im Markt, hat ihre Reserven im September um 740'000 Unzen ausgebaut. Sie akkumuliert schon seit 23 Monaten in Folge Gold, wobei sie das Tempo zuletzt erhöht hat. Bedeutende Käufe haben im bisherigen Jahresverlauf auch Polen, Usbekistan und Kasachstan gemeldet.

Eine besonders spannende Entwicklung lässt sich am Verhalten von Finanzinvestoren beobachten. Mittelflüsse in ETF, die in Gold investieren, nehmen fortwährend zu. Das überrascht, zumal Anlagen aus diesem Segment normalerweise eng mit dem Goldpreis korrelieren. Gemäss dem Analysehaus Arbor Research sind die Mittelflüsse sogar noch grösser als während der explosiven Rally um den Jahreswechsel 2025/26.

«Die Nachfrage nach physischem Gold und Silber bleibt robust», sagt Heinz Isler, Berater institutioneller Investoren in Genf. Das sei zum Beispiel auch daran ersichtlich, dass an der US-Rohwarenbörse Comex per Anfang Oktober mehr als 1 Mio. Unzen Gold zur physischen Auslieferung bis Ende Monat ausstehend gewesen sei. Nicht alle diese Kontrakte dürften tatsächlich ausgeübt worden sein, doch gemäss Isler war das Volumen auffällig hoch. «Als Kontext: Es handelte sich um mehr als die gesamte Jahresproduktion der grössten Goldmine Kanadas mit 800'000 Unzen», berichtet der Rohstoffexperte mit mehr als fünfzig Jahren internationaler Erfahrung.

Investoren sollten sich daher nicht von der Nervosität an den Märkten anstecken lassen. Im gegenwärtigen Umfeld erfordern Engagements in Edelmetallen und Minenaktien Geduld, zumal die Stimmung vorerst launisch bleiben könnte. Ein Risiko besteht aber auch darin, den Sektor zu vernachlässigen und Chancen zu verpassen.

Bewertung bietet Kurspotenzial

Aus einer historischen Perspektive besteht noch reichlich Potenzial für kräftige Avancen. Im Vergleich zu vergangenen Zyklen ist Gold in den meisten Portfolios nach wie vor stark untergewichtet. Das zeigt sich beispielhaft am Verhältnis zwischen dem Blue-Chip-Index Dow Jones Industrial und dem Goldpreis. Es beträgt derzeit rund 12. Bei den letzten zwei grossen Bullenmärkten in Edelmetallen ist es auf 1 bzw. 6 geschrumpft. Minenkonzerne sind damit in einer vielversprechenden Position. Während die Nachfrage stetig wächst, bleibt das Angebot de facto starr. Grössere Vorkommen werden kaum noch entdeckt, und die Erschliessung eines neuen Standorts dauert im besten Fall anderthalb Jahrzehnte, nicht selten geht es wesentlich länger. Die Konsolidierung ist daher ein Dauerthema, wie die 27 Mrd. $ teure Offerte des südafrikanischen Produzenten Gold Fields für den australischen Konkurrenten Northern Star Resources illustriert.

Die Unternehmensabschlüsse für das dritte Quartal bestätigen, dass die Branche in blendender Verfassung ist. Der Goldpreis war in der Berichtsperiode mit durchschnittlich 4262 $ pro Unze niedriger als im ersten und im zweiten Quartal (4873 bzw. 4506 $). Zudem werden sich höhere Preise für Treibstoff und Energie in den Gesamtkosten bemerkbar machen. Dennoch erzielen Branchenleader wie Agnico Eagle Mines, Newmont und Barrick Mining beneidenswerte Margen von rund 2300 bis 2700 $ pro Unze (vgl. Grafik 4).

«Minenkonzerne zahlen grosszügige Ausschüttungen»

Die Bewertungen reflektieren nur ansatzweise, wie profitabel die Branche wirtschaftet. Gemessen am Goldpreis sind sie seit dem letzten Tief von Anfang 2025 nur unwesentlich gestiegen und bewegen sich weit unter dem historischen Durchschnitt (vgl. Grafik 5). Andere Kenngrössen signalisieren ebenfalls eine attraktive Bewertung. Gemäss dem Finanzdatendienst Koyfin handelt der VanEck Gold Miners ETF zu einer Rendite auf dem freien Cashflow von mehr als 5%. Der US-Leitindex S&P 500 kommt kaum auf die Hälfte. Weitere Pluspunkte sind grosszügige Ausschüttungen in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen. In den meisten Fällen ist die Bilanz schuldenfrei.

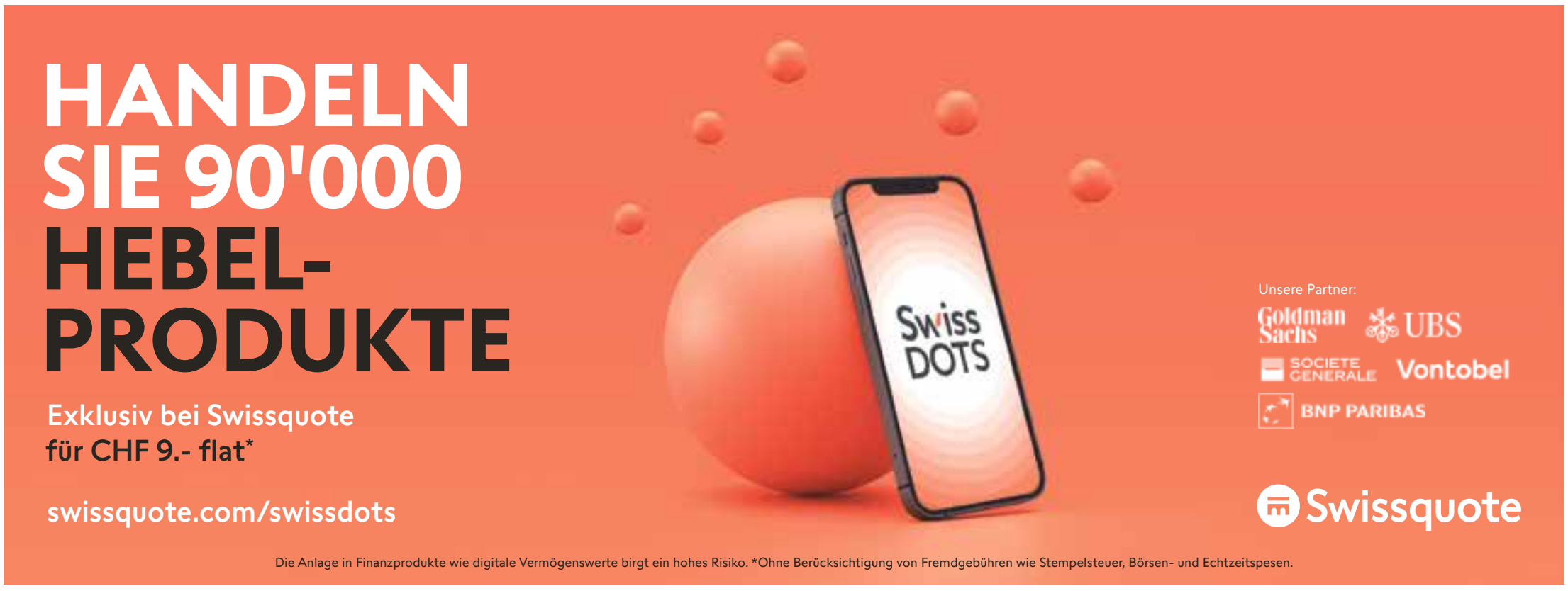
Wer sich für Einzelunternehmen interessiert und die damit verbundenen Risiken tragen kann, hält sich bei den grösseren Namen vorzugsweise an Qualitätswerte wie Agnico Eagle oder Newmont. Barrick Mining ist eine Turnaround-Story, weshalb die Titel zu einem Bewertungsabschlag handeln. Ein defensiveres Profil haben die Royalty- und Streaming-Gesellschaften Franco-Nevada, Royal Gold und Wheaton Precious Metals, wobei Wheaton auch eine Wette auf Silber ist. Im Segment der mittelgrossen Förderer lohnt sich ein Blick auf Alamos Gold und Lundin Gold. Zur Arrondierung des Portfolios können sich ausgewählte kleinkapitalisierte Gesellschaften eignen. Die erste Adresse in diesem Segment ist Wesdome Gold Mines. Aussichtsreiche Projekte entwickeln Skeena Resources und Perpetua Resources. Beide fördern aber noch kein Gold, womit das Risiko bedeutend höher ist.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/u311

90% Anteil des weltweit geförderten Goldes, das seit dem kalifornischen Goldrausch gewonnen wurde

Quelle: World Gold Council



ANALYSE

Entzauberte Darlings bieten Einstiegschancen

Nach dem Ende des Coronabooms sind Top-Aktien wie Nike, LVMH und Adobe tief gestürzt. Während das Wachstum nur langsam zurückkehrt und die Zinswende belastet, wird die Bewertung bei einigen Titeln allmählich wieder attraktiv. **Von Gabriella Hunter**

Knapp 80% haben die Aktien von Nike seit ihrem Allzeithoch vom 5. November 2021 verloren. Bei Diageo beträgt das Minus seit dem Höchststand Anfang 2022 mehr als 55%, bei LVMH ist seit dem Rekord im April 2023 ebenfalls ein beträchtlicher Teil des Börsenwerts weggeschmolzen. Die drei ehemaligen Börsenlieblinge haben schwierige Jahre hinter sich. Als der pandemiebedingte Nachfrageboom auslief und die Inflation die Notenbanken zu kräftigen Zinserhöhungen zwang, gerieten sie von zwei Seiten unter Druck: Das Wachstum liess nach, während die hohen Bewertungsmultiplikatoren schrumpften.

«Prominente Verlierer im Konsumsektor»

Nicht nur im Konsumsektor finden sich prominente Verlierer. Auch im Technologiebereich haben einst hoch geschätzte Unternehmen massiv an Börsenwert eingebüsst. Adobe etwa muss beweisen, dass sie die starke Stellung im Markt für Kreativsoftware im Zeitalter generativer künstlicher Intelligenz verteidigen kann. Der Kursverlust zeigt, wie schnell sich die Erwartungen an ein Unternehmen verändern können, selbst wenn sein bestehendes Geschäft weiterhin solide ist.

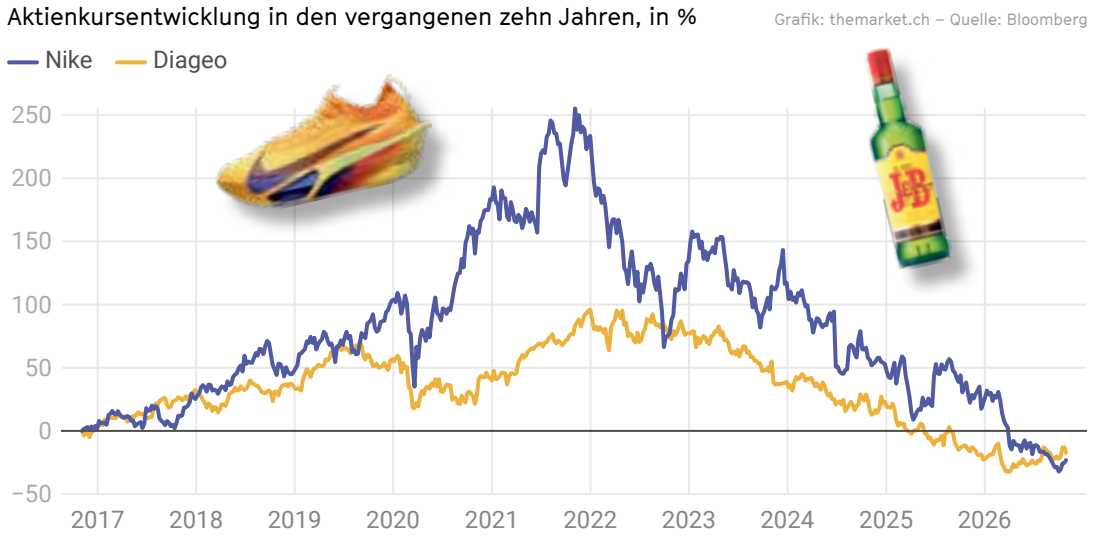
Ende der Stay-at-Home-Garantie

Während der Pandemie erlebten Sportartikelhersteller einen aussergewöhnlichen Nachfrageschub. Jogginghosen wurden dank Homeoffice alltagstauglich, der Umsatz stieg rasant. Auch Anbieter hochwertiger Spirituosen profitierten davon, dass Konsumenten zu Hause mehr Geld für Premiumprodukte ausgaben. Mit dem Ende der Beschränkungen normalisierte sich die Nachfrage. Gleichzeitig belasteten höhere Lebenshaltungskosten, volle Lager und die Verlagerung von Konsumausgaben hin zu Reisen und anderen Dienstleistungen viele Hersteller. Der weltgrösste Sportartikelhersteller Nike leidet zusätzlich unter den Folgen strategischer Fehlentscheidungen. Nike arbeitet daran, die Zusammenarbeit mit Grosshandelspartnern wieder zu stärken und das Sortiment weniger auf Alltagstauglichkeit und wieder mehr auf Sport und Leistung auszurichten.

An der Börse bleibt der Erfolg des Turnarounds ungewiss. Der Umbau braucht Zeit, und die Fortschritte fallen je nach Region und Geschäftsbereich unterschiedlich aus. Im ersten Quartal des Geschäftsjahres 2026/27 per Ende August ist der Umsatz erneut geschrumpft. Für Anleger stellt sich die Frage, wie rasch Nike die Marktposition zurückgewinnen und gleichzeitig die Profitabilität verbessern kann. Selbst auf dem gegenwärtig sehr niedrigen Niveau fehlt den Aktien ein unmittelbarer Treiber.

Einen ähnlichen Wechsel vom Konsumboom zur Ernüchterung erlebte Diageo, einer der weltweit grössten Spirituosenkonzerne mit Marken wie Johnnie Walker, Tanqueray und Don Julio. Nach den Boomjahren geriet die Nachfrage unter Druck. In den USA und in Lateinamerika führten hohe Lagerbestände bei Handelspartnern zu einem Bestellungsrückgang. Das britische Unternehmen musste mehrfach die Prognose anpassen und hat viel Anlegervertrauen zerstört. Das Geschäftsjahr 2025/26 per Ende Juni war eine Enttäuschung. Wertberichtigungen liessen den Gewinn um mehr als 20% schrumpfen. Die Aktien konnten sich zuletzt von den Tiefst lösen. Eine Investition bleibt aber eine Wette auf den Turnaround in einem anspruchsvollen Markt, der zuletzt stetig geschrumpft ist.

