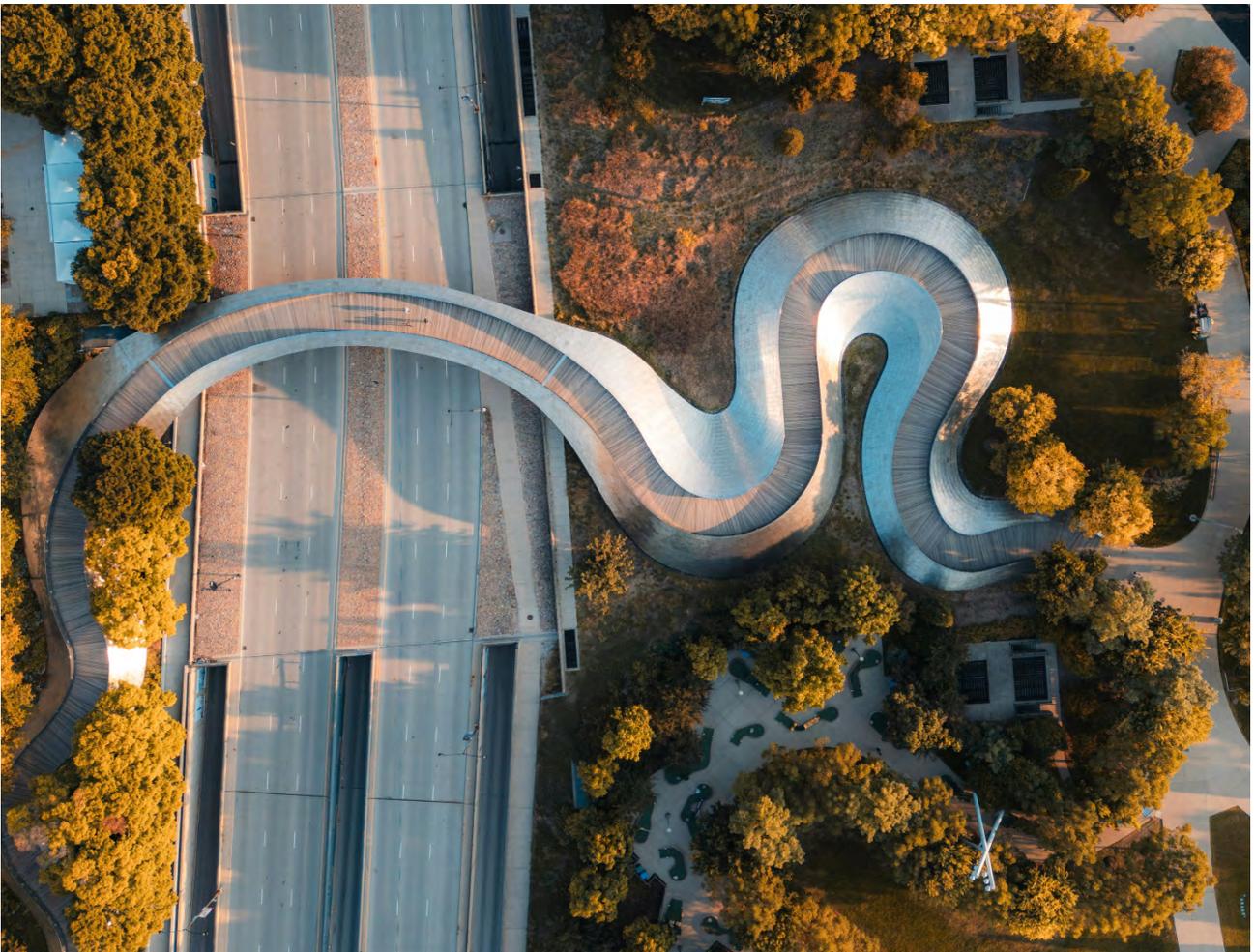


# Horizonte

2025

Nach innen gekehrt



Nur als Gesprächsgrundlage und zu Marketingzwecken.

