

Anlagen Aktuell

Ausgabe Dezember 2025

**«Aufbruch in die
neue Realität»**

Anlageausblick 2026

«Aufbruch in die neue Realität»

Inhalt

03 Aufbruch in die neue Realität

Konjunkturausblick

04 Konstruktives Umfeld mit
überschaubaren Risiken

Anlagethemen

11 Schweiz: Chancen im Nullzinsumfeld
15 Gekommen, um zu bleiben: Künstliche Intelligenz
19 Hunger nach Strom
21 Dynamische Schwellenländer und
versteckte Champions
24 Nicht alles auf eine Karte setzen: Diversifikation
28 Prognosen
31 Rechtliche Hinweise

Impressum

Herausgeberin Zürcher Kantonalbank **Texte** Manuel Ferreira, Silke Humbert,
Dr. Martin Weder, Marina Zech, Christian Brändli, Simon Lustenberger, Dr. Jörn Spillmann,
Elias Hafner, Felix Jäger, Rolando S. Seger, Belinda Otruba, Kevin Gismondi, Sascha Jucker
Redaktion Rolando S. Seger, Belinda Otruba **Gestaltung** Evolve Advertising AG (Zürich)
und Zürcher Kantonalbank (Investment Solutions) **Druck** Zürcher Kantonalbank (Hard)
Bildquellen Getty Images, Christian Grund, Andreas Guntli **Redaktionsschluss**
28. November 2025 **Kontakt** anlagenaktuell@zkb.ch



**Besuchen Sie unseren
Blog mit vielen spannenden
Anlagethemen**



Christoph Schenk
Chief Investment Officer



Manuel Ferreira
Chefstrategie

Liebe Leserin Lieber Leser

Wir nähern uns einem neuen Jahr und überschreiten eine zeitliche Grenze, die bereits von Julius Cäsar mit der Einführung des julianischen Kalenders als Jahresbeginn festgelegt wurde. Eine ferne Epoche, die uns daran erinnert, dass selbst etablierte Weltordnungen sich weiterentwickeln. Der gesellschaftliche und technologische Wandel prägt jede Zeit, und so stehen wir auch heute vor einem «Aufbruch in die neue Realität», die von stetiger Veränderung geprägt ist.

Wir erwarten im neuen Jahr ein insgesamt moderates Wirtschaftswachstum. Der Höhepunkt der handelspolitischen Unsicherheiten liegt hinter uns, und der abnehmende Inflationsdruck und die Lockerung der Finanzierungsbedingungen sorgen für eine höhere Auslastung der Wirtschaft. Im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) sorgen die Fortschritte für einen Investitionsschub, weshalb KI ein wichtiger Treiber für die Wirtschaft und die Finanzmärkte bleibt. Die neuen, KI-gestützten Arbeitsweisen bringen zwar Herausforderungen mit sich, beispielsweise in Form eines steigenden Strombedarfs, sie bieten aber auch Chancen für Effizienzgewinne. Die Regionen, die sich in einer Modernisierungsphase befinden und diese vorantreiben, dürften am stärksten davon profitieren. In diesem Narrativ der Transformation sehen wir auch Chancen in defensiven Märkten wie der Schweiz, die auf dem Weg in die neue Realität einen stabilen Ankerpunkt bieten.

Herausforderungen sehen wir in den insgesamt erhöhten Bewertungen an den Aktienmärkten und in der starken Marktkonzentration der US-Technologieaktien im globalen Aktienmarkt. Eine disziplinierte Diversifikation über alle Anlageklassen, Regionen und Sektoren hinweg kann helfen, das Portfolio zu stabilisieren. In diesem Zusammenhang eignen sich alternative Anlagen wie zum Beispiel Gold als ideale Ergänzung für eine ausgewogene Anlagestrategie. Gleichzeitig behalten auch zinssensitive Anlagen trotz des anhaltend niedrigen Zinsumfelds ihre Berechtigung und spielen weiterhin eine sinnvolle Rolle im Portfolio.

Der Aufbruch ins neue Jahr und in die neue Realität bietet Anlegerinnen und Anlegern die Chance, Veränderungen frühzeitig zu erkennen und die richtigen Entscheidungen zu treffen. Unsere Expertinnen und Experten haben die wichtigsten Trends analysiert und fünf zentrale Anlagethemen ausgewählt, die im Jahr 2026 von besonderer Bedeutung sind: (1) Chancen im Schweizer Nullzinsumfeld (2) künstliche Intelligenz (3) steigender Stromverbrauch (4) dynamische Schwellenländer (5) Diversifikation.

Danke für Ihr Vertrauen. Wir wünschen Ihnen einen gelungenen Jahreswechsel und ein erfolgreiches und gesundes neues Jahr 2026.

Konjunkturausblick 2026: Konstruktives Umfeld mit überschaubaren Risiken

Gemäss unseren Prognosen wird das globale Wirtschaftswachstum im Jahr 2026 mit 2.5% moderat ausfallen. Dies ist weniger als im langfristigen Durchschnitt, aber besser als noch vor wenigen Monaten erwartet. Positiv sehen wir die breit diversifizierten Wachstumstreiber und die abnehmenden handels- und geopolitischen Unsicherheiten. Die US-Wirtschaft bleibt aufgrund eines starken Privatkonsums die Lokomotive der Weltwirtschaft. Gleichzeitig gewinnen Europa und die Schweiz allmählich wieder an Schwung. Zudem senken die Zentralbanken ihre Leitzinsen weiter, was die Konjunktur zusätzlich unterstützt. In der Schweiz und in der Eurozone halten die Notenbanken unverändert an ihren Leitzinsen fest.

Rückblick: Widerstandsfähige Wirtschaft

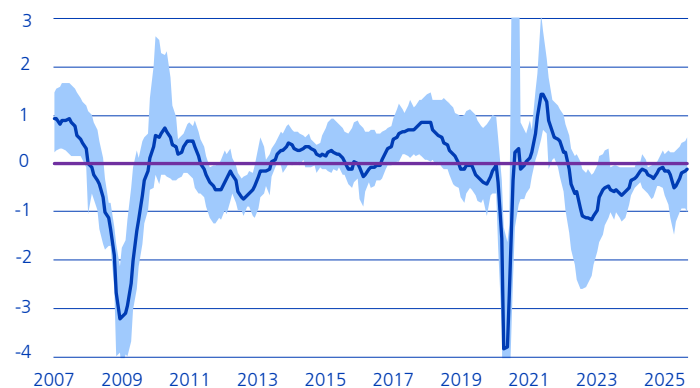
Die Weltwirtschaft hat sich 2025 trotz der chaotischen US-Handels- und -Sicherheitspolitik unter Präsident Trump sowie verschiedener geopolitischer Konflikte als unerwartet widerstandsfähig erwiesen. Der weitgehende Verzicht der Handelspartner auf Gegenmassnahmen sowie die hohe Anpassungsfähigkeit der Unternehmen sorgten dafür, dass die markante Erhöhung der US-Importzölle weniger starke Bremsspuren hinterliess als befürchtet. Unterstützt wurde das Wachstum zudem von den weltweiten Zinssenkungen der Notenbanken sowie dem anhaltenden Investitionsboom im Bereich der künstlichen Intelligenz. Die Inflation hat sich in den vergangenen Monaten uneinheitlich entwickelt. In den meisten Ländern liegen die Teuerungsraten aber wieder nahe beim angestrebten Zielwert der Notenbank und liefern den Währungshütern damit den Spielraum für weitere Zinssenkungen. Die wichtigste Ausnahme bildeten die USA, wo die Politik der neuen US-Regierung die Notenbank zunächst abwarten liess. Nach einer neunmonatigen Zinspause nahm die US-Notenbank (Fed) im September jedoch den Zinssenkungszyklus wieder auf, obwohl die Inflation aufgrund der hohen US-Importzölle auf 3% gestiegen war. Der Grund dafür waren schwache US-Arbeitsmarktdaten.

Ausblick: Konstruktives Gesamtbild für 2026

Im kommenden Jahr rechnen wir mit einem Wachstum der Weltwirtschaft von rund 2.5%. Im langjährigen Vergleich ist dies zwar eine leicht unterdurchschnittliche Dynamik. Die Vorlauf- und Stimmungsindikatoren zeigen jedoch mehrheitlich nach oben und liefern damit Spielraum für positive Überraschungen (*Grafik 1*).

Grafik 1: Globale Vorlaufindikatoren zeigen nach oben

Standardisierte Werte für das globale Wirtschaftswachstum (z-scores)

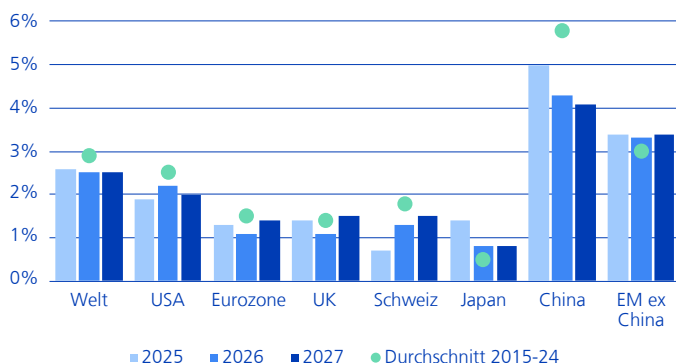


— Globaler Frühindikator der ZKB

Quellen: Zürcher Kantonalbank, LSEG Datastream

Während die US-Wirtschaft um mehr als 2% wachsen dürfte, fällt das BIP-Wachstum in Europa mit rund 1% deutlich tiefer aus, was vor allem auf strukturelle Herausforderungen zurückzuführen ist. Die geld- und fiskalpolitischen Impulse und die steigenden Haushaltseinkommen sprechen indessen für eine allmähliche Wachstumsbeschleunigung. In der Schweiz wird das Wachstum 2026 trotz der im November erzielten Einigung mit den USA im Zollstreit unterdurchschnittlich ausfallen. In China verläuft die Verlangsamung in geordneten Bahnen. In den übrigen Schwellenländern bleibt das Wachstum solide und in etwa auf dem Niveau des langfristigen Durchschnitts (*Grafik 2*).