Konsumaktien haben stark verloren
Aktienkursentwicklung in den vergangenen zehn Jahren, in %



In Lokalwährung, Stand: 30. Oktober 2026

Luxus ist nicht mehr gefragt
Aktienkursentwicklung in den vergangenen zehn Jahren, in %



In Lokalwährung, Stand: 30. Oktober 2026

Laborausrüster haben lange unter dem Coronaboom gelitten
Aktienkursentwicklung in den vergangenen zehn Jahren, in %



In Lokalwährung, Stand: 30. Oktober 2026

Künstliche Intelligenz könnte Geschäftsmodelle verändern
Aktienkursentwicklung seit dem Börsengang von Adyen am 13. Juni 2018, in %



In Lokalwährung, Stand: 30. Oktober 2026

In Kürze:

- **Die Pandemie bescherte vielen Branchen einen Sonderboom**
- **Danach folgte an der Börse die grosse Ernüchterung**
- **Jetzt bieten einstige Lieblinge wieder Aufwärtspotenzial**

China-Schwäche raubt Glamour

Nach der Wiedereröffnung der Märkte erlebte die Luxusbranche einen aussergewöhnlichen Aufschwung, die Nachfrage nach hochpreisigen Produkten nahm kräftig zu – jedoch nur temporär. Insbesondere wegen China drehte die Stimmung bald ins Gegenteil: Die Immobilienkrise und die schwache Konsumentenstimmung belasten die Nachfrage bis heute, während auch in anderen Märkten die Dynamik zurückging. Die hohe Bewertung vieler Luxusaktien wurde zu einem Problem.

Besonders betroffen vom Ende des Booms ist der französische Branchenriese LVMH. Die Zurückhaltung der Konsumenten belastet vor allem das wichtige Geschäft mit Mode und Lederwaren, und auch das Wein- und Spirituosensegment geriet unter Druck. Die schwächere Nachfrage in Asien und die Normalisierung nach Jahren aussergewöhnlichen Wachstums beeinträchtigen Umsatz und Profitabilität. Ein Teil der Probleme ist hausgemacht. Der Pariser Konzern hat die Preise für seine Produkte in den vergangenen Jahren deutlich erhöht. Das schreckt heute die Kunden ab, die schon sonst unter gestiegenen Lebenshaltungskosten leiden. Im dritten Quartal ist der Umsatz mit Mode und Lederwaren erneut geschrumpft. Operativ gibt es wenig, was für eine rasche Trendwende spricht. Entsprechend sind die Aktien deutlich günstiger bewertet als noch vor wenigen Jahren. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 16 auf Basis des für 2027 geschätzten Gewinns und einer Free-Cashflow-Rendite von 5,2% wird die Bewertung allmählich interessant.

«Die hohe Bewertung vieler Luxusaktien wurde zum Problem»

Lange schien das Pariser Luxushaus Hermès weitgehend immun. Die Nachfrage nach Ikonen wie der Birkin- und der Kelly-Tasche sowie die kontrollierte Verfügbarkeit verliehen ihm eine besondere Stellung. Aber auch Hermès kann sich der Abkühlung des Luxusmarktes nicht entziehen. Im dritten Quartal hat das Unternehmen trotz bereits tiefer Erwartungen negativ überrascht, was Sorge mit Blick auf 2027 weckt. Hinzu kommt, dass die Aktien höchstens auf den ersten Blick günstig bewertet sind; das KGV 2027 liegt mit 26 deutlich unter dem Schnitt der letzten zehn Jahre (45). Aber die Free-Cashflow-Rendite von 3,7% weckt ohne Wachstum wenig Fantasie.

32% Anteil des gesamten Vermögens in den USA, der auf das reichste Prozent der Bevölkerung entfällt

Quelle: Federal Reserve

Unternehmenskennzahlen

Tabelle: themarket.ch – Quelle: Bloomberg

Unternehmen	Land	Börsenwert, in Mrd. $	Umsatz, in Mrd. $	Operative Marge	ROIC	KGV 2026	KGV 2027	FCF-Rendite	Dividenden-rendite
Nike		57,1	42,9	7,2%	13,2%	30	25	4,4%	4,3%
Diageo		50,8	19,2	34,3%	6,8%	14	13	3,1%	2,4%
LVMH		212,4	90,5	29,7%	9,9%	17	16	5,2%	3,5%
Hermès		149,5	18,6	45,5%	21,6%	29	26	3,7%	1,5%
Sartorius		22,4	4,2	30,0%	4,5%	57	48	1,7%	0,3%
Tecan		4,0	1,1	16,6%	–	40	34	1,7%	1,2%
Adobe		96,6	26,6	47,9%	33,2%	10	9	10,6%	–
Adyen		28,9	3,2	–	16,5%	21	18	9,0%	–

Nike: Geschäftsjahr jeweils per Ende Mai, Diageo: Geschäftsjahr jeweils per Ende Juni, Adobe: Geschäftsjahr jeweils per Ende November, Umsatz, operative Marge vor Abschreibungen und Amortisationen, Dividende geschätzt für das laufende Geschäftsjahr, ROIC = Rendite auf das investierte Kapital für das letzte Geschäftsjahr, KGV = Kurs-Gewinn-Verhältnis basierend auf dem für 2026 resp. 2027 erwarteten Gewinn, FCF-Rendite = freier Cashflow geschätzt für das laufende Geschäftsjahr im Verhältnis zum gegenwärtigen Unternehmenswert, Stand: 30. Oktober 2026

Kaum eine Branche profitierte während der Pandemie so stark von einer Sondernachfrage wie die Zulieferer der Pharma- und Biotech-Industrie. Hersteller von Impfstoffen und Laborausrüstung bestellten in kurzer Zeit grosse Mengen an Verbrauchsmaterialien und Geräten. Als der Effekt nachliess, bauten viele Kunden zunächst ihren Lagerbestand ab und verschoben Investitionen. Für die Zulieferer bedeutete dies weniger Bestellungen und eine deutlich verringerte Kapazitätsauslastung.

Das Post-Covid-Vakuum

Besonders ausgeprägt war die Korrektur bei Sartorius. Der deutsche Spezialist für Bioprozesslösungen hatte während des Pandemiebooms kräftig profitiert. Der darauffolgende Lagerabbau der Kunden dauerte aber deutlich länger als erwartet, und die schwächere Nachfrage zwang das Management wiederholt, die Prognosen anzupassen. Mittelfristig sprechen die zunehmende Bedeutung von Biopharmazeutika und die Entwicklung neuer Therapien für den Markt. Die jüngsten Zahlen deuten an, dass das Geschäft bereits stärker als erwartet anzieht: Das Unternehmen hat insbesondere im Laborgeschäft sehr gute Zahlen fürs dritte Quartal publiziert. Damit bestätigt sich der positive Trend an der Börse. Um eine höhere Bewertung zu rechtfertigen, muss sich das Wachstumsmomentum aber bestätigen. Wegen der weiterhin niedrigen Gewinnerwartungen sehen die Titel mit einem KGV von 48 für 2027 sehr teuer aus.

«Künstliche Intelligenz weckt Skepsis gegenüber Softwarekonzernen»

Die guten Neuigkeiten von Sartorius geben auch Tecan Auftrieb. Der Schweizer Laborausrüster sah sich zuerst mit der gleichen aussergewöhnlichen Nachfrage und später mit ähnlichen Problemen konfrontiert. Mit einem neuen Management unter CEO Monica Manotas hat sich das Bild jüngst zum Besseren gewendet. Zum Halbjahr sind Umsatz und Auftragseingang gestiegen. Dank des operativen Hebels sollte sich das überproportional im Gewinn niederschlagen. Das wird aber dauern, was sich auch im hohen KGV von 34 für 2027 spiegelt. Der Börsenwert hat sich seit dem Tiefst Ende April mehr als verdoppelt. Damit sind die Titel der fundamentalen Entwicklung etwas vorausgeeilt.

Zinswende, KI und Software

Die Digitalisierung hat sich in den vergangenen Jahren beschleunigt. E-Commerce, digitales Bezahlen und Cloud-Software galten an der Börse deshalb lange als strukturelle Wachstumstreiber. Bereits mit dem Zinsanstieg 2022 gerieten die hoch bewerteten Wachstumstitel aber unter Druck. Später hat sich die Aufmerksamkeit der Anleger zunehmend auf Unternehmen verschoben, die unmittelbar vom Ausbau der KI-Infrastruktur profitieren. Die Sorge um die Disruption des Geschäftsmodells setzte insbesondere Softwareaktien zu.

Adobe verdeutlicht dieses Spannungsfeld. Der Anbieter von Kreativ- und Dokumentensoftware verfügt über ein breites Kundenfundament. Aber generative KI weckt Befürchtungen, dass neue Werkzeuge Teile des bisherigen Leistungsangebots günstiger oder einfacher verfügbar machen könnten. Adobe investiert deshalb in eigene KI-Funktionen wie Firefly und versucht, sie in bestehende Arbeitsabläufe zu integrieren. Entscheidend ist, ob daraus zusätzlicher Umsatz entstehen und das Unternehmen seine Wettbewerbsposition verteidigen kann. Frühere Bewertungsniveaus lassen sich für die Aktien auch angesichts der höheren Zinsen nicht rechtfertigen. Doch mit einer Free-Cashflow-Rendite von 10,6% sind sie attraktiv.

Auch der niederländische Zahlungsdienstleister Adyen musste die hohen Erwartungen nach unten korrigieren. Eine überraschende Verlangsamung des Umsatzwachstums löste 2023 einen kräftigen Kurssturz aus. Im ersten Halbjahr 2026 hat das Unternehmen mit einem Umsatzplus von 21% nun aber positiv überrascht. Die Prognose für das Gesamtjahr wurde leicht angehoben. Die darauffolgende Avance an der Börse ist aber bereits mehrheitlich verpufft – womit sich die fundamentale Erholung zunehmend vom Aktienkurs löst. Adyen profitiert von intakten strukturellen Wachstumstreibern, insbesondere im E-Commerce, der sich verstärkt in Richtung von KI-gestütztem Handel verlagert. Mit einem KGV von 18 für 2027 und einer Free-Cashflow-Rendite von 9% sind die Aktien mittlerweile attraktiv bewertet.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:
go.themarket.ch/u313

Anzeige

KI-Boom an der Börse: Hält der Aufwärtstrend 2027 an?

BEKB

Die Aktienkurse grosser Technologiekonzerne sind in den vergangenen Jahren stark gestiegen. Treiber waren die Begeisterung für künstliche Intelligenz (KI) und hohe Erwartungen an deren wirtschaftliches Potenzial. Hohe Investitionen in Rechenzentren, Halbleiter und digitale Infrastruktur eröffnen Technologieunternehmen attraktive Wachstumschancen. Gleichzeitig haben die kräftigen Kursanstiege die Bewertungen erhöht und die Erwartungen der Anlegerinnen und Anleger weiter steigen lassen. Damit stellt sich die Frage, ob sich bei Technologieaktien eine Bewertungsblase bildet. Angesichts ihrer hohen Bedeutung für den US-Aktienmarkt lohnt sich ein Blick auf Kursentwicklung, Bewertungen und Gewinnaussichten.

Bisher keine Anzeichen einer Blasenbildung

Anders als während der Internetblase fehlen bislang typische Anzeichen einer breiten spekulativen Übertreibung. Eine Analyse grosser Aktienmarktblasen der vergangenen 100 Jahre zeigt ein wiederkehrendes Muster: Innerhalb von rund sechs Jahren verfünffachten sich die Kurse. Zu den untersuchten Beispielen gehören Industrieaktien der späten 1920er-Jahre, Technologieaktien während der Internetblase und Aktien von Immobilienentwicklern in den 2000er-Jahren.

Vergleich US-Technologieaktien mit historischen Aktienblasen und der Internetblase



Quellen: Asset Management BEKB, FactSet. Daten per 30. September 2026.

Wie die Grafik zeigt, ist der Nasdaq von diesem historischen Muster noch entfernt. Ausgehend vom dargestellten Indexstand müsste er sich in den nächsten zwei Jahren nochmals verdoppeln, um einen vergleichbaren Verlauf zu erreichen. Zwischenzeitliche Rückschläge oder Übertreibungen bei einzelnen Aktien sind dennoch möglich.

Robustes Gewinnwachstum

Auch bei den Bewertungen ist die heutige Situation nicht direkt mit der Internetblase vergleichbar. Zwar erscheint der US-Aktienmarkt insgesamt hoch bewertet, und bei einzelnen Titeln dürfte es Übertreibungen geben. Anders als damals erzielen viele grosse Technologieunternehmen jedoch substanzielle Gewinne.

Das Gewinnwachstum der US-Unternehmen ist auf Basis der letzten zwölf Monate auf rund 30 Prozent gestiegen – den höchsten Stand seit über zwei Jahrzehnten. Auch für 2027 wird Wachstum in dieser Grössenordnung erwartet. Damit ruhen die Hoffnungen auf eine Fortsetzung des Aufwärtstrends vor allem auch auf weiter wachsenden Unternehmensgewinnen.

Die Kritik, dass wenige Technologiekonzerne einen grossen Teil dieses Wachstums tragen, ist berechtigt. Allerdings haben sich die Gewinnschätzungen auch für zahlreiche andere Branchen verbessert. Entscheidend wird sein, ob sich das Gewinnwachstum auf breiterer Basis fortsetzt.

Weiteres Potenzial für 2027

Den «AI Trade» bereits abzuschreiben, wäre aus unserer Sicht verfrüht. Für die Entwicklung der Technologieaktien im Jahr 2027 wird entscheidend sein, ob die Unternehmen ihre hohen Bewertungen mit nachhaltigem Gewinnwachstum rechtfertigen können. Besonders sensibel dürfte der Aktienmarkt auf die Ergebnisse des vierten Quartals 2026 und die Ausblicke für das kommende Jahr reagieren.

Erfüllen oder übertreffen die Unternehmen die Erwartungen und legen optimistische Prognosen für 2027 vor, könnte sich der «AI Trade» fortsetzen. Voraussetzung dafür ist auch, dass die US-Notenbank Fed die Märkte nicht mit unerwartet restriktiven geldpolitischen Signalen überrascht. Enttäuschende Ergebnisse oder vorsichtigere Prognosen könnten dagegen stärkere Kursschwankungen und Rücksetzer auslösen.

Für Anlegerinnen und Anleger bleiben deshalb eine sorgfältige Titelauswahl und breite Diversifikation zentral. Unternehmen mit soliden Bilanzen, tragfähigen Geschäftsmodellen und nachhaltig steigenden Gewinnen dürften besser positioniert sein als Firmen, deren Bewertungen vor allem auf hohen Zukunftserwartungen beruhen. Wer sich auf wenige grosse US-Technologiekonzerne konzentriert, geht zudem ein erhebliches Klumpenrisiko ein.