#### AUTORINNEN UND AUTOREN

**Pictet Wealth Management,  
CIO Office and Macro Research**  
César Pérez Ruiz, Alexandre Tavazzi

Djâafar Aballeche, Dong Chen,  
Xiao Cui, Frederik Ducrozet,  
Milène Dumont, Jean-Pierre Durante,  
Nadia Gharbi, Sebastien Gorgoni,  
Michael Hart, Zhennan Li, Andrew  
Macpherson, Alessandro Nilo,  
Lauréline Renaud-Chatelain,  
Graham Secker und Carlos Ungil

#### REDAKTION

**PWM Investment Marketing  
& Communication**  
Paul Carrel und Laura Kolly

#### DESIGN

Forth Studio

#### BILDNACHWEIS

Unsplash/Willian Justen de Vasconcellos,  
Brendan Beale, Janke Laskowski,  
Job Savelsberg, Adrien Dascal und  
Ankhurr Chawaak

#### Foto Cover-Innenseite

Die von Frank Gehry entworfene Fussgängerbrücke schlängelt sich elegant über den Columbus Drive und verbindet den Millennium Park mit dem Maggie Daley Park in Chicago. Die 2004 fertiggestellte Edelstahlkonstruktion dient nicht nur als Fussgängerübergang, sondern auch als Lärmschutz gegen den Verkehrslärm der Schnellstrasse. Die organische Form des Bauwerks ist typisch für den skulpturalen Baustil des Architekten Frank Gehry.

# Inhalt

|   |    |
|---|----|
| Renditeerwartungen für die nächsten 10 Jahre                | 4  |
| Editorial: Nach innen gekehrt                               | 8  |
| Langfristiger Makroausblick                                 | 13 |
| Themen im Fokus   | 35 |
| Wichtige Marktthemen und Analyse<br>der erwarteten Renditen | 47 |

## Renditeerwartungen für die nächsten 10 Jahre

Annualisierte nominale Renditen über 10 Jahre  
Erwartete Rendite nach Währung (unter Berücksichtigung der Kaufkraftparität, in %)