Grafik 2: Das globale Wachstum bleibt moderat
Erwartetes BIP-Wachstum ausgewählter Regionen



Quellen: Zürcher Kantonalbank, LSEG Datastream

Handelspolitische Risiken haben abgenommen

Insgesamt erachten wir die Chancen und Risiken als ausgeglichen. Die handelspolitischen Abwärtsrisiken haben mit den erzielten Handelseinigungen und der Annäherung zwischen den USA und China deutlich abgenommen. Die geopolitischen Risiken sind zwar weiter zahlreich, aber in den meisten Fällen ohne bedeutenden Einfluss auf die globale Wirtschaftsentwicklung. Die hohe Staatsverschuldung stellt in vielen Industrieländern eine grosse Herausforderung dar. Die Haushaltsbudgets für 2026 sowie die verhaltenen Reaktionen an den Finanzmärkten lassen jedoch keine unmittelbaren Warnsignale aufleuchten (*Grafik 3*).

Grafik 3: Risiken für das Wirtschaftswachstum



Handelskonflikte und hohe politische Unsicherheit
US-Zölle beeinträchtigen den Handel und die Investitionen



Geopolitische Konflikte
Nahe Osten und Ukraine, südchinesisches Meer, Taiwan, Korea...



Hohe Staatsverschuldung
Starker Anstieg in den USA und Frankreich ist nicht nachhaltig

Diesen Risiken stehen mehrere Chancen gegenüber. So setzt sich der Boom bei den Investitionen im Bereich der künstlichen Intelligenz mit ungebrochenem Tempo fort. Dies stützt nicht nur das Wachstum, sondern ist auch mit der Hoffnung auf bedeutende Produktivitätsverbesserungen und höhere Unternehmensgewinne verbunden. Weitere Chancen für Wirtschaft und Finanzmärkte ergeben sich aus den sinkenden Leitzinsen der Notenbanken. Darüber hinaus sorgt das steigende Erdölangebot für sinkende Energiepreise, was die Inflation dämpft und das Wachstum ankurbelt (*Grafik 4*). Insgesamt stufen wir das makroökonomische Umfeld als konstruktiver und die Risiken als ausgewogener ein als noch vor einem Jahr. Somit ist eine wichtige Voraussetzung für eine positive Entwicklung an den Finanzmärkten im kommenden Jahr erfüllt.

Grafik 4: Chancen für das Wirtschaftswachstum



KI-Boom hält an
Abermilliarden an Investitionen, insbesondere in den USA



Weitere Zinssenkungen der grossen Notenbanken
Zwei weitere Zinsschritte der US-Notenbank Fed erwartet



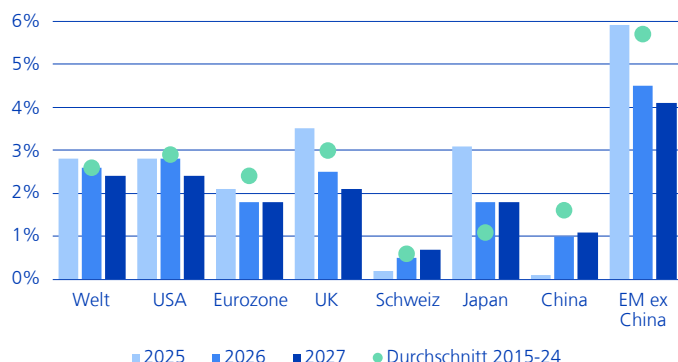
Sinkende Erdölpreise
Das weltweite Angebot steigt weiter und dämpft die Inflation

«Der konstruktive Wirtschaftsausblick liefert eine wichtige Voraussetzung für eine positive Entwicklung an den Finanzmärkten.»

Tiefere geldpolitische Leitzinsen

Im Jahr 2026 wird die Inflation in den meisten Ländern verhalten ausfallen (*Grafik 5*). Dementsprechend dürfte sich der globale Abwärtstrend bei den geldpolitischen Leitzinsen fortsetzen. In den USA wird die Inflation aufgrund der Importzölle und der damit verbundenen Preiserhöhungen im Güterbereich hingegen auf absehbare Zeit erhöht bleiben. Dies begrenzt das Potenzial für weitere Zinsschritte des Fed. Wir erwarten für die USA deshalb im Jahr 2026 nur noch zwei Zinssenkungen. In den Schwellenländern besteht vor allem in Brasilien und Russland immer noch grosses Potenzial für deutlich tiefere Leitzinsen. In den übrigen Schwellenländern ist die geldpolitische Normalisierung hingegen bereits weiter fortgeschritten, und Lockerungen werden verstärkt abnehmen. In der Eurozone wird die Inflation aufgrund des abnehmenden Preisdrucks im Dienstleistungsbereich im nächsten Jahr unter 2% fallen. Dies dürfte aber zu wenig sein, um die Europäische Zentralbank (EZB) zu einer Zinssenkung zu bewegen. Wir rechnen deshalb bis Ende 2026 mit einem unveränderten Leitzins von 2%. In der Schweiz nimmt die Inflation zwar wieder graduell zu, bleibt aber ausgesprochen tief, weshalb die Schweizerische Nationalbank (SNB) an ihrer Nullzinspolitik festhalten wird. Die Hürden für Negativzinsen erachten wir als hoch, weshalb die SNB nur im Krisenfall – beispielsweise

Grafik 5: Die Inflationssorgen nehmen weiter ab
Erwartete Inflation in ausgewählten Regionen



Quellen: Zürcher Kantonalbank, LSEG Datastream

bei einem stark aufwertenden Franken oder einer Inflation, die aus dem Zielband fällt – auf dieses umstrittene Instrument zurückgreifen wird (*Grafik 6*).

Grafik 6: Das Jahr 2026 auf einen Blick



Wachstum

Starke US-Wirtschaft und Schwellenländer, graduelle Erholung in Europa



Inflation

Ausserhalb der USA bleibt der Preisdruck begrenzt



Geldpolitik

Tendenziell sinkende Zinsen, anhaltende Nullzinspolitik in der Schweiz



Arbeitsmarkt

Arbeitslosigkeit bleibt in den meisten Ländern tief und die Löhne steigen



USA: Robustes Wachstum mit Inflationsrisiken

Trotz der umstrittenen Wirtschafts- und Handelspolitik von Präsident Donald Trump sind die Voraussetzungen für ein robustes Wachstum im Jahr 2026 günstig. Die Wirtschaft wird gut 2% wachsen und damit über dem durch die demografische Entwicklung begrenzten Potenzial liegen. Die Erholung wird durch mehrere Faktoren verstärkt. Dazu zählen die Fiskalpolitik sowie die Finanzbedingungen, die so günstig sind wie seit dreieinhalb Jahren nicht mehr. Ausserdem wird der Privatkonsum nach einer kurzen Durststrecke wieder deutlich anziehen. Steuerliche Anreize, die geldpolitische Lockerung sowie die erwartete Stabilisierung am Arbeitsmarkt wirken dabei unterstützend. Es gibt jedoch auch Anzeichen dafür, dass die Entwicklung zunehmend unausgewogen ist. In diesem Zusammenhang ist von einer zweigeteilten Wirtschaftsentwicklung die Rede. Damit ist gemeint, dass sich verschiedene Bevölkerungsschichten, Branchen und Wirtschaftsindikatoren unterschiedlich entwickeln. Haushalte mit niedrigem und mittlerem Einkommen profitieren kaum von den steigenden Kursen am Aktienmarkt. Zudem leiden sie stärker unter der höheren Inflation und einem geringeren Lohnwachstum. Hingegen profitieren Haushalte mit hohen Einkommen überproportional von Steuersenkungen und steigenden Aktienkursen. Diese Zweiteilung ist auch bei den Investitionen zu beobachten. Während Investitionen in künstliche Intelligenz boomen, bleibt die Investitionsbereitschaft in anderen Wirtschaftssektoren aufgrund der handelspo-

litischen Unsicherheit schwach. Schwer zu kalkulierende Wachstumsrisiken bergen auch die Zwischenwahlen im November 2026. Den Republikanern droht der Verlust ihrer Mehrheit im US-Repräsentantenhaus. Im Vorfeld der Wahlen wird Präsident Trump deshalb bemüht sein, die Amerikaner von den Vorzügen seiner Politik zu überzeugen. Ein zentrales Thema werden die hohen Lebenshaltungskosten sein, gegen die Trump neue Massnahmen beschliessen könnte. An der Inflationsfront zeichnet sich eine gewisse Entspannung ab. Die Abkühlung des Lohnwachstums, verblässende Zolleffekte und sinkende Wohnkosten aufgrund der beschränkten Zuwanderung lassen die Inflation im Jahresverlauf sinken. Dies gibt der US-Notenbank Spielraum für weitere Zinssenkungen in Richtung des neutralen Leitzinsniveaus von 3%, bei dem die Wirtschaft weder stimuliert noch gebremst wird. In einem Umfeld, in dem die Kapazitäten bereits ausgelastet sind, besteht das Hauptrisiko darin, dass das robuste Wachstum die Inflation erneut anheizt. Dies könnte dazu führen, dass die Geldpolitik wieder restriktiver wird und Konsum sowie Wachstum schwächer ausfallen als erwartet.

«Die US-Wirtschaft wird 2026 trotz hoher Importzölle stärker wachsen als jene in Europa.»