Simon Lazzara
Leiter Investment Strategy, Asset Management BEKB

INTERVIEW

«ServiceNow und SAP gehören zu den Profiteuren von KI»

Die Value-Investoren Hendrik Leber von der Fondsboutique Acatis Investment und Stefan Rehder von Value Intelligence Advisors erwarten enorme Umwälzungen durch künstliche Intelligenz. Beide Fondsmanager investieren in den Boom, jedoch mit unterschiedlicher Aktienauswahl. **Von Mark Böschen**

Künstliche Intelligenz (KI) verändert die Wirtschaft in rasantem Tempo. Doch wie nachhaltig ist der Boom? Hendrik Leber, Gründer der Fondsgesellschaft Acatis, mahnt zur Vorsicht: «Anleger unterschätzen den Wettbewerb bei der KI», sagt er. Angesichts der Milliardeninvestitionen in die Technologie hält er die Erwartungen an die Ertragskraft für zu hoch. Stefan Rehder, Gründer von Value Intelligence Advisors, ist optimistischer: «Umfang und Breite der Anwendungsmöglichkeiten werden unterschätzt.»

An einem Podiumsgespräch von The Market diskutieren die beiden Fondsmanager, welchen Umsatz KI-Anwendungen schon in wenigen Jahren erzielen müssen, damit sich die gewaltigen Investitionen in Rechenzentren auszahlen. Zudem sagen sie, mit welchen Aktien sie von der technologischen Umwälzung profitieren wollen.



Hendrik Leber

Hendrik Leber studierte Betriebswirtschaftslehre an der Universität des Saarlandes, an der Hochschule St. Gallen, an der Syracuse University (New York) und an der University of California, Berkeley. Der heute 69-Jährige promovierte zum Dr. oec. mit Schwerpunkt Bankbetriebslehre an der Hochschule St. Gallen. Ab 1984 war er für McKinsey in der Beratung von Finanzdienstleistern und danach beim Bankhaus Metzler im Bereich Corporate Finance tätig. 1994 hat er die heutige Acatis Investment Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH gegründet.

«Die revolutionären Auswirkungen können wir uns noch gar nicht vorstellen»

Herr Leber, ist der KI-Boom eine Übertreibung oder eine Chance für die Anleger?
Leber: Die revolutionären Auswirkungen auf die gesamte Arbeitswelt und Industrie können wir uns heute noch gar nicht vorstellen, weil die Entwicklung exponentiell verläuft. Das heisst aber nicht, dass KI deshalb ein gutes Investment ist.

Was macht Sie so vorsichtig, angesichts dieser Revolution?
Leber: Ich sehe mit Sorge die bei solchen Technologien typischen Überinvestitionen. Die gab es auch beim Bau der englischen Kanäle, beim Bau der Eisenbahnen und beim Dotcom-Boom. Die Anleger unterschätzen den Wettbewerb bei KI, auch aus China. Er wird vieles von dem, was heute so schön aussieht, kaputtmachen. Daraus könnte ein Überangebot entstehen, wenn die Firmenkunden nicht mehr so viel Geld ausgeben wollen. Der Wettbewerb und das Überangebot bei KI werden dafür sorgen, dass das Soufflé in sich zusammenfällt.

«Anleger unterschätzen den Wettbewerb bei KI»

Herr Rehder, wie sehen Sie die KI auf dem Spektrum zwischen Hype und Chance?
Rehder: Prognosen sind besonders schwer, wenn sich die Welt so stark verändert wie derzeit. Menschen neigen dazu, solche grundsätzlichen Entwicklungen in ihrer Kraft zu unterschätzen. Das liegt daran, dass wir exponentielle Entwicklungen nicht nachvollziehen können, sondern eher linear denken. Insofern könnte ich die Frage auch an die Skeptiker zurückgeben: Woher seid ihr euch so sicher, dass das Ganze nicht doch eine viel grössere Wucht hat, als ihr glaubt?

Was stimmt Sie denn optimistisch für die Entwicklung der KI?
Rehder: Traditionell werden Umfang und Breite der Anwendungsmöglichkeiten unterschätzt. Mich fasziniert es jeden Tag aufs Neue, in meiner Research-Arbeit festzustellen, wie toll die Einsatzmöglichkeiten der Technologie sind. Wir geben ungefähr 8000 € im Jahr dafür aus. Irgendwann werden wir vielleicht auch bereit sein, 80'000 € pro Jahr dafür auszugeben.

Vielleicht müssen Sie gar nicht so viel ausgeben, wenn Herr Leber recht hat und der Wettbewerb die Kosten drückt?
Rehder: Es gibt valide ökonomische Theorien, wonach ein Gut umso stärker nachgefragt wird, je billiger es wird. Dies wird im Zeitalter der Agenten auch für die KI gelten. Die physische Wertschöpfungskette der KI wird dagegen, so wie viele Bereiche der Wirtschaft, von Oligopolen beherrscht. Der Ökonom Bruce Greenwald schätzt, dass rund 60% der amerikanischen Wirtschaft in den Händen von Oligopolen sind.

Es gibt also oft nur noch wenige Wettbewerber auf einem Markt.
Rehder: Genau. Und diese Oligopolisten machen sich in der Regel das Leben nicht gegenseitig schwer. Jeder hat verstanden, was der Weg zu lukrativem Ertrag ist: die Preise nach oben nehmen, das Angebot knapp halten. Entlang der KI-Wertschöpfungskette sehe ich zahlreiche Oligopole, deren Mitglieder sich sehr diszipliniert verhalten.

Lohnt sich KI denn für die Nutzer? Sehen Sie bereits Produktivitätsgewinne?
Leber: Der Chef eines Versicherers sagte mir kürzlich, dass sein Konzern bei der Schadenbearbeitung schon heute erheblich spart. Viele Tätigkeiten dort sind repetitiv. Bei Versicherern können vielleicht 20 bis 30% der Personalkosten eingespart werden. In China hörte ich von einer Näherei, wo die KI lernt, wie die Näherinnen arbeiten, und sie in zwei Jahren ersetzen soll. Bei einem privaten Investment von mir geht es darum, Belege auszulesen und für den Steuerberater aufzubereiten, damit er die Steuererklärung erstellen kann. Der Aufwand dafür wurde dank KI von Stunden auf zwei Sekunden reduziert. Die Technologie greift bereits massiv in unser Arbeitsleben ein. Die Frage ist: Wer hat den Gewinn? Wer hat die Produktivitätsfortschritte? Und wer verliert den Arbeitsplatz?

«Die Kosten für KI fallen, und davon profitieren die Nutzer»

Herr Rehder, Sie nutzen KI intensiv. Sehen Sie Anzeichen dafür, dass in der Breite genug Nutzen entsteht, um die geplanten Rechenzentren auszulasten?
Rehder: Immerhin hat Microsoft die Zahl der bezahlten Copilot-Lizenzen innerhalb eines halben Jahres von 15 auf 30 Mio. verdoppelt. Das grosse Problem in der Praxis ist, dass zum Teil die Mitarbeiter noch nicht wissen, wie sie die KI anwenden sollen. Und die Anwendungen wachsen ja erst. Wir haben gesehen, dass Metas neuer KI-Agent Muse, der für Privatleute Alltagsaufgaben selbstständig erledigt, in den USA in weniger als dreissig Tagen sieben Millionen Mal heruntergeladen wurde. So wird KI bei Privatkunden erstmals über den Chatbot hinaus monetarisiert. Damit dürfte die Profitabilität steigen.

Die Entwickler der KI-Modelle machen für jeden Dollar Umsatz 60 Cent Verlust. Dieses Jahr wollen die grössten US-Tech-Konzerne 800 Mrd. $ in Rechenzentren investieren. Zum Vergleich: Die weltweiten Ausgaben für Unternehmenssoftware betragen 1500 Mrd. $ pro Jahr, schätzt die «Financial Times». Wie viel Geld müssen wir alle denn bald für KI ausgeben, damit diese Investitionen sich auszahlen?
Leber: Um das einmal zu überschlagen: Bei 800 Mrd. $ an Investitionen müsste ich vielleicht 3200 Mrd. $ an Umsatz haben, ein Viertel davon für Abschreibungen. Das wäre also doppelt so viel, wie heute für Unternehmenssoftware insgesamt ausgegeben wird. Ich bin skeptisch, dass der Umsatz dafür reicht. Die Firmenkunden werden bei KI schon jetzt zurückhaltender wegen der Kosten. Und die Privatkunden fordern KI-Antworten von Google, ohne dafür zu zahlen. Chinesische KI-Modelle bieten ausserdem oft eine ähnliche Leistung, und das sehr günstig. So fallen die Kosten für KI, und davon profitieren insbesondere die Nutzer.

Für Rechenzentrenbetreiber und ihre Zulieferer wäre es schlecht, wenn künftig vor allem günstige chinesische Modelle laufen, vielleicht sogar auf dem Notebook. Herr Rehder, sehen Sie ein Szenario, in dem sich die KI-Investitionen rechnen?
Rehder: Zunächst einmal halte ich es für weniger wahrscheinlich, dass chinesische Modelle sich hier durchsetzen. Ein deutscher Versicherer wird sie kaum einsetzen. Wir leben in einer Welt, die sich deglobalisiert und in der das Misstrauen zwischen den Machtblöcken immer grösser wird. Zur Monetarisierung: Der Verlust der Modellentwickler entsteht durch das Training der nächsten Modellgeneration, nicht im laufenden Geschäft – das Bereitstellen der Modelle ist heute schon profitabel. Würden sie das Training einstellen, würden sie weiter KI verkaufen, aber ohne Verlust. Am Schluss geht es um die Frage, wie gross der Markt ist.

4 Jahre Zeit von der Lancierung bis zum Erreichen von 50 Mio. Internetnutzern

Quelle: UN Development Program



Acatis-Investment-Gründer Hendrik Leber (Mitte) und Stefan Rehder (r.), Gründer von Value Intelligence Advisors, im Gespräch mit Mark Böschen von The Market am Anlegertag in Berlin.

Wie sieht denn ein positives Szenario für den KI-Markt aus?
Rehder: Es gibt Berechnungen von Bernstein Research, dass die Produktivität von Büromitarbeitern durch KI im Schnitt um 30% steigen kann. Weltweit werden bis 2028 über 80 Bio.$ für Arbeit ausgegeben, rund zwei Drittel davon für Büroarbeit, also etwa 55 Bio.$. 30% davon sind rund 16 Bio. $. Von diesen 16 Bio. $ bräuchte es weniger als 10%, damit sich die Investitionen in die KI-Infrastruktur lohnen. Das ist ein theoretischer Case. Aber die KI-Entwicklung hat das Potenzial, zu grossen Veränderungen in unserer Gesellschaft zu führen und das Arbeitsleben völlig zu verändern. Die Disruption ist in vollem Gange, und ich glaube, sie wird zu riesigen Effizienzsprüngen führen.

Zu China: In den USA berichten Venture-Capital-Investoren, dass sogar Unternehmen im Silicon Valley chinesische KI-Modelle für weniger sensible Daten nutzen.
Rehder: Wir müssen uns als Anleger die einzelnen Wertschöpfungsketten anschauen. Ich würde nicht in Modellentwickler wie OpenAI oder Anthropic investieren. Dieser Teil ist anfälliger für Konkurrenz, da gehe ich mit Herrn Leber einig.

«Die Disruption ist in vollem Gange und führt zu riesigen Effizienzsprüngen»

Als Risikofaktor gilt der Geldkreislauf: Der Chiphersteller Nvidia investiert bei OpenAI, die investiert bei Oracle, und die wiederum kauft Nvidia-Chips, um sie an OpenAI zu vermieten.
Leber: Wenn ich so etwas sehe, werde ich sehr skeptisch. Warum muss Nvidia Kunden dafür bezahlen, dass sie die Produkte kaufen? Oft sind an der Finanzierungskette auch Private-Credit-Fonds beteiligt, was häufig bekannt wird, wenn es mit einem Rechenzentrum Probleme gibt. Das erinnert mich etwas an die Krise um Subprime-Immobilienkredite von 2007/08. Wenn es an einer Stelle kriselt, sehen wir plötzlich, wer noch alles mit drinhängt. Wenn die Schulden nicht mehr gezahlt werden können, folgen Kettenreaktionen. Dann stellt sich vielleicht heraus, dass Konzerne wie Oracle bei verschiedenen Herstellern bestellt haben, um nur die Hälfte zugeteilt zu bekommen. Plötzlich stornieren die dann doppelt und dreifach. Und dann fällt alles in sich zusammen. Dieser Schuldenkreislauf ist die Hauptgefahrenquelle.

Herr Rehder, wie sehen Sie das?
Rehder: Die Doppelbestellungen sind darauf zurückzuführen, dass die Chips so knapp sind, und anders als in früheren Zyklen binden die Speicherhersteller ihre Kunden mit mehrjährigen Lieferverträgen. Nvidia-CEO Jensen Huang schätzt, dass die Halbleiterindustrie in den nächsten zehn Jahren fünf- bis zehnmal so gross sein müsste wie derzeit. Elon Musk rechnet vor, dass die Speicherchipproduktion um 20% pro Jahr wächst, die Nachfrage aber um 200%. Und nun kann man sagen, Huang, Musk und die Chefs der Hyperscaler, von Alphabet bis Amazon – also diejenigen, die Investitionen in dreistelliger Milliardenhöhe vornehmen –, haben alle kollektiv den Verstand verloren. Vielleicht ist es aber auch andersherum: Vielleicht haben sie den besseren Durchblick als andere und antizipieren eine exponentielle Entwicklung. Als aus der Pferdekutsche das Auto wurde, konnte auch keiner absehen, was sich daraus entwickeln würde. Jetzt scheint es realistisch zu sein, dass die KI-Revolution noch viel grösser und einschneidender ist. Der Zukunftsforscher Tony Seba hat das zugespitzt: Diesmal sind vielleicht wir die Pferde.

Herr Rehder, investieren Sie in Hyperscaler wie Amazon, Google und Microsoft?
Rehder: Nein. Ich gehe davon aus, dass die Hyperscaler noch längere Zeit hohe Ausgaben haben, was den Cashflow belastet und von Mr. Market kurzfristig nicht belohnt wird. Google oder Amazon können es sich aber nicht leisten, ihre Investitionen zu stoppen, weil dann vielleicht ein anderer weitermacht und das gesamte Ökosystem zur Konkurrenz wechselt. In Europa haben wir sogar viel zu wenige Rechenzentren. Mit der Zeit wird wohl überall auf der Welt eine nationale KI-Infrastruktur entstehen, weil die Staaten ihre KI selbst kontrollieren wollen.

Herr Leber, wo in der KI-Wertschöpfungskette investieren Sie?
Leber: Einige KI-Profiteure sind schon lange in den Fonds: Nvidia halte ich seit zehn Jahren. Palantir hatten wir jahrelang, seit letztem Herbst haben wir die Position abgebaut. Derzeit interessiert mich vor allem, welche Unternehmen zu den Profiteuren zählen. Dazu gehören Google, aber auch Softwareanbieter wie SAP und ServiceNow. Sie setzen KI intelligent ein und können die Technologie gezielt nutzen, um ihr Geschäft weiterzuentwickeln.