|   | Lokal CHF  | CHF<br>ABGESICHERT | EUR<br>ABGESICHERT | USD<br>ABGESICHERT | GBP<br>ABGESICHERT | CNY<br>ABGESICHERT |            |            |            |            |            |
|---|------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>CASH</b>                               |            |                    |                    |                    |                    |                    |            |            |            |            |            |
| Cash USD                                  | 3,2        | 1,7                | 1,5                | 3,2                | 2,8                | 3,2                |            |            |            |            |            |
| Cash EUR                                  | 1,9        | 2,1                | 1,9                | 3,6                | 3,2                | 3,6                |            |            |            |            |            |
| Cash CHF                                  | 0,4        | 0,4                | 0,2                | 1,9                | 1,5                | 1,9                |            |            |            |            |            |
| Cash GBP                                  | 3,3        | 2,1                | 2,0                | 3,7                | 3,3                | 3,7                |            |            |            |            |            |
| Cash JPY                                  | 1,0        | 1,6                | 1,4                | 3,1                | 2,7                | 3,1                |            |            |            |            |            |
| Cash CNY                                  | 1,7        | 0,2                | 0,0                | 1,7                | 1,3                | 1,7                |            |            |            |            |            |
| <b>STAATSANLEIHEN</b>                     |            |                    |                    |                    |                    |                    |            |            |            |            |            |
| 1- bis 10-jährige Staatsanleihen Welt     | 3,3        | 2,5                | 1,3                | 2,3                | 2,8                | 4,0                | 4,1        | 3,6        | 4,2        | 4,0        | 2,6        |
| 1- bis 10-jährige Staatsanleihen USA      | 4,4        | 2,9                | 1,6                | 2,7                | 3,1                | 4,4                | 4,0        | 4,5        | 4,4        | 2,9        |            |
| 1- bis 10-jährige Staatsanleihen Euroraum | 3,1        | 3,2                | 1,5                | 3,1                | 4,8                | 4,4                | 4,4        | 4,4        | 4,7        | 2,8        |            |
| 1- bis 10-jährige Staatsanleihen UK       | 4,4        | 3,2                | 1,4                | 3,1                | 3,0                | 4,8                | 4,3        | 4,4        | 4,8        | 2,8        |            |
| <b>10-jährige Staatsanleihen Welt</b>     | <b>3,7</b> | <b>2,9</b>         | <b>1,8</b>         | <b>2,8</b>         | <b>3,3</b>         | <b>4,5</b>         | <b>4,6</b> | <b>4,1</b> | <b>4,7</b> | <b>4,5</b> | <b>3,1</b> |
| 10-jährige US-Treasuries                  | 4,8        | 3,2                | 1,9                | 3,1                | 3,5                | 4,8                | 4,4        | 4,9        | 4,8        | 3,3        |            |
| 10-jährige Staatsanleihen Euroraum        | 3,7        | 3,9                | 2,2                | 3,7                | 5,5                | 5,1                | 5,1        | 5,1        | 5,4        | 3,5        |            |
| 10-jährige Bundesanleihen                 | 3,4        | 3,5                | 1,8                | 3,4                | 5,1                | 4,7                | 4,7        | 5,1        | 3,1        |            |            |
| 10-jährige Staatsanleihen Schweiz         | 0,9        | 0,9                | 0,7                | 2,4                | 2,4                | 3,7                | 2,0        | 3,8        | 2,4        | 2,2        |            |
| 10-jährige Staatsanleihen UK              | 5,2        | 4,0                | 2,2                | 3,8                | 3,8                | 5,6                | 5,1        | 5,2        | 5,6        | 3,5        |            |
| 10-jährige Staatsanleihen Japan           | 1,9        | 2,5                | 1,3                | 2,4                | 2,9                | 4,1                | 4,2        | 3,7        | 4,2        | 2,6        |            |
| 10-jährige Staatsanleihen China           | 2,2        | 0,6                | 0,8                | 0,5                | 2,4                | 2,2                | 3,7        | 1,8        | 3,7        | 2,2        |            |
| Schwellenländeranleihen (Hartwährung)     | 6,6        | 5,0                | 3,7                | 4,9                | 5,3                | 6,6                | 6,2        | 6,7        | 6,6        | 5,1        |            |
| Schwellenländeranleihen (Lokalwährung)    | 6,4        | 5,8                | 5,6                | 7,4                | 7,4                | 7,0                | 7,4        | 7,4        | 7,4        | 7,4        |            |
| <b>GESAMT ANLEIHEN</b>                    |            |                    |                    |                    |                    |                    |            |            |            |            |            |
| Gesamt Welt                               | 4,2        | 3,3                | 2,0                | 3,2                | 3,6                | 4,9                | 4,9        | 4,5        | 5,0        | 4,8        | 3,4        |
| Gesamt USA                                | 5,3        | 3,7                | 2,4                | 3,6                | 4,0                | 5,3                | 4,9        | 5,4        | 5,3        | 3,7        |            |
| Gesamt Euroraum                           | 3,7        | 3,9                | 2,2                | 3,7                | 5,5                | 5,1                | 5,1        | 5,1        | 5,5        | 3,5        |            |
| Obligationen Schweiz                      | 1,2        | 1,2                | 1,1                | 2,8                | 2,8                | 4,1                | 2,4        | 4,2        | 2,7        | 2,6        |            |
| <b>UNTERNEHMENSANLEIHEN</b>               |            |                    |                    |                    |                    |                    |            |            |            |            |            |
| Investment Grade Welt                     | 5,3        | 4,1                | 2,7                | 4,0                | 4,3                | 5,7                | 5,6        | 5,3        | 5,7        | 5,7        | 4,1        |
| Investment Grade USA                      | 5,8        | 4,2                | 2,9                | 4,0                | 4,4                | 5,8                | 5,4        | 5,9        | 5,8        | 4,2        |            |
| Investment Grade Euroraum                 | 3,8        | 3,9                | 2,2                | 3,8                | 5,5                | 5,1                | 5,1        | 5,2        | 5,5        | 3,6        |            |