Eurozone: Erholung schreitet voran

Dank steigender Realeinkommen und eines stabilen Arbeitsmarkts erwies sich das Wachstum in der Eurozone im Jahr 2025 trotz diverser politischer Unwägbarkeiten als äusserst resilient – aber auch heterogen. Die erwartete konjunkturelle Beschleunigung in Deutschland liess bisher auf sich warten. Mit der Lockerung der Schuldenbremse und dem EUR 500 Mrd schweren Sondervermögen wird die grösste Volkswirtschaft des Währungsraums künftig gegenüber dem Rest der Eurozone wieder Boden gutmachen. Das Reformpaket der deutschen Regierungspartei blieb hinter den Erwartungen zurück, und der durch Schulden erkaufte finanzielle Spielraum wurde teilweise dazu verwendet, Löcher im Kernhaushalt zu stopfen anstatt zusätzliche Investitionen zu tätigen. Der fiskalische Impuls für die kommenden Jahre fällt dadurch weniger kräftig aus als ursprüng-

lich gedacht. Darüber hinaus werden die strukturelle Schwäche der Industrie und der Wettbewerbsverlust der Exportwirtschaft Bremsklötze bleiben. In Frankreich wird der Staat den Gürtel enger schnallen müssen und damit das Wachstum leicht dämpfen. Die Peripherie und insbesondere die iberische Halbinsel werden aufgrund von günstigeren Finanzierungsbedingungen und zunehmenden Investitionen aus dem Ausland als Wachstumstreiber fungieren. Insgesamt prognostizieren wir für den gesamten Euroraum ein Wirtschaftswachstum von rund 1% im Jahr 2026. Von der Geldpolitik ist kein zusätzlicher Rückenwind zu erwarten, denn mit der seit Monaten herrschenden Preisstabilität ist der Zinssenkungszyklus der Europäischen Zentralbank beendet. Das Narrativ von EZB-Chefin Christine Lagarde und ihren Kollegen lautet: «We are in a good place», und das wird auf absehbare Zeit auch so bleiben. Mit einem EZB-Einlagesatz und einer Inflationsrate von je 2% liegt der reale Leitzins bei null, womit die Geldpolitik die Konjunktur weder bremst noch ankurbelt.



Schweiz: Kein Ende der Nullzinspolitik in Sicht

Das Schweizer Wirtschaftswachstum wurde im Jahr 2025 massgeblich durch die US-Zollpolitik geprägt. Während Vorzieheffekte im Aussenhandel das Wachstum zu Jahresbeginn stützten, hat sich die Wirtschaft im weiteren Verlauf merklich abgekühlt. Auch über den Jahreswechsel hinaus bleibt das makroökonomische Umfeld herausfordernd: Die Schweizer Wirtschaft sieht sich trotz erfolgreicher Verhandlungen mit den USA immer noch mit relativ hohen US-Zöllen konfrontiert. Das globale Wachstum ist gedämpft, und der Franken ist stark. Entsprechend wird der Aussenhandel 2026 nur begrenzt Wachstumsimpulse liefern. Die aussenwirtschaftliche Unsicherheit bleibt hoch, was die Investitionsbereitschaft der Unternehmen hemmt. Der private Konsum bleibt auch 2026 eine wichtige Wachstumsstütze, obwohl die Binnennachfrage aufgrund der Abschwächung am Arbeitsmarkt etwas geringer ausfallen könnte. Steigende Reallöhne, die tiefe Inflation sowie die anhaltende Zuwanderung dürften sich jedoch weiterhin positiv auf die Konsumausgaben auswirken. Produktionsseitig dürfte insbesondere der robuste Dienstleistungssektor die Wirtschaft tragen. Mit einem prognostizierten Wachstum von etwas mehr als 1% wird die Schweiz insgesamt aber das vierte Jahr in Folge nur verhalten expandieren. In diesem Umfeld wird die Arbeitslosigkeit voraussichtlich weiter

leicht zunehmen. Aufgrund der Aufwertung des Schweizer Frankens und des schwachen zugrunde liegenden Preisdrucks fiel die Inflation im Jahr 2025 sehr niedrig aus. Im nächsten Jahr dürfte sie mit rund 0.5% zwar leicht ansteigen, aber auf einem niedrigen Niveau bleiben. Ein stärkerer Anstieg wird durch tiefere Strompreise, den Rückgang der Mietinflation, die starke Währung und das verhaltene Lohn- und Wirtschaftswachstum begrenzt. Entsprechend kann sich nur wenig Preisdruck aufbauen, weshalb die Inflation in der unteren Hälfte des Zielbandes von 0% bis 2% verharret. Die mittelfristige Preisstabilität ist damit gewährleistet – und auch die makroökonomischen Aussichten rechtfertigen derzeit keine weiteren Zinssenkungen. Angesichts eines Wachstums unterhalb des Trends und einer Inflation von deutlich unter 1% sind Zinserhöhungen ebenfalls noch in weiter Ferne. Wir gehen deshalb davon aus, dass der Leitzins der SNB bis Ende 2026 bei 0% bleibt.

«Der Leitzins der SNB dürfte aufgrund der tiefen Inflation auf absehbare Zeit bei 0% verharren.»



Schwellenländer ohne China: Ansehnliche Konjunkturdynamik

Die derzeit ansehnliche Konjunkturdynamik in den Schwellenländern ausserhalb Chinas dürfte sich 2026 fortsetzen. Der Rückenwind vom Aussenhandel wird zwar allmählich nachlassen, doch die Binnennachfrage dürfte weiterhin dynamisch wachsen. Dafür spricht einerseits die Normalisierung der Inflation. Denn mittlerweile ist die Teuerung in den Schwellenländern weitgehend auf das Niveau vor Ausbruch der Pandemie und in die Zielbänder der Zentralbanken gesunken. Basiseffekte im Energiebereich, eine günstige Währungsentwicklung gegenüber dem US-Dollar und ein abkühlendes Lohnwachstum werden dafür sorgen, dass sich das Preiswachstum weiter verringern wird. Wir rechnen mit einem Inflationsrückgang auf 4.5%. Andererseits wird

die Geldpolitik 2026 für wichtige Wachstumsimpulse sorgen. Der Spielraum für monetäre Lockerungen ist zwar in vielen Ländern nicht mehr allzu gross, aber dennoch vorhanden. Insgesamt startet der Zinssenkungszyklus jedoch in die letzte Runde. Das Wachstum der Schwellenländer dürfte daher insgesamt stabil bei 3.3% liegen. In Asien bleibt die Wachstumsdynamik am höchsten. Ein relativ hohes Wachstum verzeichnen darüber hinaus auch gewisse ost-europäische Staaten, nicht zuletzt aufgrund umfangreicher öffentlicher Investitionen im Rahmen des Europäischen Wiederaufbaufonds.



China: Zwischen Euphorie und Pessimismus

Die chinesische Wirtschaft ist 2025 stärker als erwartet gewachsen. Auch 2026 dürfte die Mischung aus resilienter Exportnachfrage, der Förderung ausgewählter Industriezweige sowie punktuellen Konsumstimuli die Wirtschaft am Laufen halten. Dennoch sehen wir wenig Anlass für überzogene Wachstumsfantasien. Denn Vorzieheffekte im Zuge des Handelskonflikts mit den USA dürften sich abschwächen und die staatlichen Kaufsubventionen im Detailhandel haben bisher nicht zu einem selbsttragenden Konsumwachstum geführt. Die Konsumentenstimmung leidet nach wie vor unter dem Abschwung am Immobilienmarkt. Während sich die Konsolidierungsphase seit mehr als vier Jahren hinzieht, hat die Nachfrage nach Wohnimmobilien einen neuen Tiefpunkt erreicht. Doch eine Stabilisierung auf geringem Niveau ist zumindest gegen Ende 2026 denkbar. Problematisch bleibt hingegen die allgemeine Investitionsmüdigkeit, sodass wir unter dem Strich eine Wachstumsverlangsamung auf 4.3% erwarten. Die Nachfrageschwäche sowie die anhaltenden Überkapazitäten begrenzen weiterhin den Teuerungsdruck. Behördliche Bemühungen gegen den unerbittlichen Preiskampf in einigen Branchen werden sich wahrscheinlich auch im kommenden Jahr nicht merklich in den Preisdaten niederschlagen. Wir rechnen deshalb erneut mit einer tiefen Inflationsrate von 1.0%. Die Geld- und Fiskalpolitik werden daher expansiv bleiben, grossangelegte Stimulierungsmassnahmen erachten wir dennoch nicht als notwendig.





Schweiz: Chancen im Nullzinsumfeld

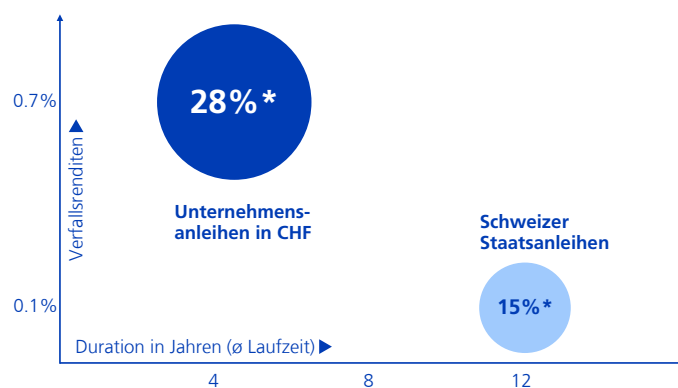
Das anhaltende Tiefzinsumfeld in der Schweiz bringt nicht nur Herausforderungen mit sich, sondern eröffnet auch Chancen. Insbesondere Unternehmensanleihen, Immobilien und Schweizer Small Caps bieten attraktive Investitionsmöglichkeiten.

Im Oktober 2025 hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Finalisten der neuen Banknotenserie bekanntgegeben. Das Thema der Serie lautet «Die Schweiz und ihre Höhenlagen» – von den tiefsten Tälern bis zu den höchsten Alpen Gipfeln. Der topographische Nullpunkt der Schweiz liegt beim Seespiegel des Lago Maggiore auf 193 Meter über Meer. Dies passt sinnbildlich zur Höhe des Schweizer Leitzinses, den die SNB im Jahresverlauf aufgrund der niedrigen Inflation auf null gesenkt hat. Gleichzeitig stieg die Nachfrage nach Schweizer Obligationen aufgrund geo- und handelspolitischer Unsicherheiten, was die Renditen unter das Niveau vom Jahresbeginn drückte (*Grafik 1*). Sparer werden somit auch 2026 kaum Zinsen für ihre Bankeinlagen erhalten. Anleger sehen sich folglich mit geringen Ertragsaussichten bei risikolosen Anlagen konfrontiert.

«Die Nachfrage nach Schweizer Obligationen ist aufgrund geo- und handelspolitischer Unsicherheiten gestiegen.»