Sind Sie weiter auch bei Halbleiterkonzernen und ihren Ausrüstern engagiert, neben Nvidia?
Leber: Ganz am Anfang der Wertschöpfungskette sind die Unternehmen, die die Chips von übermorgen entwickeln helfen, so wie zum Beispiel Kokusai Electric in Japan. Die Firma entwickelt heute Maschinen für die Beschichtung von Chips, die erst in drei oder vier Generationen auf den Markt kommen. Ausserdem investiere ich ganz am Ende der Kette – in die grossen Nutzer der KI. Aus der Mitte der Wertschöpfungskette halte ich mich raus: Da haben wir diese Schlacht um Rechenkapazität und Rechenzentren, die ausgelastet werden müssen. Da wird es ein Heulen und Zähneklappern geben.

Jetzt müssen Sie uns aber noch verraten, wo Sie in der KI-Wertschöpfungskette investiert sind, Herr Rehder.
Rehder: Neben den Speicherchipherstellern sind wir im Bereich der Energieinfrastruktur investiert, aber nicht bei den Modellentwicklern und den Anbietern von Rechenleistung. Der Stromverbrauch in den USA ist seit dem Jahr 2000 im Schnitt um weniger als 1% pro Jahr gewachsen. Das ändert sich gerade: Dieses Jahr nimmt der Verbrauch bereits mehr als 4% zu, und er würde noch viel mehr steigen, wenn es nicht so viele Engpässe gäbe. Dieses Wachstum wird zumindest in Nischen unterschätzt.

«Google und Amazon können es sich nicht leisten, Investitionen zu stoppen»

Sie haben bereits vor über zwei Jahren Aktien von Speicherchipherstellern gekauft. Sind diese Titel weiterhin aussichtsreich?
Rehder: Insbesondere die Hersteller von Dram-Speicherchips bilden ein diszipliniertes Oligopol: Samsung, Micron und SK Hynix kontrollieren über 90% des Weltmarktes. Denen dürfte es gelegen kommen, wenn man ihnen ein volatiles Geschäft unterstellt. Denn dann haben sie einen guten Grund, bei den Investitionen diszipliniert zu bleiben, statt wie früher jede Nachfragewelle mit neuen Fabriken zu beantworten. Das stützt die Preise.

Ist die Bewertung der Speicherchiphersteller attraktiv?
Rehder: Meine koreanischen Positionen sind nichts für schwache Nerven, die Kursschwankungen sind extrem. Einige Unternehmen werden im Moment so gehandelt, als würde es nach 2028 keine Nachfrage mehr nach ihren Produkten geben. SK Hynix zum Beispiel wird bis zum Jahr 2028 rund 500 Mrd. $ an Cash aufgebaut haben, schätzen die bei Bloomberg erfassten Analysten. Das Unternehmen hat im Moment eine Marktkapitalisierung von 700 Mrd. $. Zieht man das Cash ab, bezahlt man für das gesamte Geschäft ab 2028 weniger als einen Jahresgewinn. Bei dieser Bewertung kann man kaum von einer Blase sprechen. Die Vorsicht ist dennoch berechtigt, weil die Dinge sich immer auch anders entwickeln können, als man denkt. Die Gretchenfrage bleibt deshalb, wie nachhaltig der Gewinn ist – und da bin ich optimistischer als andere.

«Die physische Wertschöpfungskette der KI wird von Oligopolen beherrscht»



Stefan Rehder

Stefan Rehder, gebürtiger Hamburger, ist ein Kenner der Value-Szene. Seine Begeisterung für das Thema entstand, als er in den späten Neunzigerjahren für die Privatbank Schröder, Münchmeyer, Hengst & Co. in den USA arbeitete und dort als Anlageberater führende Value-Investoren betreute. Zurück in Europa, implementierte er den Value-Ansatz 2003 bei der BayernLB. 2009 hat er sich mit der Gründung der Vermögensverwaltungsboutique Value Intelligence Advisors einen lang gehegten Wunsch erfüllt.

Lesen und teilen Sie dieses Interview online:

go.themarket.ch/u315

1 Monat Zeit von der Lancierung bis zum Erreichen von 50 Mio. ChatGPT-Nutzern

Quelle: ITIF

ANALYSE

Risiken und Chancen für Tech-Investoren

Aktien mit Bezug zum Thema künstliche Intelligenz haben bedeutende Verluste erlitten. Damit stellt sich die Frage, ob sich eine günstige Gelegenheit zum Einstieg eröffnet. Von Christoph Gisiger

Die globalen Finanzmärkte blicken gebannt auf Washington. Im politischen Zentrum Amerikas zeichnen sich nach den Zwischenwahlen bedeutende Veränderungen ab. In einem Erdrutschsieg haben sich die Demokraten eine überragende Mehrheit im Repräsentantenhaus und im Senat gesichert. Selbst republikanische Hochburgen wie Texas, Kansas und South Carolina sind gefallen. Die Unsicherheit mit Blick auf den Ausgang der Midterms hat in den vergangenen Wochen zusätzlich zur angespannten Lage im Technologiesektor beigetragen.

Wenig förderlich waren zudem die durchwachsenen Quartalsabschlüsse von Alphabet, Meta Platforms, Amazon und anderen Branchenriesen. Der Tech-Index Nasdaq 100 ist Anfang November in eine Korrektur übergegangen: Er hat seit dem Allzeithoch von Anfang Oktober über 10% eingebüsst. Es ist gut möglich, dass sich die Märkte noch einige Zeit unruhig verhalten. Das neue Umfeld in Washington, in dem die Macht zwischen der Trump-Regierung und einem demokratischen Kongress geteilt ist, sollte aber positiv sein.

Markt mag politische Stabilität

In dieser als «Gridlock» bezeichneten Konstellation wird sich in der Politik wenig ändern. Das reduziert die Unsicherheit und wird deshalb von Investoren bevorzugt. Die US-Börsen notieren einen Monat nach den Zwischenwahlen denn auch üblicherweise fester. Ausnahmen gibt es natürlich immer. Dass die Demokraten fortan beide Kammern im Kongress kontrollieren werden, ist jedoch schon seit einiger Zeit weitgehend eingepreist. Ihre deutliche Mehrheit im Senat ist zwar überraschend. Der Fokus dürfte sich aber bald auf andere Themen richten.

> «Die Börsen sind in der stärksten Phase des Jahres»

Saisonal beginnt nun die stärkste Phase im Jahresverlauf. «Der November ist der beste Monat für Aktien», berichtet Jeff Hirsch, Herausgeber des «Stock Trader's Almanac». Wie der Börsenchronist vorrechnet, verbucht der US-Leitindex S&P 500 seit Anfang der Fünfzigerjahre ein durchschnittliches Plus von 1,8% im November, wobei er in fast 70% der Fälle Ende des Monats höher notiert. Traditionell laufen die Börsen auch im Dezember und im Januar gut. Könnten die jüngsten Turbulenzen demnach eine günstige Gelegenheit eröffnen, um auf eine Fortsetzung des Booms im Bereich künstliche Intelligenz zu setzen? Für eine Antwort darauf lohnt es sich, die Argumente für respektive gegen Technologieaktien im Detail zu beleuchten.

Der Bull Case

KI heizt die Hausse in US-Aktien seit bald vier Jahren an. Heute ist klar, dass KI-Modelle weit mehr als bloss eine unterhaltsame Spielerei mit statistischen Wahrscheinlichkeiten sind. Das Programmieren von Software ist das bislang beste Beispiel dafür, dass sie immensen Nutzen bei praktischen Anwendungen schaffen können. Damit der Bullenmarkt anhalten kann, muss sich die Technologie weiter ausbreiten. Erste Anzeichen dafür gibt es möglicherweise in den Konjunkturdaten. «Es besteht ein positiver Zusammenhang zwischen dem Einsatz von KI und dem Wachstum der Arbeitsproduktivität in einzelnen Branchen der US-Wirtschaft», hält eine Studie der Fed-Distriktnotenbank Dallas fest.

Demnach haben die Sektoren Information, Finanzen und Versicherungen sowie qualifizierte Dienstleistungen in jüngster Zeit eine besonders kräftige Steigerung der Produktivität verzeichnet. Genau in diesem Bereich ist das Exposure gegenüber KI am grössten. Entscheidend sei aber, ob sich KI als transformative Basistechnologie entfalten und auch in Branchen zu Produktivitätsgewinnen führen werde, die noch weniger exponiert seien.

Bestätigen weitere Anhaltspunkte diese These, dürften die massiven Investitionen in KI-Rechenkapazitäten auf weniger Skepsis stossen. Die Analystenschätzungen könnten sich somit als akkurat erweisen. Für die fünf grössten Betreiber von Cloud-Infrastruktur (Hyperscaler) – Amazon, Alphabet, Microsoft, Meta und Oracle – rechnet der Konsens für 2026 mit annähernd einer Verdoppelung auf mehr als 800 Mrd. $. Nächstes Jahr sollen es über 1,1 Bio. $ sein, womit die Auftragsbücher entlang der Lieferketten prallvoll bleiben würden (vgl. Grafik 1).

> «Der Börsengang von Anthropic könnte das Vertrauen stärken»

Unterstützung könnte ebenfalls von den Kapitalmärkten kommen. In den vergangenen Wochen mussten einige kleinere Tech-Konzerne ihre Pläne für den Börsengang absagen. Die Schwergewichte können sich aber weiterhin Mittel beschaffen. Verläuft das für Mitte November anvisierte Börsendebüt des KI-Entwicklers Anthropic erfolgreich, wird das Vertrauen von Investoren gestärkt.

Eine wichtige Rolle spielt die US-Notenbank Fed. Sie hat den Leitzins im September erhöht und signalisiert weitere Straffungen. Am Bondmarkt sind die Renditen nach dem abrupten Anstieg im September und Oktober aber bereits leicht zurückgegangen. Auch hat sich der Ölpreis abgeschwächt. Lassen Befürchtungen bezüglich Inflation und höheren Zinsen nach, werden Tech-Aktien zu den grössten Profiteuren zählen.

Wer sich für ein solches Best-Case-Szenario positionieren will, sollte riskantere Titel präferieren. Dazu zählen Halbleiterkonzerne wie Nvidia, Broadcom und AMD sowie Hardwareanbieter wie Dell Technologies und Arista Networks. Auch besonders volatile Werte können in Betracht gezogen werden, beispielsweise Halbleiter-Equipment-Hersteller wie Applied Materials oder ASML und Spezialisten für Speicherlösungen wie Micron Technology (vgl. Grafik 2).

Der Bear Case

Wie sieht demgegenüber das Worst-Case-Szenario aus? Eine Schwachstelle hinsichtlich des KI-Booms besteht darin, dass sich der Grossteil der Nachfrage bislang auf ein kleines Segment beschränkt. KI-Entwickler wie OpenAI und Anthropic verdienen das Gros der Einnahmen noch immer mit einem verhältnismässig kleinen Prozentsatz ihrer Kunden, und die meisten davon werden zudem von Venture-Capital-Investoren finanziert. Zweifel, dass sich all die Projekte für neue Rechenzentren auszahlen werden, könnten somit zunehmen. Gemäss dem Unternehmensberater Gartner sind in den Jahren 2027 bis 2030 insgesamt 6 Bio. $ an zusätzlichen Investitionen in KI-Infrastruktur vorgesehen. «Gemäss unserem Research werden die KI-Einnahmen mit Unternehmens- und Privatkunden jedoch nicht ausreichen, um in diesem Zeitraum eine angemessene Rendite auf alle geplanten KI-Investitionen zu erzielen», heisst es in einer Analyse.

Da Prozessoren, Grossrechner und anderes IT-Equipment rasch an Wert verlieren, hält Gartner bedeutende Wertberichtigungen unter solchen Voraussetzungen «mit nahezu absoluter Sicherheit für unumgänglich». Konkret könnten bis 2032 mehr als 4 Bio. $ an Vermögenswerten dem Risiko von Abschreibungen ausgesetzt sein. Besonders hart treffen würde es Neocloud-Unternehmen wie CoreWeave, Nebius und Iren, die mit den Hyperscalern im Geschäft mit KI-Infrastrukturdiensten konkurrieren. Rund 80% von ihnen dürften pleitegehen, warnt Gartner.

Die harsche Reaktion auf die Unternehmensabschlüsse zum dritten Quartal hat klargemacht, dass sich Investoren auch zunehmend Sorgen um die Rentabilität der einst hoch

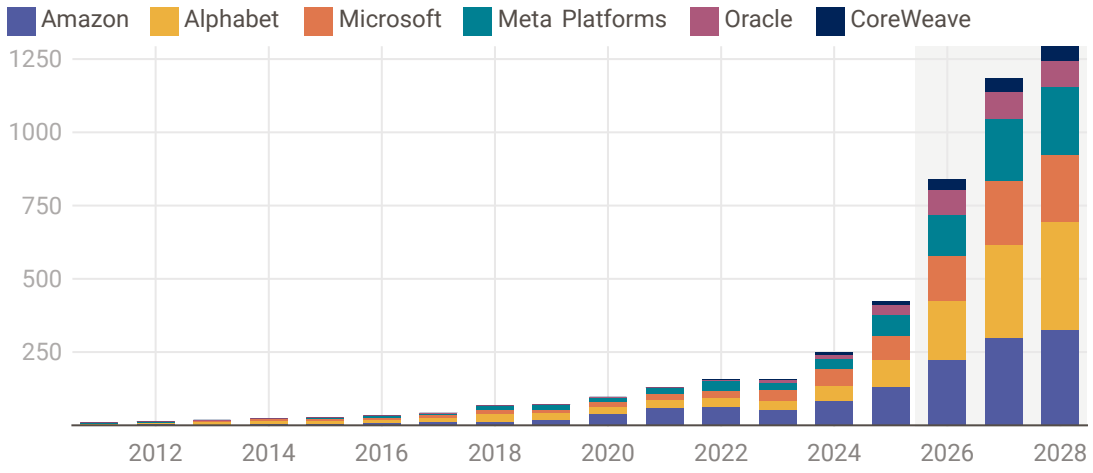
In Kürze:

- **Breiten sich KI-Modelle aus, hat der Chipsektor Potenzial**
- **Die Gefahr eines Rückschlags ist nicht zu unterschätzen**
- **Mit konservativen Anlagen vom Boom profitieren**