Eines vorweg: Trotz tiefer Renditen gibt es nach wie vor gute Gründe, Schweizer Staatsanleihen im Portfolio zu halten: Aufgrund niedriger Inflation ist der Kaufkraftverlust gering und es lassen sich aufgrund der aufwärtsgerichteten Zinsstrukturkurve Roll-down-Gewinne erzielen. Ein zentrales Argument, das für Eidgenossen in einem gemischten Portfolio spricht, ist ihre stabilisierende Wirkung. Insbesondere in turbulenten Börsenjahren wie 2025 hat sich das ausgezahlt. Die hohen Anleihenpreise sind auch Ausdruck für die hohe Qualität. Sollten die globalen Risiken zunehmen oder sollte die SNB den Leitzins wider Erwarten in den negativen Bereich senken, besteht weiteres Potenzial für Kursgewinne. Aufgrund der tiefen Renditeaussichten verstärkt sich jedoch die Suche nach Anlagealternativen.

Grafik 1: Schweizer Unternehmensanleihen mit höherer Marktkapitalisierung, höherer Verfallsrendite und kürzeren Laufzeiten im Vergleich zu Schweizer Staatsanleihen
Illustrative Darstellung. Kreise: Marktkapitalisierung im Vergleich zum Schweizer Gesamtmarkt Swiss Bond Index (SBI)



*Rest (57%) = u.a. Pfandbriefe und öffentliche Hand

Quellen: Zürcher Kantonalbank, LSEG Datastream

Die Musik spielt 2026 bei den Unternehmensanleihen
Trotz Nullzinsen kann im Schweizer Obligationenmarkt durch die Übernahme höherer Kreditrisiken eine Mehrrendite erzielt werden. Wir erachten in Franken denominierte Unternehmensanleihen als eine attraktive, strukturelle Beimischung im Portfolio, sie können im Tiefzinsumfeld einen wertvollen Beitrag zur Lösung des Anlagenotstands leisten. Zudem verfügen Schweizer Unternehmensanleihen aufgrund der stabilen Schuldner und der kürzeren Duration meistens über tiefere Kursschwankungen als Schweizer Staatsanleihen. Nicht zuletzt stellen Unternehmensanleihen einen beträchtlichen Teil des Schweizer Obligationenmarktes dar. Sollte die Schweizer Wirtschaft 2026 starkem konjunkturellem Gegenwind ausgesetzt sein, würde das die Unternehmensanleihen vorübergehend belasten.

Wir gehen 2026 von einer Wiederbelebung des Wirtschaftswachstums in der Schweiz aus. Gleiches gilt für die Eurozone, aus welcher der Grossteil der ausländischen Schuldner

stammt, sie machen 40% des Marktes für in Franken denominierte Unternehmensanleihen aus. Dieses Wachstum könnte das Potenzial bei Unternehmensanleihen zusätzlich stärken.

Immobilien gehören auch 2026 ins Portfolio

Im aktuellen Tiefzinsumfeld bleiben Immobilieninvestitionen attraktiv. Börsengehandelte Schweizer Immobilienfonds bieten eine Ausschüttungsrendite von etwa 2% bis 2.5% und damit eine attraktive Mehrrendite im Vergleich zu festverzinslichen Anlagen. Gemessen an den Agios befinden sich die Bewertungen jedoch auf erhöhtem Niveau. Zudem bleibt die Anlageklasse regulatorischen und politischen Einflüssen ausgesetzt. Wir erwarten eine anhaltende Tiefzinsphase bis 2026, ohne signifikanten Anstieg der Leerstandsquoten. Dadurch dürften die Mieteinnahmen stabil gesichert bleiben und die Kurse weiterhin unterstützt werden.

Schweizer Aktien: Des einen Leid, des anderen Freud

Im Tiefzinsumfeld können sich Unternehmen zu günstigeren Konditionen finanzieren, was sich positiv auf die Aktienkurse auswirkt. Zudem erhöhen tiefe Zinsen die Risikoprämie von Aktien im Vergleich zu Staatsanleihen. Diese Risikoprämie liegt zum Jahresende über dem Langzeitdurchschnitt von 5% (*Grafik 2*). Daher könnten die anhaltend niedrigen Zinsen dem Schweizer Aktienmarkt auch 2026 Rückenwind verleihen.

Der Schweizer Aktienmarkt zeichnet sich durch eine starke Konzentration auf wenige grosse Unternehmen aus. Zudem ist er bekannt für seinen defensiven Charakter mit einem vergleichsweise geringen Anteil an Technologie. Schweizer Unternehmen sind meist international diversifiziert, bieten Chancen für stabile Einnahmequellen und sind daher ein attraktiver Bestandteil langfristiger Anlageentscheidungen. In einem günstigen konjunkturellen Umfeld bieten sich gar noch höhere Chancen für konjunktursensitivere Unter-

nehmen. Im Schatten der grossen defensiven Unternehmen am Schweizer Aktienmarkt haben sich die Gewinne der kleineren, zyklischeren Unternehmen (Small Caps) positiv entwickelt. Dies ist vor allem der industriellen Erholung in der Eurozone zu verdanken. Davon haben die Schweizer Small Caps profitiert, da sie im Vergleich zu den grösser kapitalisierten Unternehmen eine deutliche Übergewichtung an Industrieunternehmen aufweisen und höhere Umsatzanteile in Europa erzielen. Unterstützt durch die Wirtschaftserholung in der Eurozone, die sich 2026 fortsetzen wird, erwarten wir bei den Schweizer Small Caps eine deutlich dynamischere Gewinnentwicklung als bei den grosskapitalisierten Firmen. Die anstehenden US-Zinssenkungen dürften die zyklischen Sektoren bei solider globaler Konjunktur unterstützen und den Small Caps weiter Rückenwind verleihen.

Grafik 2: Attraktive Risikoprämie bei Schweizer Aktien gegenüber Schweizer Staatsanleihen



Wertentwicklungen und Renditen der Vergangenheit sowie Schätzungen bezüglich zukünftiger Wertentwicklungen, Renditen und Risiken sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Quellen: Zürcher Kantonalbank, LSEG Datastream





Gekommen, um zu bleiben: Künstliche Intelligenz

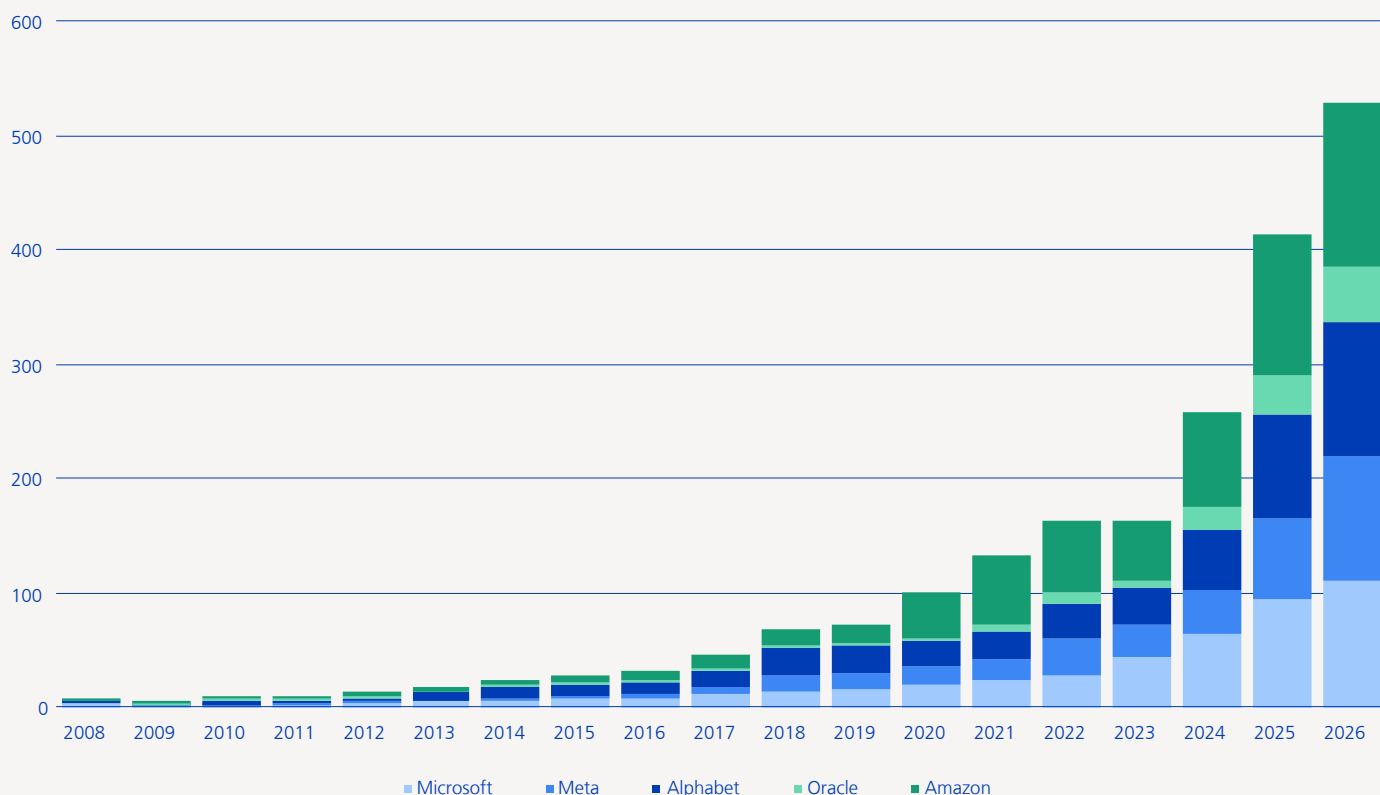
Im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) sorgen die Fortschritte für einen Investitionsschub, von dem auch der gesamte US-Aktienmarkt profitiert. Entsprechend gross sind die Erwartungen an die Anwendungsmöglichkeiten von KI. Trotz der starken Performance in diesem Jahr sehen wir weiterhin Potenzial im Bereich der KI.

Wird ein Text wie dieser in Zukunft von einer künstlichen Intelligenz anstelle eines Anlagestrategen verfasst? Die Antwort auf diese Frage wird die Aktienmarktentwicklungen in den kommenden Jahren massgeblich prägen. Grund dafür ist, dass die KI das Potenzial hat, nicht nur den Technologiesektor, sondern sehr viele Unternehmen über alle Sektoren hinweg zu unterstützen.

Massiver Investitionsschub – wer profitiert?

2025 stand der Aktienmarkt ganz im Zeichen der KI-Goldgräberstimmung. Die Investitionen in KI-Technologien wurden insbesondere in den USA noch einmal deutlich gesteigert. Vor allem bei den fünf börsenkotierten US-Unternehmen, die im KI-Bereich führend sind, haben die Anlageinvestitionen stark zugenommen (*Grafik 1*). Diese

Grafik 1: Stark ansteigende Anlageinvestitionen bei börsenkotierten KI-Vorreitern
Anlageinvestitionen in Mrd. USD, Zahlen 2025/2026 sind Schätzungen von Analysten



Investitionen stützen die gesamte Wertschöpfungskette, von den Chipherstellern und ihren Zulieferern über die Rechenzentren bis zu den sogenannten KI-Hyperscalers, die Cloud-Computing-Dienste, eine globale Infrastruktur und Plattformen für die Bewältigung von Big Data bereitstellen. Darüber hinaus profitieren auch viele andere Sektoren der Wirtschaft vom Investitionsschub, etwa Industrieunternehmen, die am Ausbau der Stromnetze beteiligt sind, und Bauunternehmen, welche neue Rechenzentren aus dem Boden stampfen. Der Investitionsschub im KI-Bereich unterstützt somit die gesamte US-Wirtschaftsleistung.

«KI stimuliert auch Wirtschaftszweige ausserhalb des Technologiesektors.»

In dieser Phase eines starken Investitionsschubs, wie er 2025 beobachtet wurde, können Unternehmen aus verschiedenen Wirtschaftszweigen hohe Gewinne erzielen. Diese können jedoch nur dann langfristig aufrechterhalten werden, wenn weiterhin grosse Summen ertragsbringend in KI investiert werden. Bislang ist kein Abflauen der Investitionsbereitschaft in Sicht – im Gegenteil: Das Wachstum scheint sich eher noch zu verstärken, wie verschiedene grosse Investitionsankündigungen von KI-Unternehmen im Jahr 2025 gezeigt haben.

KI-Potenzial entfesseln: Die nächsten Monate sind richtungsweisend

Die Einführung von KI in Unternehmen geht sehr schnell vonstatten. Gemäss einer Umfrage von Deloitte haben im August 2025 bereits 60% der Büroangestellten in der

Schweiz künstliche Intelligenz bei ihrer Arbeit eingesetzt. Dabei ist gemäss der Umfrage die grosse Mehrheit überzeugt, dass KI ihnen ermöglicht, ihre Aufgaben schneller zu bewältigen. Der Eindruck könnte allerdings täuschen: In einem Experiment mit Informatikern zeigte sich, dass sie Aufgaben mit Unterstützung von KI um rund 20% langsamer erledigten als die Kontrollgruppe ohne Unterstützung. Das Potenzial von KI im Arbeitsalltag ist zwar vielversprechend, doch bleibt schwer abzuschätzen, wie schnell sich die angestrebten Produktivitätsgewinne tatsächlich realisieren lassen. Ein passender Vergleich lässt sich mit der Entwicklung des Internets ziehen. Schnell war klar, dass es die Produktivität stark erhöht. Jedoch wusste man zu Beginn noch nicht, auf welche Weise dies geschehen würde. Erst mit der Zeit und mit weiteren Entwicklungen wie dem mobilen Internet kamen immer mehr neue Anwendungen hinzu, und heute ist es aus unserem Alltag nicht mehr wegzudenken. Ähnlich könnte es sich mit der KI gestalten. Sie ist zwar nicht der Zauberstab, der alle Probleme sofort löst, hat aber bei vielen Anwendungen grosses Potenzial und könnte durch Produktivitätssteigerung den aktuellen Investitionsschub aufrechterhalten. Ein positiver Impuls wäre beispielsweise, dass KI zur Entwicklung leistungsfähigerer Industrieroboter beiträgt, schnellere Fortschritte in der Medikamentenforschung ermöglicht oder die Effizienz in der Verwaltung steigert. Die vollen Effekte der KI-Anwendung werden sich somit erst mit der Zeit und mit weiteren Innovationen entfalten.

Grafik 2: US-IT-Sektor mit erhöhter Bewertung, aber weit tiefer als während der Dotcom-Blase im Jahr 2000
Forward-Kurs-Gewinn-Verhältnis US-IT-Sektor versus MSCI World seit 1996



Quellen: Zürcher Kantonalbank, LSEG Datastream

Hohe KI-Bewertungen sind gerechtfertigt – wie reagieren?

Noch ist nicht klar, wer von den Effizienzgewinnen am stärksten profitiert. Werden beispielsweise Finanzdienstleister künftig Kosten einsparen, indem sie Texte wie diesen von einer KI schreiben lassen? Und wenn ja, könnten hohe Lizenzgebühren für die KI-Modelle diese Einsparungen wieder zunichtemachen oder bleiben die Effizienzgewinne letztlich doch bei den Nutzern? Beide Szenarien erscheinen derzeit denkbar. Sicher ist jedoch, dass sich die Bewertungen

sowohl für den US-Technologiesektor mit seinen KI-Unternehmen als auch für den breiten US-Aktienmarkt auf einem hohen Niveau bewegen. Dennoch sind sie weit von den Höchstständen aus der Dotcom-Blase der 2000er-Jahre entfernt (Grafik 2).

Im Unterschied zur Dotcom-Blase widerspiegeln die aktuellen Bewertungen ein ausserordentlich starkes Gewinnwachstum. Dieses hat dazu geführt, dass die Profitabilität des globalen Aktienmarkts im Jahr 2025 auf sehr hohem Niveau zu liegen kam. Im Gegensatz zu den 2000er-Jahren werden die hohen Investitionen bei den börsenkotierten Firmen mehrheitlich über die laufenden operativen Erträge der Unternehmen finanziert und nicht über Schulden. Dies macht das Gefüge deutlich stabiler, sollten sich die Investitionen im Jahr 2026 nicht sofort auszahlen. Das nahestehende Risiko für den Technologiesektor ist damit nicht eine Bewertungskorrektur, sondern eine mögliche Enttäuschung beim zukünftigen Gewinnwachstum. Dies wäre dann der Fall, wenn sich die Produktivitätsgewinne von KI doch nicht schnell genug materialisieren lassen und sich der aktuelle Investitionsboom deshalb abflachen würde. Um sich gegen diese Risiken abzusichern, ist es ratsam, auf eine breite Portfolioallokation zu setzen, die verschiedene Anlageklassen, Sektoren, Länder und Währungen umfasst. Den Technologiesektor aus Angst vor einer Übertreibung zu meiden, scheint uns aber nicht angebracht, denn die aktuelle Rally wird von den Fundamentaldaten gestützt.





Hunger nach Strom

Wir benötigen immer mehr Energie in Form von Elektrizität. Da Strom energieeffizient und potenziell emissionsarm ist, stellt dies eine gute Entwicklung dar. Für die Energiesicherheit sind allerdings noch viel mehr Investitionen in Stromleitungen und Speicher nötig.

Im letzten Jahr ist die Weltwirtschaft um etwa 3% gewachsen. Interessanterweise stieg die Energienachfrage nur um etwa 2%. Diesen Trend beobachtet man schon mehrere Jahre – die Energieintensität nimmt ab, was eine gute Nachricht ist. Hierbei geht es um die Energiemenge, die pro Einheit Wirtschaftsleistung gebraucht wird. Erfreulicherweise decken wir unseren Energiebedarf immer öfter in Form von Elektrizität ab. 2024 ist die weltweite Nachfrage nach Elektrizität etwa doppelt so stark gestiegen wie die nach anderen Energieträgern. Die Internationale Energieagentur (IEA) geht davon aus, dass sich dieses Verhältnis noch weiter akzentuieren wird. Sie schätzt, dass der Elektrizitätsbedarf bis 2035 pro Jahr sechsmal schneller wachsen wird als die gesamte Energienachfrage. Folglich könnte sich der Elektrizitätsbedarf bis 2050 je nach Entwicklungsszenario verdoppeln bis verdreifachen.

«Die jährliche Elektrizitätsnachfrage wird sechsmal so schnell wachsen wie die gesamte Energienachfrage.»

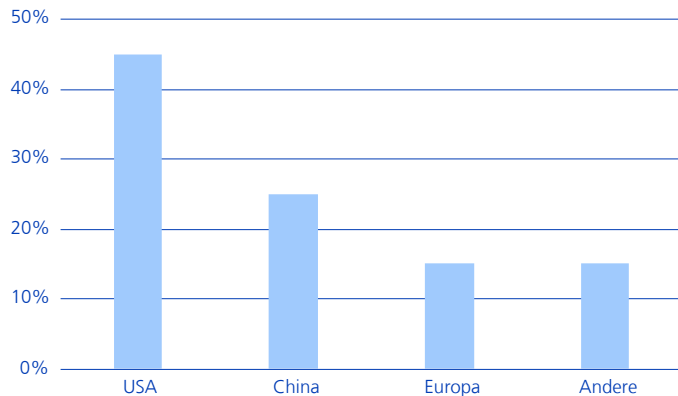
Der Anstieg der Elektrizitätsnachfrage ist insofern erfreulich, weil Energie in Form von Elektrizität eine höhere Energieeffizienz aufweist. Nehmen wir zum Beispiel Mobilität: In den vielen Schritten von der Förderung von Öl über die Aufbereitung zu Benzin, der Verbrennung im Motor bis zur Kraftübertragung auf die Räder geht viel Energie verloren. Demgegenüber ist beim Elektroauto die benötigte Menge an Ausgangsenergie deutlich geringer. Betrachtet man nur die Energie, die für die tatsächliche Endanwendung benötigt wird, so ist laut dem Think Tank Ember Energy die Elektrizität schon heute grösster Energielieferant – vor Öl, Gas oder Kohle. Darüber hinaus wird Elektrizität vermehrt durch

grüne Technologien erzeugt und verursacht potenziell weniger klimaerwärmende Emissionen.