1) Die Investitionen in Rechenzentren halten noch an

Kapitalausgaben pro Jahr, in Mrd. $

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

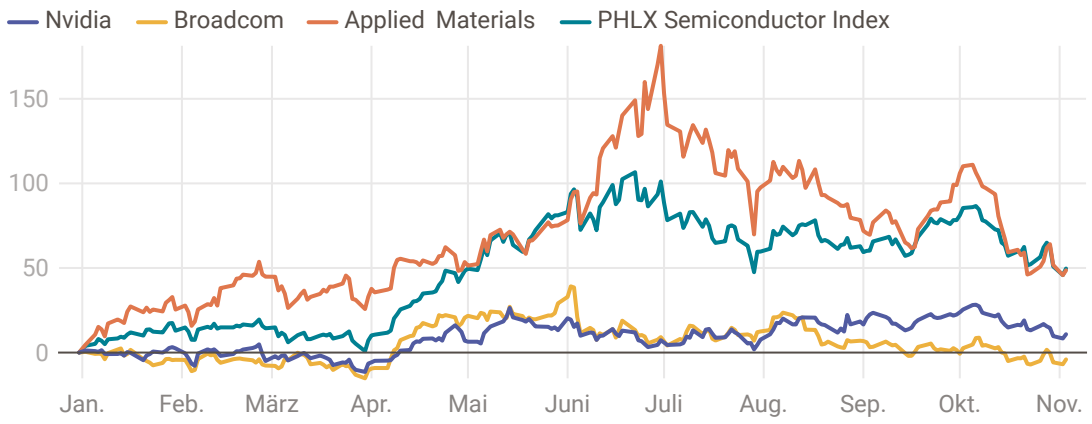


Grau: Werte ab 2026 basieren auf Analystenschätzungen, Stand: 3. November 2026

2) Halbleiteraktien sind stark unter Druck gekommen

Kursentwicklung seit Anfang Jahr, in %

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

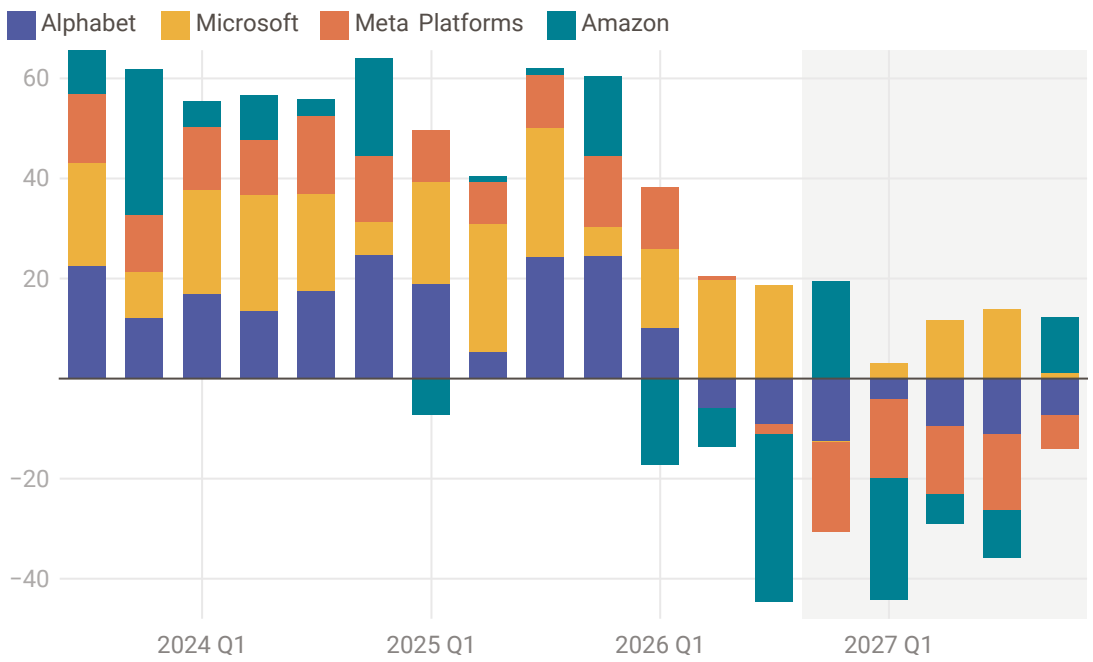


Stand: 3. November 2026

3) Die Hyperscaler verbrennen weiter viel Cash

Freier Cashflow pro Quartal, in Mrd. $

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



Werte ab dem vierten Quartal 2026 entsprechen Analystenschätzungen, Stand: 3. November 2026

278% Kursgewinn des Halbleiterindex (PHLX) seit der Lancierung von ChatGPT am 30. November 2022

Quelle: S&P Global Market Intelligence

profitablen Schwergewichte aus dem Tech-Sektor machen. Bei Amazon, Alphabet und Meta ist der freie Cashflow bereits in den negativen Bereich gesunken. Analysten gehen davon aus, dass sich dieser Trend in den kommenden Quartalen akzentuieren wird (vgl. Grafik 3). Diese Entwicklungen machen den Investment Case für Technologieaktien anfällig für externe Störfaktoren. Sollte zum Beispiel eine Eskalation des Krieges im Nahen Osten die Preise für Energie und Rohstoffe weiter nach oben treiben, dürfte die Furcht vor einem Inflationsschub wachsen. Sieht sich das Fed dann gezwungen, das Tempo bei Zinserhöhungen zu verschärfen, wird der Tech-Sektor zu den ersten Opfern zählen.

«Sorgen um die Profitabilität der Branchenriesen nehmen zu»

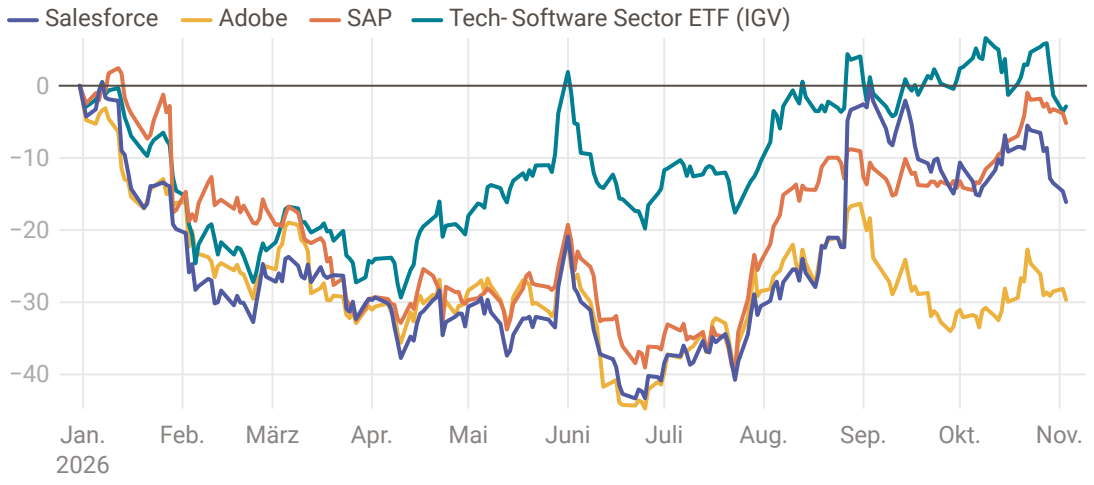
Gefahr geht generell von den Kapitalmärkten aus. Die Risikoprämien auf Kredite finanziell labiler Schuldner wie Oracle, CoreWeave und SoftBank haben sich alarmierend verteuert. Im Fall von Meta wurde der Ausblick für das Kreditrating heruntergestuft. Der KI-Entwickler OpenAI musste sich in der jüngsten Finanzierungsrunde mit 15 statt mit 30 Mrd. $ begnügen und eine niedrigere Bewertung akzeptieren. Auch Oracle sah sich bei einer Kapitalerhöhung Anfang November gezwungen, Aktien zu einem Abschlag zu emittieren.

In einem Umfeld mit schwindender Liquidität und einer potenziellen Implosion der KI-Investitionen empfiehlt es sich, das Engagement in Technologieaktien stark zu reduzieren und in Sektoren wie Gesundheit und Basiskonsum zu rotieren. Wer trotzdem Positionen beibehalten will, kann sich an Softwaretiteln mit defensiven Qualitäten wie Salesforce, Adobe oder SAP orientieren. Eine Überlegung wert sind ebenso IT-Dienstleister wie IBM, Accenture, Fiserv oder Cognizant Technology Solutions (vgl. Grafik 4).

4) Softwareaktien sind eine defensive Tech-Wette

Kursentwicklung seit Anfang Jahr, in %

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



Kompromisse zahlen sich aus

Den wenigsten Anlegern dürfte es leichtfallen, sich bedingungslos auf eines dieser beiden Szenarien festzulegen – zu Recht, denn bei einem Investment läuft selten alles absolut perfekt oder vollkommen schief. In der Regel muss man Kompromisse eingehen. Einerseits sind Phasen mit erhöhter Volatilität für Tech-Aktien nicht ungewöhnlich. Der Nasdaq 100 hat soeben den siebten Rücksetzer von 10% oder mehr erlitten, seit OpenAI die Hausse mit der Lancierung von ChatGPT Ende November 2022 gestartet hat. Bis jetzt hat er sich stets erholt und ist weiter in Kursneuland vorgedrungen. Doch seit dem Frühjahr häufen sich Turbulenzen, was für erhöhte Wachsamkeit spricht.

Erfahrungsgemäss ist es andererseits äusserst schwierig, rechtzeitig aus- und dann wieder einzusteigen. Beim Internetboom beispielsweise warnte der damalige Fed-Chef Alan Greenspan schon Ende 1996 in einer berühmten Rede vor «irrationalem Überschwang». Der Nasdaq Composite, seinerzeit der wichtigste Tech-Index, preschte in den folgenden drei Jahren jedoch um fast 300% vor und fiel selbst nach dem katastrophalen Crash im März 2000 nur für wenige Tage auf das damalige Niveau zurück.

Eine derart wilde Achterbahnfahrt möchte freilich niemand erleben. Manche Segmente wie Speicherchips oder optische Verbindungskomponenten sind im ersten Halbjahr 2026 zwar eindeutig heiss gelaufen. Grenzenlose Euphorie, wie sie auf dem Höhepunkt des Dotcom-Booms gegen Ende der Neunzigerjahre herrschte, lässt sich jedoch nicht beobachten. Obschon gängige Kennzahlen zur Bewertung wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis momentan täuschen können, sind Exzesse nur vereinzelt erkennbar. Unter dem Strich dürfte sich deshalb eine umsichtige Strategie auszahlen, bei der das Risiko überschaubar ist, zugleich aber ausreichend Spielraum für weitere Kursavancen bleibt.

Unter den grössten Tech-Werten passt Microsoft in dieser Hinsicht gut ins Portfolio. Der weltgrösste Softwarekonzern stellt im Gegensatz zu den anderen Hyperscalern weiterhin einen positiven freien Cashflow in Aussicht. Zugleich ist er mit der Cloud-Sparte Azure bestens für einen steigenden Bedarf an KI-Rechenkapazitäten aufgestellt.

Microsoft ist zudem der weltweite Marktführer im Bereich Sicherheit. Spätestens seit Anthropic im April das KI-Modell Mythos lanciert hat, ist klar, dass Unternehmen künftig wesentlich mehr Geld in Cybersecurity investieren müssen. Spannende Namen zu diesem Thema sind ebenso Cisco Systems und Fortinet, die Kunden eine Mischung aus Hardware- und Softwarelösungen gegen Hackerangriffe anbieten.

Bei anhaltenden Turbulenzen könnte sich bald auch ein Blick auf Alphabet lohnen. Der Kurs des Google-Mutterkonzerns hat über 30% verloren. Mit hauseigenen Chips, Cloud-Infrastruktur, führenden Modellen und Internetdiensten mit Milliarden von Nutzern hat kein anderes Unternehmen im KI-Ökosystem eine breitere Präsenz. Erneut aufkommende Ängste um das Suchgeschäft erscheinen übertrieben. Es wird vermutlich noch etwas dauern, doch sollte sich das Management bei den Kapitalinvestitionen für etwas mehr Disziplin entscheiden, dürfte eine positive Reaktion an der Börse nicht ausbleiben.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/u317



Ihr Portfolio verdient unabhängige Analysen.





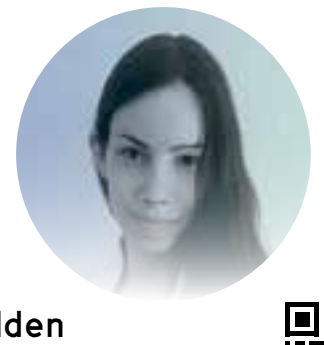
Jetzt 30 Tage überzeugen für nur 1.–

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

Besser informiert. Besser investiert.

the market NZZ

Regelmässig für The Market schreiben:



Lyn Alden

Ihr neuster Artikel:
go.themarket.ch/u319a

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



Thierry Borgeat

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/u319b

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



Marc Chandler

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/u319c

Chefstratege und Partner beim US-Brokerhaus Bannockburn Capital Markets. Er befasst sich seit rund vierzig Jahren mit den Devisenmärkten.



Alfons Cortés

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/u319d

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/u319e

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



Jens Ehrhardt

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/u319f

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



Patrick Eugster

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/u319g

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



Peter Frech

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/u319h

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



Louis-Vincent Gave

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/u319i

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/u319j

Fondsadvisor bei Haase-Mölk-Tsouloftas, wo er quantitative Strategien für institutionelle Investoren und den ViaQuanta-Brief verantwortet.



Peter E. Huber

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/u319k

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



Jürg Lutz

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/u319m

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



Martin Lück

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/u319n

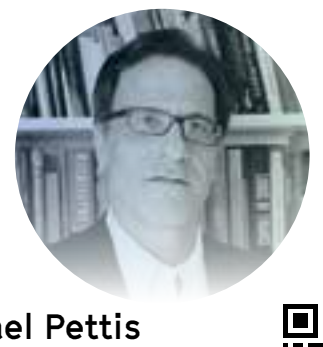
Chef-Kapitalmarktstratege von Franklin Templeton für Deutschland und Österreich sowie Gründer der Beratungsfirma Macro Monkey.



Howard Marks

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/u319o

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/u319p

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/u319q

Leitet das 2016 von ihm gegründete Feri Cognitive Finance Institute. Bis 2023 war er Vorstand und CIO beim deutschen Multi-Asset-Investmenthaus Feri.



Beat Thoma

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/u319r

Chief Investment Officer und Leiter des Investment Office bei Fisch Asset Management in Zürich; verantwortlich für die Anlagepolitik.