Zunehmende Nachfrage nach Strom durch Datenzentren – vor allem in den USA

Der Anstieg der Elektrizitätsnachfrage hat seine Ursache in einer Zunahme von elektronisch betriebenen Technologien, oft auch unter dem Schlagwort Elektrifizierung zusammengefasst. So wird etwa für die Mobilität über E-Autos und das Heizen, beispielsweise über Wärmepumpen, vermehrt auf Strom statt auf fossile Energieträger zurückgegriffen. Angetrieben wird diese Entwicklung durch günstigen, mit erneuerbaren Energien produzierten Strom. Die IEA schätzt, dass die mit Abstand grösste Zunahme des Elektrizitätsbedarfs bis 2030 von der Industrie getrieben ist. Nur etwa halb so gross wird die Zunahme durch Elektromobilität sein, dicht gefolgt von elektrischen Geräten und Klimaanlage. An fünfter Stelle rangiert die Stromnachfrage von Datenzentren. Diese machen zwar nur 1.5% der weltweiten Stromnachfrage aus, aber ihr Bedarf wächst gemäss Schätzungen bis 2030 jährlich um 15%, also viermal schneller als die allgemeine Elektrizitätsnachfrage. Obwohl cloudbasierte Anwendungen schon vor 2017 zu einer Zunahme an Rechenzentren geführt hatten, blieb der Strombedarf damals dank Effizienzerhöhungen konstant. Neue Rechenzentren für künstliche Intelligenz werden jedoch mit deutlich leistungsstärkeren Halbleitern und Kühlsystemen ausgestattet, die mehr Strom benötigen. Der Elektrizitätsbedarf für Rechenzentren variiert dabei auf regionaler Ebene stark. In den USA lösten die hohen Investitionen in Rechenzentren Sorgen über einen explodierenden Strombedarf aus. Tatsächlich benötigen die USA heute durch ihre vergleichsweise hohe Dichte an Rechenzentren weltweit am meisten Strom (*Grafik 1*). Etwa die Hälfte des US-Nachfragewachstums von Strom bis 2030 fällt auf die Rechenzentren zurück.

Grafik 1: USA brauchen weltweit am meisten Strom für Rechenzentren
Anteilsvergleich von benötigter Elektrizität für Rechenzentren



Quellen: Zürcher Kantonalbank, IEA Energy and AI

Schlagseite bei den Investitionen

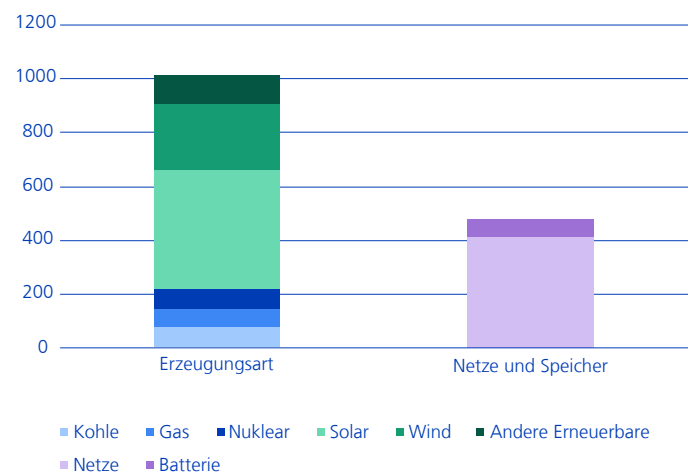
Auch bei den Investitionen ist das Stromzeitalter angekommen. Mehr als die Hälfte aller Energieinvestitionen fliesst aktuell in den Stromsektor und in die Elektrifizierung von Endgeräten. Doch die Investitionen haben Schlagseite: So werden aktuell weltweit USD 1 Bio in die Stromerzeugung investiert, aber nur etwa USD 400 Mrd in Stromnetze und Speicher (*Grafik 2*). Für eine ausreichende Energiesicherheit sollte laut IEA das Verhältnis ausgewogen sein. Für jeden investierten Dollar in die Stromerzeugung sollte ebensoviel in Leitungen und Speicher investiert werden. Spaniens massiver Stromausfall im April 2025 aufgrund grosser Spannungsschwankungen unterstreicht die Bedeutung einer gut funktionierenden Netzinfrastruktur. So belaufen sich in Spanien die Investitionen für die Weiterentwicklung des Netzes nur auf 30% der Summe, die in die Stromerzeugung fliesst. Oft kann die Netzinfrastruktur nicht mit dem Aufkommen neuer Stromproduzenten mithalten. Die IEA schätzt, dass deshalb im Jahr 2024 allein 1 650 Gigawatt potenziell erzeugter Strom von Solaranlagen und Windparks ungenutzt blieb. Das entspricht der unvorstellbaren Leistung von etwa 300 Kernkraftwerken. Auch die EU ist sich dieser Problematik bewusst. Um ihr länderübergreifendes Stromnetz auf Vordermann zu bringen, plant sie eine Ver-
fünffachung der Investitionen.

Zukunftstechnologien finden sich heute im Bereich der Elektrifizierung

Gebraucht werden Übertragungsnetze für grosse Distanzen, Verteilnetze für die Anbindung der Konsumenten sowie Transformatoren. Unternehmen mit Expertise im Ausbau der Netzinfrastruktur profitierten bislang schon und werden es aufgrund des Investitionsrückstands auch weiterhin. Auch Versorger und Zulieferer im Bereich Elektrifizierung könnten weiteren Rückenwind erfahren. Interessant sind in diesem Zusammenhang die Befunde der IEA bezüglich der Firmen mit den höchsten Forschungsbudgets im Bereich Energie. Noch vor zehn Jahren standen hier mehrheitlich Automobilfirmen, Öl- und Gaskonzerne an der Spitze. Heute sind es Firmen im Bereich der Elektrifizierung wie Batteriehersteller, Produzenten von Elektroautos oder ganz generell Unternehmen, die sich auf Elektrifizierung, Automatisierung oder Digitalisierung konzentrieren.

Grafik 2: Investitionslücke bei Netzen und Speichern

Weltweite Elektrizitätsinvestitionen im Jahr 2025 in USD Mrd



Quellen: Zürcher Kantonalbank, IEA World Energy Investment 2025

Dynamische Schwellenländer und versteckte Champions

Globale Schwellenländeraktien bieten Chancen aufgrund ihres anhaltenden robusten Wirtschaftswachstums, der attraktiven Bewertungen und des schwächeren US-Dollar. Abseits des Rampenlichts der grossen asiatischen Nationen haben die osteuropäischen Schwellenländer Trümpfe in der Hand.

«Emerging Markets» oder «aufstrebende Märkte» weckt Gedanken an Fortschritt, Aufbruch und Dynamik. Der Begriff wurde in den frühen 1980er-Jahren eingeführt und beschreibt diese Länder fast treffender als die Bezeichnung «Schwellenländer», die lediglich den Übergang zum Industrieland betont. Diese drei Eigenschaften zeigen sich besonders deutlich in der Entwicklung des MSCI Emerging Market Index. Er startete Ende der 1980er-Jahre mit gerade einmal zehn Ländern, deckt aber inzwischen bereits 24 Länder ab und ist zum wichtigsten Referenzindex der Schwellenländer geworden – ein Prozess, der jedoch nicht geradlinig verlief. Immer wieder schieden Länder aus dem Index aus, teilweise vorübergehend, während andere aufgenommen wurden, darunter auch zuvor Ausgestossene. Dies verdeutlicht, dass Fortschritt, Aufbruch und Dynamik immer auch mit gewissen Risiken einhergehen. Dennoch hat sich die Gruppe der Schwellenländer modernisiert und präsentiert sich heute insgesamt gefestigter. Der schnell wachsende Anteil asiatischer Märkte bildet dabei eine zentrale Grundlage für ihr Erstarken. Die Schwellenländer haben die Industriestaaten noch nicht überholt; lediglich ihre Aktienmärkte sind 2025 besser gelaufen. Ähnlich dürfte es 2026 aussehen. Dies ist auf den beeindruckenden strukturellen Wandel der aufstrebenden Länder in den vergangenen Jahrzehnten sowie auf die zunehmende Stärke der asiatischen Märkte in den boomenden Bereichen der künstlichen Intelligenz.

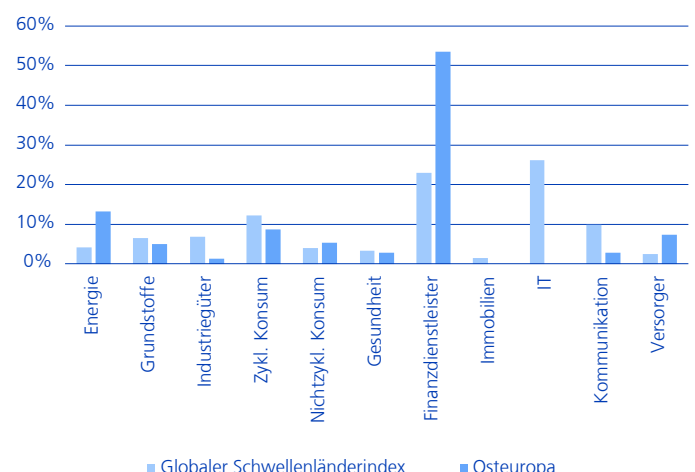
«Schwellenländer mit geringeren Technologieanteilen verzeichnen bemerkenswerte Fortschritte.»

Aber auch abseits der grossen Bühne Asiens passiert Entscheidendes: Schwellenländer mit geringeren Technologieanteilen verzeichnen bemerkenswerte Fortschritte. Sie bieten länderspezifische Vorteile, die einen grossen Hebel auf die Geschäftstätigkeit der lokal ansässigen Unternehmen und deren Gewinnentwicklung entfalten können.

Schwellenländer profitieren stärker von der Dollarschwäche als Industriestaaten

Die ganze Welt blickt auf den US-Dollar, dessen Wechselkurs die globale Wirtschaft beeinflusst. Sollte sich die US-Währung in den kommenden Monaten wie erwartet weiter

Grafik 1: Europäische Schwellenländer ohne IT, dafür mit mehr Finanzdienstleistern als die globalen Schwellenländer
Vergleich Sektoranteile MSCI Global Emerging Markets und MSCI Eastern Europe (Oktober 2025)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, LSEG Datastream

abschwächen, würden die Schwellenmärkte davon stärker profitieren als die Industriestaaten. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sie ihre Aussenhandelsgeschäfte zum grossen Teil in US-Dollar abwickeln und Waren somit günstiger importieren können. Darüber freuen sich die Konsumentinnen und Konsumenten vor Ort, doch auch anderen spielt die Entwicklung in die Hand – den Zentralbanken der Schwellenländer, denn mit den günstigeren Importgütern sinkt auch die Inflation. Dies verschafft ihnen beim relativ hohen Zinsniveau Spielraum für Zinssenkungen, was insgesamt das Wirtschaftswachstum ankurbelt. Eine gegenüber dem US-Dollar stabile oder sogar aufwertende Währung kann daher als Vertrauensbeweis gewertet werden, der sich bei den Schwellenländern in einem grösseren Wachstumsvorsprung gegenüber den Industriestaaten widerspiegeln dürfte.

Osteuropa auch ohne Informationstechnologie stark

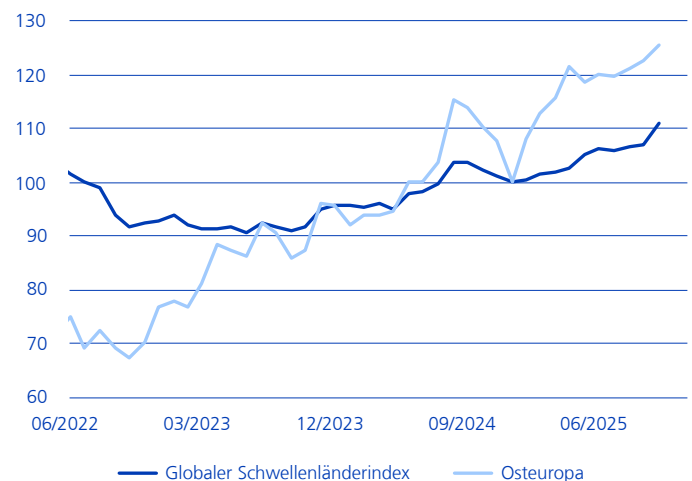
Eine Region mit besonders interessanten Perspektiven ist Osteuropa. Die Sektorstruktur dieser Region unterscheidet sich deutlich von jener der globalen Schwellenländer. Die grösste Abweichung liegt bei den Finanzdienstleistern, deren Gewichtung in Osteuropa mit über 50% mehr als doppelt so hoch ist. Dagegen fehlt hier mit der Informationstechnologie (IT) der im Schwellenländerindex grösste Sektor komplett (*Grafik 1*).

Auf den ersten Blick scheint darin eine doppelte Herausforderung zu liegen: das Verpassen der KI-Rally und ein Klumpenrisiko bei Finanzdienstleistern. Tatsächlich stehen die osteuropäischen Aktienmärkte beim Thema KI an der Seitenlinie. Allerdings waren ihre Kurszuwächse 2025 auch ohne KI sogar höher als die des globalen Schwellenländerindex, was auf ihre starke binnenwirtschaftliche Entwicklung zurückzuführen ist. Ein Blick auf die hohe Gewichtung der Finanzdienstleister als zweite Herausforderung stellt gleichzeitig eine Chance dar, bei der das Risiko bewusst eingegangen wird. Denn die Geschäftstätigkeit der Finanzdienstleister erstreckt sich über alle Bereiche und ist vor allem in aufstrebenden Volkswirtschaften eng mit der binnenwirtschaftlichen Entwicklung verknüpft. Und die sieht in den osteuropäischen Ländern aktuell gut aus. Erstens verzeichnen sie ein relativ hohes Wirtschaftswach-

tum und profitieren von der Erholung Europas. Als Mitgliedstaaten der Europäischen Union erhalten sie zudem Zuschüsse aus dem Wiederaufbaufonds, die zusätzliche Wachstumsimpulse liefern. Zweitens treiben osteuropäische Länder weniger Handel mit den USA, wodurch sie auch weniger vom Zollstreit betroffen sind. Und drittens haben sie ihre Inflation im Griff, was den Zentralbanken Spielraum für Zinssenkungen gibt.

Die soliden Fundamentaldaten in osteuropäischen Ländern spiegeln sich in stabilen oder steigenden Wechselkursen gegenüber dem Euro und dem US-Dollar wider. Noch wichtiger für Aktionäre ist allerdings die überdurchschnittlich hohe Dynamik der Unternehmensgewinne (*Grafik 2*). Trotz des höheren Gewinnwachstums sind die Bewertungen der europäischen Schwellenländer weiterhin deutlich niedriger als die des gesamten Schwellenländerindex. Dies gilt insbesondere für Polen, das mit einer Gewichtung von rund 70 % dominiert. Damit sind sie weniger anfällig für Korrekturen und bieten auch in den kommenden Monaten attraktive Chancen für Aktienanlagen.

Grafik 2: Unternehmensgewinne in Osteuropa steigen stärker als bei Schwellenländern insgesamt
Verlauf der Konsensus-Schätzungen (indexiert: 31.12.2024 = 100)



Wertentwicklungen und Renditen der Vergangenheit sowie Schätzungen bezüglich zukünftiger Wertentwicklungen, Renditen und Risiken sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Quellen: Zürcher Kantonalbank, LSEG Datastream



Nicht alles auf eine Karte setzen: Diversifikation

Aktien bieten langfristig attraktive Renditechancen, weisen jedoch höhere Kursschwankungen auf als Obligationen. Durch eine breite Streuung über verschiedene Anlageklassen und Währungen hinweg lassen sich Renditechancen gegenüber den Risiken optimieren. Globale Unternehmensanleihen und Gold eignen sich dabei als ideale Beimischung im Portfolio.

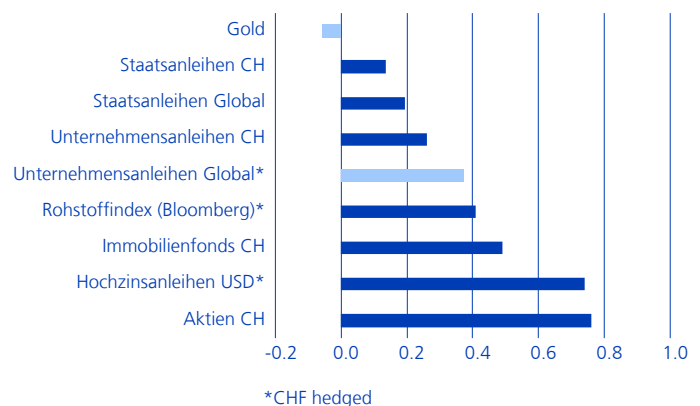
In den letzten 25 Jahren hat sich eine Investition in den globalen Aktienmarktindex (in US-Dollar) um mehr als das 5.5-Fache vermehrt, während eine Investition in den globalen Obligationenindex auf etwa das 2.5-Fache gewachsen ist. Sollte man also alles auf eine Karte setzen? Natürlich nicht, denn Anlegerinnen und Anleger haben ganz unterschiedliche Ziele und Bedürfnisse, was Risiko und Rendite betrifft. Diese beiden Faktoren können mit dem richtigen Mix aus verschiedenen Anlageklassen gezielt gesteuert werden. Ein diversifiziertes Portfolio verhindert dabei, dass ein einziges Ereignis das gesamte Anlagevermögen stark reduziert.

Mehr Glanz bei globalen Unternehmensanleihen

Anleihen gelten traditionell als bevorzugtes Instrument, um Stabilität und Sicherheit in ein Portfolio zu bringen. Dank regelmässiger Couponzahlungen tragen sie zu einem verlässlichen Einkommen bei und stabilisieren die Gesamtrendite. Erstklassige globale Unternehmensanleihen mit geringen Kreditausfallrisiken bieten sowohl attraktive Erträge als auch Diversifikationsvorteile (*Grafik 1*). Globale Unternehmensanleihen, die zum Grossteil in US-Dollar gehandelt werden, rentierten 2025 durchschnittlich mit 4% bis 5%. Im Vergleich zu Staatsanleihen weisen sie kürzere Laufzeiten auf, weshalb ihre Preise, beispielsweise bei Zinsänderungen, weniger schwanken.

«Chancen auf Kursgewinne bei Unternehmensanleihen könnten sich mit dem Fortsetzen der US-Zinssenkungen in den nächsten Monaten ergeben.»

Grafik 1: Obligationen bieten wertvolle Diversifikationsbeiträge
Korrelation unterschiedlicher Anlageklassen mit dem Aktienindex Global (MSCI World) während der letzten 10 Jahre



Je kleiner der Korrelationskoeffizient, desto grösser der Diversifikationsbeitrag – negative Werte bieten die besten Diversifikationsvorteile.

Quellen: Zürcher Kantonalbank, LSEG Datastream

Die Bilanzen der Unternehmen bleiben unserer Ansicht nach robust, und zusammen mit der für das Jahr 2026 erwarteten stabilen Konjunkturlage rechnen wir weiterhin mit einer soliden Kreditqualität. Dies trägt dazu bei, dass die Risikoprämien relativ zu Staatsanleihen eng bleiben. Chancen auf Kursgewinne bei Unternehmensanleihen könnten sich mit dem Fortsetzen der US-Zinssenkungen in den nächsten Monaten ergeben. Zinssenkungen verbessern die Refinanzierungsbedingungen und führen in der Regel zu Zuflüssen in Unternehmensanleihen. Die damit einhergehenden rückläufigen Verfallsrenditen im USD-Währungsraum könnten Kursgewinne bei Unternehmensanleihen ermöglichen. Aus Sicht von Investorinnen und Investoren mit Referenzwährung Schweizer Franken ist die Währungs-





entwicklung von besonderer Bedeutung. Währungsge-sicherte Investitionen in globale Anleihen bieten Chancen, die Portfoliorisiken zu reduzieren. Trotz der Kosten für die Währungsabsicherung, die im nächsten Jahr weiter sin-ken dürften, bieten globale Unternehmensanleihen bei den aktuellen Verfallsrenditen attraktive Ertragsaussichten.