Daniel Woker

Sein neuster Artikel:
go.themarket.ch/u319s

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/u319t

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/u319u

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

3500 Anzahl Zeitungen, die in den USA zwischen 2005 und 2025 eingestellt wurden

Quelle: Local News Initiative

ANALYSE

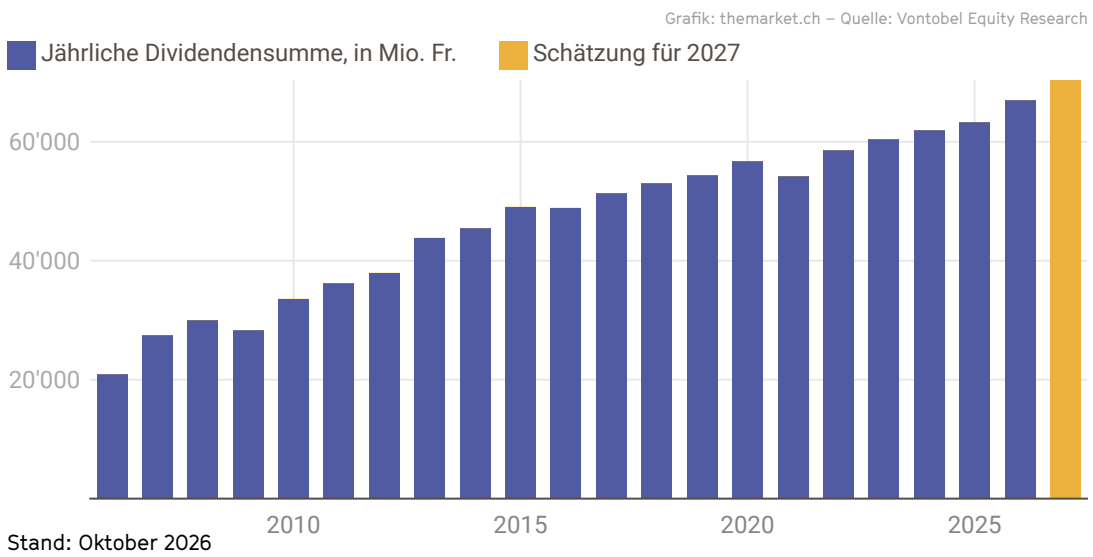
Die attraktivsten Schweizer Dividendenaktien

The Market zeigt, welche Schweizer Unternehmen neben Sunrise und Partners Group die attraktivste Dividende versprechen, und sagt, worauf Anleger achten müssen. **Von Ruedi Keller**

Trotz allen geopolitischen Gegenwinden und steigenden Zinsen in den USA sowie in Europa zeigen die Börsen im bisherigen Jahresverlauf eine erstaunliche Widerstandskraft. Doch seit Anfang Oktober nimmt die Nervosität zu, und viele vom Boom von künstlicher Intelligenz angetriebene Aktien geraten unter Druck. Die Rede ist von einer Rotation – weg von den grosskapitalisierten Tech-Konzernen hin zu defensiveren Sektoren wie Gesundheit oder Basiskonsum. Ebenso zeigt sich aber auch eine Verschiebung hin zu Dividendenaktien. Unternehmen, die über Jahre verlässlich ausschütten, haben oft ein erprobtes und resilientes Geschäftsmodell und versprechen damit ebenfalls mehr Sicherheit, wenn die Börse zittrig wird. Sowohl in den USA als auch in Europa haben die Dividendenaristokraten den breiten Markt jüngst übertrumpft.

1) Die Dividendensumme der SPI-Unternehmen steigt fast immer

Grafik: themarket.ch – Quelle: Vontobel Equity Research

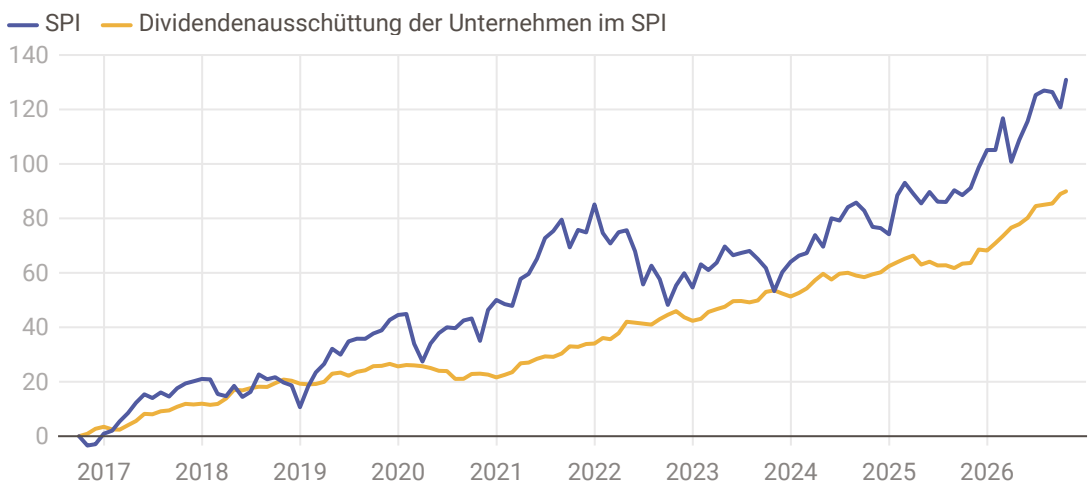


Stand: Oktober 2026

2) Die Kurse schwanken, die Dividenden wachsen kontinuierlich

Entwicklung in den vergangenen zehn Jahren, in %

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg

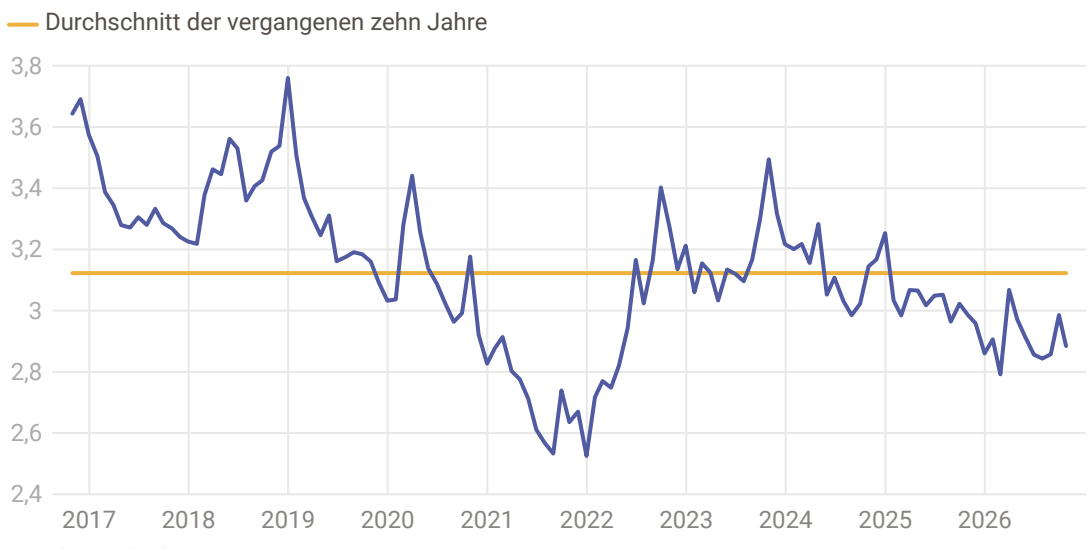


Stand: 30. Oktober 2026

3) Schweizer Aktien boten historisch über 3% Dividendenrendite

Dividendenrendite des SPI in den vergangenen zehn Jahren, in %

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg

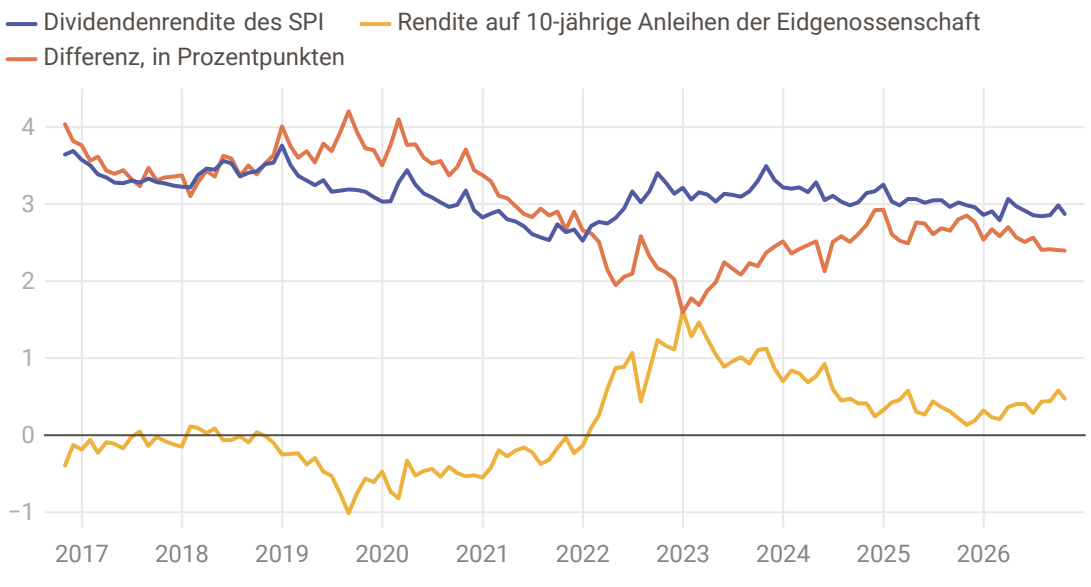


Stand: 30. Oktober 2026

4) Dividenden haben wieder an Attraktivität gewonnen

Entwicklung in den vergangenen zehn Jahren, in %

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg

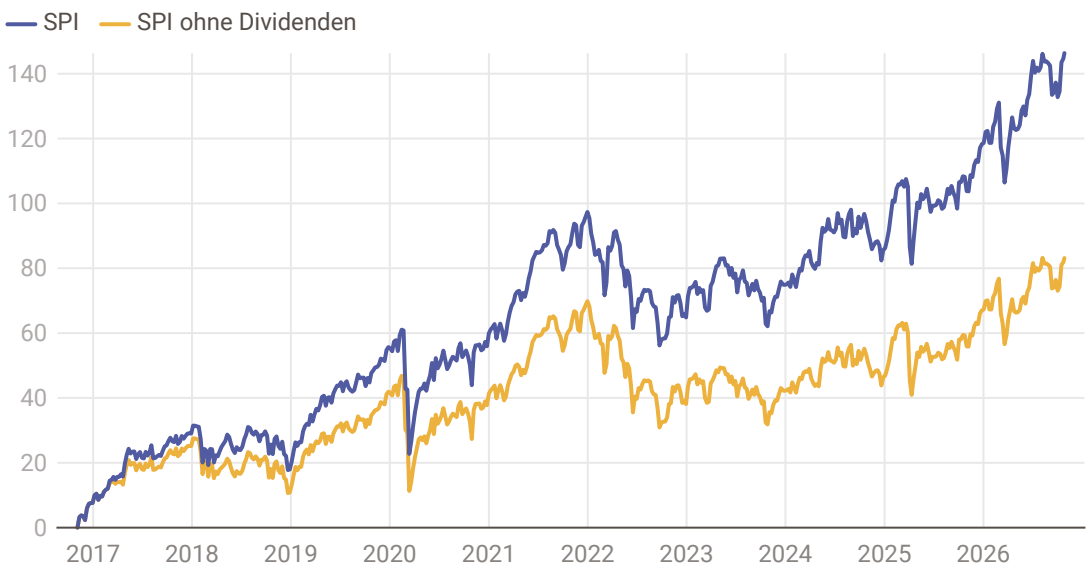


Stand: 30. Oktober 2026

5) Dividenden tragen fast die Hälfte zur Gesamtrendite bei

Entwicklung in den vergangenen zehn Jahren, in %

Grafik: themarket.ch – Quelle: Bloomberg



Stand: 30. Oktober 2026

In Kürze:

- **25 Schweizer Aktien bieten Rendite von mindestens 4%**
- **Übersteigt die Dividende den Gewinn, ist das ein Warnsignal**
- **Langfristig tragen Dividenden viel zur Performance bei**

«Hiesige Unternehmen dürften mehr als 70 Mrd. Fr. ausschütten»

Für die Schweiz gilt: Die hiesigen Unternehmen werden im Frühling erneut eine Rekordsumme ausschütten. Mehr als 70 Mrd. Fr. dürften die gut 200 im Swiss Performance Index (SPI) vertretenen Gesellschaften gemäss einer Analyse der Bank Vontobel 2027 verteilen (vgl. Grafik 1): «Wir erwarten ein Dividendenwachstum von durchschnittlich 5%, beflügelt durch ein für 2026 prognostiziertes Gewinnwachstum von knapp 10%», sagt Manuel Lang, Analyst von Vontobel.

Im Schnitt mehr als 3% Rendite

Der Rückblick zeigt: Die jährliche Dividendensumme schrumpfte in den letzten beiden Jahrzehnten nur zwei Mal, 2009 in der Finanzkrise und 2021, als die Unternehmen angesichts der Unsicherheit wegen der Pandemie ihren Bargeldbestand zusammenhielten. Doch bereits im Jahr darauf war die Delle jeweils überwunden, und die Ausschüttungssumme erklomm einen neuen Rekordstand. Beim Ausbruch der Pandemie ging die Dividendensumme zudem deutlich weniger zurück als die Aktienkurse (vgl. Grafik 2). In der Boomphase danach hielt das Wachstum der Ausschüttungen mit der Kursentwicklung zwar nicht Schritt. In der Korrektur von 2022 wirkten die Dividenden dafür erneut als stabilisierendes und weiterwachsendes Element. Seit Mai 2025, als die Börsen die Zollankündigungen von US-Präsident Donald Trump zu verdauen begannen, hat sich das Bild geändert: Die Kursentwicklung zeigt steil nach oben. Mit diesem Tempo hielt das Dividendenwachstum trotz Beschleunigung nicht mit. Doch diese Eigenschaft der Dividenden – ihr Volumen steigt fast immer – macht sie sowohl zu einem attraktiven Element für die Gesamtrendite als auch zu einem stabilisierenden Faktor, wenn die Börse bebt.

Das Zusammenspiel von tendenziell wachsenden Dividenden und schwankungsanfälligen, aber über die Zeit steigenden Aktienkursen führt dazu, dass die Titel von Schweizer Unternehmen langfristig im Schnitt eine Dividendenrendite von rund 3,1% pro Jahr abwerfen. Jüngst hat die starke Kursavance die Rendite des SPI jedoch unter 3% gedrückt, wie zuvor im Börsenhoch nach der Erholung aus der Pandemie (vgl. Grafik 3). Relativ hat die Attraktivität der Dividenden in den vergangenen Jahren dennoch zugenommen: Während des Negativzinsregimes weitete sich die Differenz der mittleren Dividendenrendite zum risikolosen Zins von zehnjährigen Schweizer Staatsanleihen auf mehr als 4 Prozentpunkte (Pp) aus (rote Linie in der Grafik 4) – trotz hoher Aktienkurse. Mit dem kräftigen Zinsanstieg war diese Differenz Ende 2022 auf rund 1,5 Pp geschrumpft, obwohl die Kurse stark korrigiert hatten. Dank dem Rückgang des Leitzinses auf 0% ist die Mehrrendite der Dividenden gegenüber der risikolosen Rendite von zehnjährigen «Eidgenossen» aber wieder auf gut 2,3 Pp gestiegen.