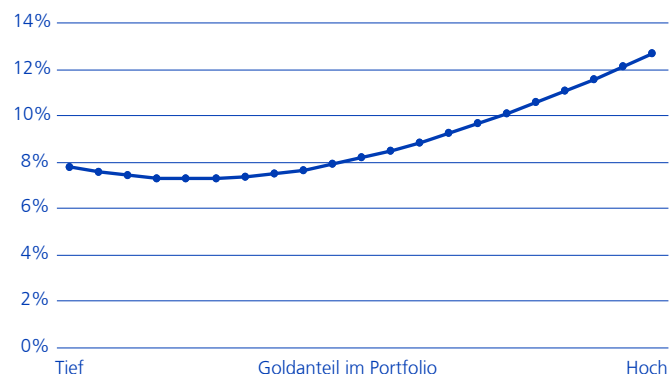
Gold ist mehr als eine Krisenwährung

Das gelbe Edelmetall gilt besonders in unsicheren Zeiten als sicherer Hafen, da sein Preis wenig mit anderen Anlage-klassen korreliert ist und die Risiken im Gesamtportfolio reduziert (Grafik 1). Der Preis kann zwar stark schwanken oder fallen, nur eben nicht im Gleichschritt mit Aktien, Anleihen oder den meisten anderen Rohstoffen. Gold hat sich in letzter Zeit etwas von seinem Status als reine Krisenwährung gelöst und sich in verschiedenen Marktpha-sen bewährt. Während sich das konjunkturelle Umfeld und die Aktienmärkte 2025 positiv entwickelten, hat Gold regelrechte Höhenflüge hingelegt. In vielen Portfolios – wie beispielsweise den amerikanischen und Schweizer Vor-sorgegeldern – weist Gold im Vergleich zu den traditionel-len Anlageklassen noch einen geringen Anteil auf. Es dürfte deshalb auch im nächsten Jahr mehr Aufmerksamkeit erhalten. Dies nicht zuletzt, um als Diversifikation für US-Staatsanleihen zu dienen. Mit einer zunehmenden Staats-verschuldung sind die Investorinnen und Investoren auf der Suche nach einer harten Währung, deren Angebot sich nicht beliebig erweitern lässt.

«Neben Zentralbanken zählen auch private und institutionelle Investoren weiterhin zu den Goldkäufern.»

Das Interesse von Zentralbanken und Investorinnen und Investoren am knappen Goldangebot dürfte auch 2026 für weiteres Aufwärtspotenzial beim Goldpreis sorgen. Insbesondere die Käufe der Notenbanken in den Schwellen-ländern verleihen dem Edelmetall entsprechenden Rücken-wind. Gemäss einer Umfrage des World Gold Council (WGC) wird Gold als strategischer Vermögenswert von den Zen-tralbanken vor allem aus drei Gründen geschätzt: wegen seiner Performance in Krisenzeiten, seiner Fähigkeit als Wertspeicher und seiner Eigenschaft als wirksames Diversi-fikationsinstrument (Grafik 2).

Grafik 2: Gold kann Portfolioschwankungen glätten
Portfoliovolatilität mit Beimischung von Gold in einem 50/50-Obligationen-Aktienportfolio



Die Portfolioschwankung (vertikale Achse) sinkt mit der Beimischung von Gold (horizontale Achse) zunächst, bis sie ab einem Punkt wieder steigt.

Quellen: Zürcher Kantonalbank, LSEG Datastream

Neben Zentralbanken zählen auch private und institutio-nelle Investoren weiterhin zu den Goldkäufern. Allerdings sind die Goldfonds von ihren Höchstbeständen nach Ausbruch der Coronapandemie noch 400 Tonnen entfernt. Mit dem Zinssenkungszyklus der US-Notenbank (Fed) und der erratischen Handelspolitik unter Präsident Donald Trump rechnen wir mit einem weiteren Investitionsan-stieg in Richtung der bisherigen Höchststände.

Silber befindet sich als industrielles Edelmetall im Hoch

Rohstoffe haben sich insbesondere in Zeiten hoher Inflation als wertvolle Ergänzung im Portfolio erwiesen und zur Diversifikation beigetragen. Im aktuell mehrheitlich mode-raten Inflationsumfeld weisen Energierohstoffe und Industriemetalle in ihrer Preisentwicklung häufig eine enge Kopplung an den Aktienmarkt auf. Ihre Nachfrage hängt von der konjunkturellen Entwicklung, sprich von der Indus-trie ab. Silber ist ein Beispiel für ein Edelmetall mit der-zeit hoher Industrienachfrage. Angesichts der zunehmenden Verwendung dieses Edelmetalls in wachstumsstarken, nicht zyklischen Sektoren wie 5G-Technologie, Photovoltaik, Batterien, Elektrofahrzeugen und Halbleitern für künst-liche Intelligenz dürfte der Industriebedarf in Zukunft sta-biler ausfallen, was dem Diversifikationseffekt dient. Unterstützung erhält der Silberpreis durch das strukturelle Angebotsdefizit. Vor dem Hintergrund eines anhalten-den Nachfragewachstums wird das Angebot von Silber unseres Erachtens kaum Schritt halten können.

Wirtschaftsprognosen im Überblick

Reales BIP-Wachstum in Prozent

	2025	2026	2027
Schweiz	1.2	1.3	1.5
Eurozone	1.3	1.1	1.4
UK	1.4	1.1	1.5
USA	1.9	2.2	2.0
Kanada	1.2	1.0	1.7
Japan	1.4	0.8	0.8
Australien	1.8	2.4	2.2
China	5.0	4.3	4.1
Schwellenländer	4.1	3.8	3.7

Inflation in Prozent

	2025	2026	2027
Schweiz	0.2	0.5	0.7
Eurozone	2.1	1.8	1.8
UK	3.5	2.5	2.1
USA	2.8	2.8	2.4
Kanada	2.0	2.0	2.1
Japan	3.1	1.8	1.8
Australien	2.8	3.0	2.7
China	0.1	1.0	1.1
Schwellenländer	3.1	2.9	2.7

Geldpolitische Leitzinsen in Prozent

	Aktuell	in 3 Monaten	in 12 Monaten
Schweiz	0.00	0.00	0.00
Eurozone	2.00	2.00	2.00
UK	4.00	3.50	3.50
USA	4.00	3.75	3.25
Kanada	2.25	2.25	2.00
Japan	0.50	0.75	1.00
Australien	3.60	3.60	3.35

Finanzmarktprognosen im Überblick

Rendite Staatsanleihen 10 Jahre

	Aktuell	in 3 Monaten	in 12 Monaten
Schweiz	0.2	0.2	0.4
Eurozone	3.0	3.0	3.0
UK	4.5	4.3	4.0
USA	4.0	3.9	3.8
Kanada	3.1	3.0	2.8
Japan	1.8	1.9	1.9
Australien	4.5	4.4	4.2
China	1.8	1.8	1.8

Wechselkurse zu CHF

	Aktuell	in 3 Monaten	in 12 Monaten
EUR	0.93	0.93	0.93
GBP	1.07	1.04	1.05
USD	0.81	0.79	0.78
CAD	0.57	0.57	0.57
JPY	0.52	0.52	0.53
AUD	0.53	0.54	0.54
CNY	0.11	0.11	0.11

Alternative Anlagen

	Aktuell	in 3 Monaten	in 12 Monaten
Kupfer	10 956	11 200	11 500
Silber	53.5	54.0	56.0
Gold	4 155	4 200	4 400
Immobilien Schweiz	594	600	610
Rohöl	63	65	60

¹ USD pro metrische Tonne

² USD pro Unze

³ USD pro Unze

⁴ S&P 500 Real Estate Funds Broad Total Return Index in CHF

⁵ Sorte Brent, USD pro Fass



Rechtliche Hinweise:

Marketinginformation - Dieses Dokument dient Informations- und Werbezwecken. Es stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Dienstleistungen dar, noch bildet es Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Aufgrund rechtlicher, regulatorischer oder steuerlicher Bestimmungen kann die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen für bestimmte Personen Einschränkungen unterliegen, die sich namentlich aufgrund des Wohnsitzes bzw. Sitzes, der Nationalität oder der Kundensegmentierung ergeben können. Einschränkungen bestehen insbesondere für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen. Dieses Dokument enthält allgemeine Informationen und berücksichtigt weder persönliche Anlageziele noch die finanzielle Situation oder besonderen Bedürfnisse einer spezifischen Person. Die Informationen sind vor einer Anlageentscheid sorgfältig auf die Vereinbarkeit mit den persönlichen Verhältnissen zu überprüfen. Für die Einschätzung rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher und anderer Auswirkungen wird empfohlen, sich von Fachpersonen beraten zu lassen. Das Dokument wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsüblicher Sorgfalt erstellt und kann Informationen aus sorgfältig ausgewählten Drittquellen enthalten. Die Zürcher Kantonalbank bietet keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der darin enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung des Dokuments oder Informationen daraus ergeben. Jede Investition ist mit Risiken, insbesondere in Bezug auf Wert-, Ertrags- und allenfalls Währungsschwankungen, verbunden. Wertentwicklungen und Renditen der Vergangenheit sowie Schätzungen bezüglich zukünftiger Wertentwicklungen, Renditen und Risiken sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Die Zürcher Kantonalbank behält sich vor, Dienstleistungen, Produkte und Preise jederzeit ohne vorgängige Ankündigung zu ändern. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht im Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegen auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Ohne schriftliche Genehmigung der Zürcher Kantonalbank dürfen dieses Dokument oder Informationen daraus nicht vervielfältigt oder weitergegeben werden. ESG-Informationen 2025 MSCI ESG Research LLC. Reproduziert mit Genehmigung. Weitere rechtliche Informationen zu MSCI ESG Rating sehen Sie in den Anlageinformationen unter zkb.ch/handel.