Hoher Beitrag zur Performance

Die zentrale Stärke der Dividenden gründet in ihrem meist langfristig angelegten Charakter. Das Gros der Unternehmen ist darauf bedacht, verlässlich auszuschütten – möglichst unabhängig davon, ob der Gewinn gerade ausserordentlich sprudelt oder eine Delle zu überwinden ist. Das reichert die Gesamtperformance an. Über die vergangenen zehn Jahre betrug die Kursentwicklung im Schnitt

27'000 Fr. Durchschnittlicher Schweizer Jahreslohn im Jahr 1939, inflationsbereinigt auf die Kaufkraft von 2025

Quelle: Bundesamt für Statistik

6) Die Schweizer Aktien mit der höchsten Dividendenrendite

Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mindestens 300 Mio. Fr.

Tabelle: themarket.ch – Quelle: Bloomberg

Name	Dividendenrendite	Dividende je Aktie, in Fr.	Ausschüttungs-quote	Börsenwert, in Mio. Fr.	Kursveränderung seit Jahresbeginn
Sunrise	8,1%	3.47	–	3180	2%
Partners Group	7,3%	46.25	115%	16'810	–36%
Mobilezone	7,2%	0.90	103%	538	–6%
APG	5,9%	12.02	111%	606	–4%
Infracore	5,8%	2.98	99%	780	–
Cembra Money Bank	5,5%	4.85	74%	2654	–11%
Zurich Insurance	5,1%	31.56	82%	93'639	3%
VP Bank	4,9%	4.50	50%	611	9%
EFG International	4,7%	0.75	65%	4950	–16%
Valiant	4,6%	6.71	64%	2290	–4%
Swiss Re	4,4%	6.79	49%	45'979	16%
Schweiter Technologies	4,4%	15.25	76%	499	
Glarner Kantonalbank	4,3%	1.10	58%	342	20%
Vetropack	4,3%	0.79	97%	359	–18%
Julius Bär	4,3%	2.98	50%	14'181	10%
Burkhalter	4,3%	5.62	91%	1386	–7%
Phoenix Mecano	4,3%	18.52	54%	396	–3%
Clariant	4,2%	0.43	62%	3392	
Adecco	4,2%	0.96	43%	4019	0%
Swiss Life	4,1%	38.44	81%	26'179	2%
Novavest Real Estate	4,0%	1.50	57%	379	–7%
Intershop	4,0%	6.17	72%	1457	–7%
CPH Group	4,0%	2.30	56%	344	–17%
Swisscom	4,0%	27.02	98%	35'329	19%

Dividende basierend auf der Bloomberg-Konsensschätzung für 2026, die im kommenden Jahr zur Ausschüttung gelangt. Stand: 30. Oktober 2026

5,6% pro Jahr, inklusive Dividenden waren es 8,8%. In der langen Frist wirkt sich das für Anleger äusserst positiv aus, besonders wenn die Dividenden laufend reinvestiert werden: Der SPI inklusive Dividenden zeigt im Zehnjahresvergleich eine Performance von 146%. Der SPI ohne Dividenden hat über denselben Zeitraum lediglich 83% zugelegt (vgl. Grafik 5). Dividenden, die jeweils reinvestiert wurden, stehen somit für fast die Hälfte der Gesamtperformance.

> «Reinvestierte Dividenden machen fast die Hälfte der Gesamtrendite aus»

Derzeit bietet die Schweizer Börse 24 Titel, die zum gegenwärtigen Kurs und mit der erwarteten Dividende für das Geschäftsjahr 2026 (die ab dem Frühjahr zur Ausschüttung gelangt) eine Rendite von 4% und mehr versprechen (vgl. Tabelle 6). Eine hohe Dividendenrendite allein ist jedoch kein hinreichender Indikator für ein gutes Investment. Ein Warnsignal sendet das Verhältnis zwischen der Höhe des Gewinns und der Dividende, in der Tabelle als Ausschüttungsquote abgebildet. Steigt die Kennzahl über 100%, schüttet das Unternehmen mehr aus, als es verdient. Das geht zulasten der Substanz und lässt sich über die Zeit nicht aufrechterhalten.

Mit APG, Mobilezone, Infracore, Swisscom, Vetropack und Burkhalter schütten sechs Unternehmen mit der höchsten Dividendenrendite den Gewinn komplett aus. Bei diesen Gesellschaften gehört das aber zur Dividenden politik und wird im Schnitt der Jahre durch den freien Cashflow gedeckt. Klar über die Verhältnisse lebt mit Blick auf die nächste Ausschüttung Partners Group. Der auf Privatmarktanlagen spezialisierte Vermögensverwalter verspricht, jeweils mindestens eine Dividende auf Vorjahresniveau zu leisten. Aufgrund der gegenwärtigen Gewinnschwäche prognostizieren die Analysten für 2026 allerdings ein Ergebnis, das unter der letzten Ausschüttung von 46.25 Fr. liegt. Bereits ab dem kommenden Jahr dürfte das Gewinnwachstum jedoch den prognostiziert steigenden Dividendenpfad wieder stützen. Gar Verlust schreiben, aber dennoch üppig ausschütten – dieses Extrem trifft auf den Spitzenreiter unter den Schweizer Dividendenwerten zu: Sunrise. Das im Herbst 2024 an die Schweizer Börse zurückgekehrte Telecomunternehmen positioniert sich explizit als attraktiver Dividendenzahler. Gegenwärtig winkt eine Rendite von 8,1%. Der Cashflow fliesst derzeit jedoch nicht so üppig wie erhofft, sodass die hohe Ausschüttung den Abbau der 4,5 Mrd. Fr. schweren Nettoverschuldung gefährden könnte. Fällig werden die ersten Anleihen zwar erst ab 2031, und Sunrise hat sich gegen Zins- und Währungsschwankungen abgesichert. Dennoch belastet die bilanzielle Gratwanderung den Aktienkurs, denn es ist nicht ausgeschlossen, dass bereits früher Kapitalmassnahmen ergriffen werden, um die Situation zu entschärfen.

Steuern einkalkulieren

Ausser der Höhe sowie der Verlässlichkeit der Ausschüttung beeinflussen steuerliche Aspekte die Attraktivität dividendenstarker Titel. Der Nachteil von Dividenden liegt darin, dass Schweizer Privatpersonen sie als Einkommen versteuern müssen, im Gegensatz zu Kursgewinnen, die steuerfrei sind. Es gibt allerdings Ausnahmen, beispielsweise wenn die Ausschüttung aus Kapitaleinlagereserven (KER) stammt. In diesem Fall ist sie von der Einkommenssteuer befreit. Unternehmen dürfen ihre Dividende allerdings nicht vollständig aus KER bestreiten, sondern müssen mindestens im gleichen Ausmass auch eine ordentliche Dividende leisten. Das halbiert den Steuervorteil. Es gibt jedoch Ausnahmen, sodass die Steuerbefreiung zu 100% greift.

> «Kapitaleinlagereserven ermöglichen steuerfreie Ausschüttungen»

Verfügt ein Unternehmen über ausländische KER, beispielsweise wegen der Übernahme einer Gesellschaft im Ausland, dürfen sie ausgeschüttet werden, ohne dass zusätzlich eine steuerpflichtige Dividende geleistet wird. Dieser Fall trifft auf Holcim (Rendite: 2,8%) zu, ebenso auf die von ihr abgespaltene Amrize (1,5%). Beide Unternehmen können komplett steuerbefreite Ausschüttungen vornehmen. Auch die mit 8,1% sehr hohe Rendite von Sunrise fliesst für Privatanleger komplett verrechnungs- und einkommenssteuerfrei. Zudem dürfen Unternehmen, die nicht über einen einbehaltenen Gewinn verfügen, die Dividende vollständig aus KER leisten. Das ist bei Landis+Gyr (Rendite 2,2%), der Privatbank EFG (4,7%) und Avolta (2,6%) der Fall. Eine weitere Möglichkeit, steuerfrei Kapital an die Aktionäre zurückzuführen, ist eine Nennwertreduktion. Siegfried (0,6%) und Clariant (4,2%) haben Spielraum, diesen Weg für noch rund zwei Jahre zu nutzen. Grafik 7 zeigt die Schweizer Gesellschaften, die über signifikante KER verfügen. Die Daten basieren auf einer Analyse von Vontobel und sind ins Verhältnis zur aktuellen Dividende gesetzt. Noch nicht in der Tabelle enthalten ist der Schliesstechnikkonzern Dormakaba (Rendite 1,6%), der kürzlich die Schachtelstruktur abgeschafft hat: «Die Vereinfachung der Aktionärsstruktur beseitigt einerseits den langjährigen Bewertungsabschlag der Aktie aufgrund der Governance», sagt Lang. Andererseits schaffe sie 2,1 Mrd. Fr. an Kapitaleinlagereserven: «Gemäss unserer Schätzung ermöglicht das für die nächsten zwanzig Jahre, die Dividende an Schweizer Privatanleger 100% steuerfrei auszuschütten.»

Die Empfehlungen

Unter den attraktivsten Schweizer Dividendentiteln bieten sich je nach Blickwinkel unterschiedliche Aktien für eine Investition an.

Hohe Rendite: Mit einer Rendite von mehr als 5% und Raum für weitere Dividendenerhöhungen steht der Versicherer Zurich Insurance (Rendite 5,1%) da. Unter den Banken sticht mit 5,5% Rendite sowie einer steigenden Ausschüttung Cembra Money Bank hervor. Auch die Regionalbank Valiant (4,6%) hat Potenzial für eine weiter wachsende Dividende. Julius Bär bietet 4,3% Rendite. Dazu gesellt sich nach Abschluss eines aufsichtsrechtlichen Verfahrens über Aktienrückkäufe eine zusätzliche Kapitalrückführung von 600 Mio. Fr., was die Ausschüttungsrendite auf 8,5% nahezu verdoppelt.

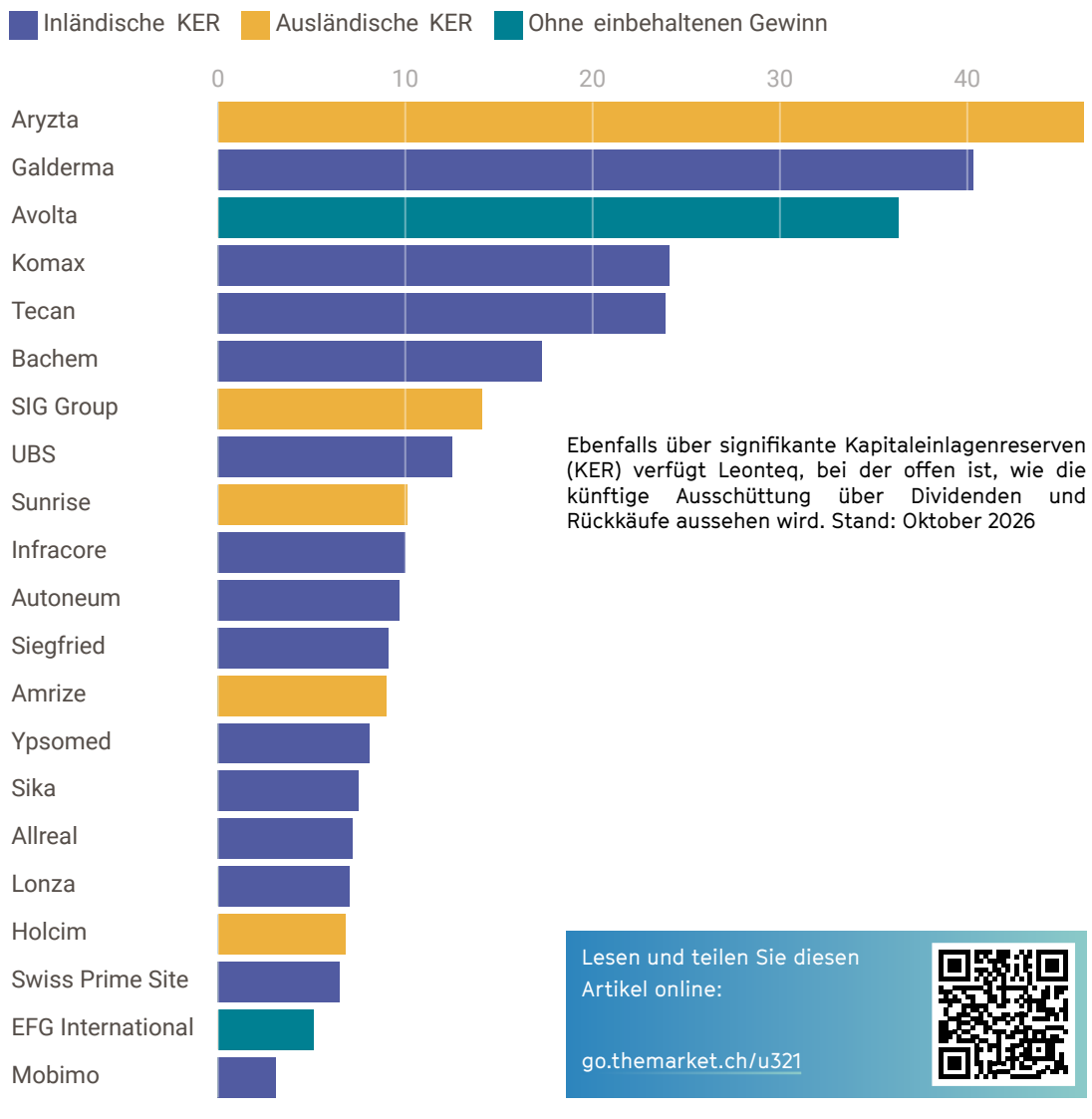
Steuererleichterte Ausschüttung: Die üppige Rendite von 8,1% von Sunrise wird unter Einbezug des steuerlichen Aspekts unschlagbar, die hohe Verschuldung birgt aber Risiken. Zudem fallen aus steuerlicher Sicht Clariant (4,2%) und EFG (4,7%) positiv auf. Dank Steuerbefreiung rentieren ihre Aktien klar überdurchschnittlich.

Verlässlichste Zahler: Unter den sogenannten Dividendenaristokraten mit stetigen Dividendenerhöhungen sticht Partners Group mit einer Rendite von 7,3% hervor. Das ist mitunter aber Ausdruck der Skepsis im Markt gegenüber dem Private-Equity-Unternehmen. The Market ist zwar überzeugt, dass das derzeit gedrückte Kursniveau Erholungspotenzial bietet, wie lange der Weg dahin dauert, ist aber offen. Weniger riskant sind die Dividendenpapiere der Aristokraten Swiss Life und Nestlé, Letztere hat zudem auf Wachstumskurs zurückgefunden. Beide bieten eine überdurchschnittlich hohe Rendite um 4% sowie eine verlässlich steigende Ausschüttung.

7) Unternehmen mit hohen Kapitaleinlagereserven

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

Grafik: themarket.ch – Quellen: Vontobel, Meier Tobler, Infracore



Ebenfalls über signifikante Kapitaleinlagenreserven (KER) verfügt Leonteq, bei der offen ist, wie die künftige Ausschüttung über Dividenden und Rückkäufe aussehen wird. Stand: Oktober 2026

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/u321

85'000 Fr. Durchschnittlicher Schweizer Jahreslohn im Jahr 2025

Quelle: Bundesamt für Statistik

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

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

Ruedi Keller (RK)
ruedi.keller@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@nzzone.ch
Telefon +41 44 258 14 58

Basil Flüeli
(Leiter Produktmanagement und Lesermarkt Schweiz)
basil.flueeli@themarket.ch

Nadine Ashy
(Leiterin Lesermarkt Deutschland)
nadine.ashy@nzz.ch

The Market
Aemtlerstrasse 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 und S. 14/15: z.V.g.
S. 1/3: ImageFlow/Adobe Stock
S. 6: Hollie Adams/Bloomberg
S. 7: Thomas Allison/Bloomberg

Lienhardt & Partner
PRIVATBANK ZÜRICH



Lienhardt & Partner Privatbank Zürich AG
Rämistrasse 23, CH-8024 Zürich, www.lienhardt.ch

Im Dienste Ihres Vermögens. Seit 1868.

MEINUNG

Schweizer Immobilienanlagen vor Zinswende

Im internationalen Vergleich hat sich der Schweizer Immobiliensektor in den vergangenen Jahren erfreulich entwickelt. Investoren sollten aber zwei Risiken im Auge behalten. **Von Zoltan Szelyes**

Vergleicht man die Wertentwicklung von Immobilienanlagen in der Schweiz mit derjenigen im Ausland über die vergangenen Jahre, zeigt sich: Der Schweizer Markt war eine ausgesprochen erfreuliche Ausnahmeerscheinung. Während die Schweiz von einer positiven Dynamik geprägt war, herrschte in vielen ausländischen Märkten Krisenstimmung. Indirekte Schweizer Immobilienprodukte – also Gesellschaften und Fonds, die in Immobilien investieren – konnten 2025 mit über 9 Mrd. Fr. eine Rekordsumme an neuem Kapital aufnehmen. Dieses Jahr dürften es weitere 6 bis 7 Mrd. Fr. sein. Im Ausland hingegen floss netto Kapital aus Immobilienanlagen ab und wanderte in andere Anlageklassen.

«Politische Risiken spielen eine zunehmende Rolle»

Diese Sonderstellung der Schweiz ist eine Funktion des Zinsniveaus. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) leitete die Wende zur Lockerung der Geldpolitik bereits 2024 ein, da es keinen Inflationsdruck mehr gab. Seit Mitte 2025 herrscht wieder ein Nullzinsumfeld. Verschiedene Banken verrechnen für grössere Cashbestände sogar leicht negative Verzinsungen. Von diesem Umfeld profitierten Immobilienanlagen, denn es fehlen Alternativen, die ähnlich stabile Cashflow-Renditen im Bereich von 2 bis 4% p. a. wie Schweizer Immobilien generieren können.

Überhitzungserscheinung

Da die Inflation Anfang dieses Jahres bei 0% lag und der starke Franken für Deflationsrisiken sorgte, erwarteten manche Marktteilnehmer sogar, dass die SNB 2026 wieder Negativzinsen einführen könnte. Dies sorgte für Überhitzungserscheinungen in den Aktienkursen von Schweizer Immobilienanlagen. Es besteht ein enger Zusammenhang zwischen den Zinsen und dem Index kotierter Schweizer Immobilienanlagen, der sowohl Immobilienfonds als auch Immobilienaktien umfasst. Die negativen Renditen zweijähriger Bundesanleihen zwischen April 2025 und Februar 2026 verliehen ihm einen starken Aufwärtsschub. Seinen Höchststand erreichte der Index am 27. Februar 2026, kurz vor dem Ausbruch des Kriegs im Nahen Osten und der Blockade der Meerenge von Hormuz. Seither sind die Renditen zweijähriger Bundesanleihen um rund 35 Basispunkte gestiegen. Der Markt hat somit das Szenario einer Rückkehr zu Negativzinsen ausgepreist. Mit 0,2% bleibt das Renditeniveau sehr tief. Doch bereits dieser geringe Anstieg reichte aus, um den Aufwärtstrend bei den Kursen von Immobilienanlagen zu unterbrechen. Der Index zur Branche, der auch Ausschüttungen einschliesst, liegt seither rund 4,6% im Minus.

Vor diesem Hintergrund lohnt sich ein Blick auf die Entwicklung der Agios kotierter Immobilienanlagen. Die Kennzahl zeigt, welchen Aufschlag auf den inneren Wert (Net Asset Value) Investoren zu zahlen bereit sind. Am aggregierten Agio liess sich die deutliche Überhitzung gut ablesen: Ende Februar lag es bei 38% – einem der höchsten Werte überhaupt. Investoren waren also bereit, eine Prämie von fast 40% auf die zugrundeliegenden Portfolios zu zahlen. Vergleichbar hohe Werte wurden zuletzt 2021 erreicht, als in der Schweiz noch Negativzinsen herrschten.

Der starke Kursanstieg wurde zudem von einem auffallend geringen Risikobewusstsein der Anleger begleitet, das im direkten Immobilienmarkt bis heute anhält. Manche Investoren betrachten Schweizer Immobilien in ihrem Portfolio als nahezu risikofreie Anlage, oft als Ersatz für Anleihen. Diese Haltung birgt Gefahren. Für aktive Immobilienanleger erwiesen sich solche Phasen der Überhitzung aus historischer Sicht oft als gute Gelegenheit, Positionen abzubauen. Im Februar empfahlen wir unseren Kunden deshalb konsequent, Risiken im Portfolio zu reduzieren. Das aggregierte Agio der Immobilienfonds ist seither deutlich zurückgegangen. Per 19. Oktober lag es bei 27%, d. h. 11 Prozentpunkte niedriger als Ende Februar. Der Rückgang ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die Erwartungen einer Rückkehr negativer Zinsen ausgepreist wurden. Er ist aber auch das Resultat zahlreicher Kapitalerhöhungen, die zu Verkaufsdruck am Sekundärmarkt führten.

Ausweitung Lex Koller als Gefahr

Bei Schweizer Immobilienanlagen spielen auch politische Risiken eine zunehmende Rolle. Die Stimmbürger haben am 14. Juni zwar im Sinne der Immobilienanleger entschieden. Ein Risiko hat sich seither jedoch weiter verstärkt: eine Ausweitung der Lex Koller auf indirekte Anlagen und kommerzielle Immobilien. Neben der Vorlage des Bundesrats, deren Vernehmlassung inzwischen abgeschlossen ist, hat der Nationalrat die Motion Aeschi angenommen, die ebenfalls eine Ausweitung der Lex Koller auf kommerzielle Anlagen fordert. Das Resultat von 123 zu 56 Stimmen zugunsten einer Verschärfung ist ein deutliches Warnsignal. Dennoch gibt man sich in der Immobilienbranche weiterhin optimistisch, dass sich dieses Risiko nicht materialisieren wird.

«Kommt es zur Zinswende, droht ein weiterer Kursrückgang»

Sollte die aktuelle Vorlage des Bundesrats umgesetzt werden, droht die Dekotierung von Anlagevehikeln. Das würde bedeuten, dass das Agio wegfallen würde. Schweizer Investoren dürfte ein Schaden von mehr als 40 Mrd. Fr. entstehen.

Zwei Szenarien für Anleger

Unabhängig von den politischen Risiken stellt sich die Frage, ob jetzt ein guter Zeitpunkt für Engagements im Schweizer Immobiliensektor ist. Die Antwort darauf hängt massgeblich von den Erwartungen zur künftigen Zinsentwicklung ab. Der Anstieg der Inflation, die per Ende Oktober bereits bei 1,5% lag, hat dazu geführt, dass eine Zinswende eingepreist wird. Der Finanzmarkt erwartet, dass sich der dreimonatige Saron bis Ende 2027 auf 0,5% erhöht. Bei einer solchen Entwicklung dürfte auch die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen wieder über 1% klettern. Dies hat potenzielle Auswirkungen auf die Immobilienpreise. Denn das Agio nimmt bei steigenden Renditen tendenziell ab. Dieser Zusammenhang wird vor allem bei grösseren Renditebewegungen deutlich. Das derzeitige Agio von 27% entspricht somit ungefähr dem fairen Wert beim heutigen Zinsniveau. Bei einer Rendite der zehnjährigen Staatsanleihen von 1 bis 1,5% liegt der Grossteil der Verteilung hingegen bei Agios zwischen 15 und 20%. Dies würde demnach einen weiteren Rückgang der Bewertungsprämie bedeuten.

Für Investoren präsentieren sich somit zwei mögliche Szenarien. Sind die derzeitigen Erwartungen hinsichtlich Zinserhöhungen übertrieben, bietet der Markt Kaufgelegenheiten zu einem fairen Preis. Kommt es hingegen zur Zinswende, droht über die nächsten sechs Monate ein weiterer Kursrückgang von rund 10% oder mehr. Die Unsicherheit ist derzeit erheblich, doch das zweite Szenario erscheint wahrscheinlicher. Der Grund dafür ist nicht nur die Inflation, sondern auch das höhere Realwachstum der Schweizer Wirtschaft, das 2026 und 2027 zu einer Zunahme des nominellen Wachstums von über 2,5% führen dürfte. Die Ökonomen des Staatssekretariats für Wirtschaft und verschiedene andere unabhängige Institute haben die Wachstumserwartungen für die Schweiz für 2026 und 2027 deutlich nach oben revidiert. In einem Umfeld, in dem die Schweiz nahe oder über Potenzial wächst, ist das Nullzinsniveau nicht mehr gerechtfertigt. Unter diesen Voraussetzungen muss mit der Rückkehr zu einem positiven Dreimonatssatz in den nächsten zwölf Monaten gerechnet werden. Dies würde folglich nicht ohne Konsequenzen für Immobilienanleger bleiben.



Zoltan Szelyes

Zoltan Szelyes ist Eigentümer von Macro Real Estate, einer unabhängigen Beratungsfirma für Investmentmanager und institutionelle Anleger für Immobilienanlagen in der Schweiz sowie global. Davor leitete er das Global Real Estate Research bei CSAM. Zwischen 2007 und 2014 war er für die Schweizerische Nationalbank tätig. Als Teil der Geschäftsleitung des SNB-Stabilisierungsfonds war er massgeblich verantwortlich für dessen Abwicklung.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/u323

5,3% Durchschnittliche Gesamtrendite pro Jahr von kotierten Schweizer Immobilienfonds seit Anfang 2000

Quelle: Bloomberg

NZZ Live

Donnerstag,
19. November 2026
18.30–20.00 Uhr

NZZ-Foyer, Zürich, und online

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

Anlegen in unsicheren Zeiten – Orientierung für das Portfolio

Geopolitik, Zinsen, KI und Inflation verändern die Spielregeln an den Kapitalmärkten. Anleger sind verunsichert: Wer Vermögen erhalten oder aufbauen will, muss bewährte Strategien neu bewerten. Welcher Mix aus Aktien, Zukunftsthemen und Absicherung schützt vor Entwertung? Wie entsteht ein zukunftssicheres Portfolio? Der NZZ-Wirtschaftsredaktor Eflamm Mordrelle beleuchtet diese Fragen gemeinsam mit führenden Experten.

Teilnehmende:
- **Thorsten Hens,** Professor für Finanzökonomie, Universität Zürich
- **Fabienne Hockenjos,** Geschäftsleitungsmitglied und Leiterin Financial Services, Rahn+Bodmer Co.
- **Andreas Knecht,** Partner und Leiter der Anlageverwaltung, Schweiz, Corient

Moderation:
Eflamm Mordrelle, Wirtschaftsredaktor, «Neue Zürcher Zeitung»

Partner:
CORIENT



© Anne Nygard / Unsplash +

Ihr Immobilientraum?

FORTUNA, 8317 Tagelswangen
3.5 und 4.5 Zi. Terrassenwohnungen
www.fortuna.info / +41 55 610 47 46

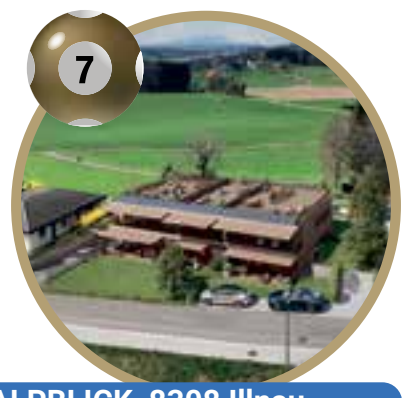




ZORRA, 8408 Winterthur
2.5 und 3.5 Zi. Eigentumswohnungen
www.zorra-winterthur.ch / +41 55 610 47 46

DUOVIVO, 8904 Aesch
5.5 Zi. Maisonettewohnung
www.duovivo.ch / +41 55 610 47 46





ALPBLICK, 8308 Illnau
1.5 - 4.5 Zi. Eigentumswohnungen
www.alpblick.ch / +41 52 338 07 09

BÜELHÜSLI, 8479 Altikon
5.5 Zi. - 7.5 Zi. Reihen-Einfamilienhäuser
www.büelhüsli.ch / +41 52 338 07 09





AM EICHACHER, 8904 Aesch
3.5 - 5.5 Zi. Eigentumswohnungen
www.ameichacher.ch / +41 55 610 47 46

NAUENGASSE, 8427 Rorbas
3.5 - 5.5 Zi. Eigentumswohnungen
www.nauengasse.ch / +41 52 338 07 09





LANTIG, 8408 Winterthur
4.5 Zi. Reihen-Einfamilienhäuser
www.lantig-winterthur.ch / +41 55 610 47 46

HOFACKER, 8311 Brütten
4.5 und 5.5 Zi. Eigentumswohnungen
www.hofacker-bruetten.ch / +41 52 338 07 09





FISCHERACHER, 8315 Lindau
2.5 - 4.5 Zi. Terrassenwohnungen
www.fischacher.ch / +41 55 610 47 46

NEUFROHSINN, 8404 Stadel/W'thur
5.5 Zi. EFH, 3.5 - 5.5 Zi. Wohnungen
www.neufrohsinn.ch / +41 52 338 07 09





8913 Ottenbach ZH
4.5 Zi. Dachwohnung
www.wohnen-ottenbach.ch / +41 55 610 47 46

GRASTAL, 8310 Grafstal
2.5 - 4.5 Zi. Eigentumswohnungen
www.grastal.ch / +41 55 610 47 46





PURO VIVERE, 8157 Dielsdorf
5.5 Zi. EFH und DEFH
www.purovivere.ch / +41 55 610 47 46



Haben Sie ein Grundstück, auf dem Immobilienträume verwirklicht werden können?

Melden Sie sich bei mir.
ulrich.koller@lerchpartner.ch +41 52 235 80 00

Projektankündigungen Projekte im Verkauf

Noch nicht fündig geworden?
Projektankündigungen finden Sie unter
immobilientraum.info

LerchPartner.

Heute schon app-to-date mit unserer App Immobilientraum?

Stand August 2026