| Investment Grade Asien                    | 5,6        | 4,1                | 2,7                | 3,9                | 4,3                | 5,6                | 5,2        | 5,7        | 5,6        | 4,1        |            |
| Unternehmensanleihen Schwellenländer      | 6,5        | 5,0                | 3,6                | 4,8                | 5,2                | 6,5                | 6,1        | 6,6        | 6,5        | 5,0        |            |
| <b>Hochzinsanleihen Welt</b>              | <b>6,1</b> | <b>4,9</b>         | <b>3,5</b>         | <b>4,7</b>         | <b>5,0</b>         | <b>6,4</b>         | <b>6,4</b> | <b>6,0</b> | <b>6,4</b> | <b>6,4</b> | <b>4,8</b> |
| Hochzinsanleihen USA                      | 6,5        | 4,9                | 3,5                | 4,7                | 5,1                | 6,5                | 6,0        | 6,5        | 6,4        | 4,9        |            |
| Hochzinsanleihen Euroraum                 | 4,7        | 4,8                | 3,1                | 4,7                | 6,4                | 6,0                | 6,0        | 6,1        | 6,4        | 4,5        |            |
| Hochzinsanleihen Asien                    | 7,6        | 6,0                | 4,6                | 5,8                | 6,2                | 7,6                | 7,2        | 7,6        | 7,5        | 6,0        |            |
| <b>AKTIEN</b>                             |            |                    |                    |                    |                    |                    |            |            |            |            |            |
| Aktien alle Länder                        | 7,2        | 5,9                | 5,8                | 7,5                | 7,1                | 7,5                | 7,1        | 7,5        | 7,5        | 7,5        |            |
| Aktien Welt                               | 7,1        | 5,9                | 5,8                | 7,5                | 7,1                | 7,5                | 7,1        | 7,5        | 7,5        | 7,5        |            |
| Aktien Welt ohne USA                      | 7,0        | 7,0                | 6,8                | 8,6                | 8,2                | 8,6                | 8,2        | 8,6        | 8,6        | 8,6        |            |
| Aktien USA                                | 7,1        | 5,5                | 5,4                | 7,1                | 6,7                | 7,1                | 6,7        | 7,1        | 7,1        | 7,1        |            |
| Nasdaq                                    | 9,3        | 7,7                | 7,5                | 9,3                | 8,9                | 9,3                | 8,9        | 9,3        | 9,3        | 9,3        |            |
| Aktien Europa                             | 7,2        | 7,0                | 6,8                | 8,6                | 8,2                | 8,6                | 8,2        | 8,6        | 8,6        | 8,6        |            |
| Aktien Euroraum                           | 7,5        | 7,7                | 7,5                | 9,3                | 8,9                | 9,3                | 8,9        | 9,3        | 9,3        | 9,3        |            |
| Aktien Schweiz                            | 6,8        | 6,8                | 6,6                | 8,4                | 8,0                | 8,4                | 8,0        | 8,4        | 8,4        | 8,4        |            |
| Aktien UK                                 | 6,4        | 5,2                | 5,1                | 6,8                | 6,4                | 6,8                | 6,4        | 6,8        | 6,8        | 6,8        |            |
| Aktien Japan                              | 6,1        | 6,7                | 6,6                | 8,3                | 7,9                | 8,3                | 7,9        | 8,3        | 8,3        | 8,3        |            |
| Aktien Asien ohne Japan                   | 7,2        | 5,6                | 5,5                | 7,2                | 6,8                | 7,2                | 6,8        | 7,2        | 7,2        | 7,2        |            |
| Aktien China                              | 7,1        | 5,5                | 5,4                | 7,1                | 6,7                | 7,1                | 6,7        | 7,1        | 7,1        | 7,1        |            |
| Aktien Schwellenländer                    | 7,0        | 5,4                | 5,3                | 7,0                | 6,6                | 7,0                | 6,6        | 7,0        | 7,0        | 7,0        |            |
| <b>Small-Cap-Aktien Welt</b>              | <b>7,4</b> | <b>6,2</b>         | <b>6,0</b>         | <b>7,8</b>         | <b>7,4</b>         | <b>7,8</b>         | <b>7,4</b> | <b>7,8</b> | <b>7,8</b> | <b>7,8</b> |            |
| Small-Cap-Aktien USA                      | 7,3        | 5,7                | 5,6                | 7,3                | 6,9                | 7,3                | 6,9        | 7,3        | 7,3        | 7,3        |            |
| Small-Cap-Aktien Europa                   | 7,5        | 7,7                | 7,5                | 9,3                | 8,9                | 9,3                | 8,9        | 9,3        | 9,3        | 9,3        |            |
| <b>GOLD UND ALTERNATIVE ANLAGEN</b>       |            |                    |                    |                    |                    |                    |            |            |            |            |            |
| Gold                                      | 3,8        | 2,3                | 2,1                | 3,8                | 3,4                | 3,8                | 3,4        | 3,8        | 3,8        | 3,8        |            |
| Hedgefonds                                | 5,5        | 3,9                | 2,6                | 3,8                | 4,2                | 5,5                | 5,1        | 5,6        | 5,5        | 4,0        |            |
| Hedgefonds konservativ                    | 5,2        | 3,6                | 2,3                | 3,5                | 3,9                | 5,2                | 4,8        | 5,3        | 5,2        | 3,7        |            |
| Private Debt                              | 7,8        | 6,6                | 5,1                | 6,4                | 6,7                | 8,2                | 8,1        | 7,8        | 8,2        | 6,5        |            |
| Private Debt USA                          | 8,1        | 6,5                | 5,1                | 6,3                | 6,7                | 8,1                | 7,7        | 8,2        | 8,1        | 6,5        |            |
| Private Debt Euroraum                     | 6,8        | 6,9                | 5,2                | 6,8                | 8,6                | 8,2                | 8,1        | 8,2        | 8,5        | 6,6        |            |
| Private Equity Real Estate                | 6,8        | 5,2                | 5,1                | 6,8                | 6,4                | 6,8                | 6,4        | 6,8        | 6,8        | 6,8        |            |
| Immobilien                                | 6,6        | 5,0                | 4,9                | 6,6                | 6,2                | 6,6                | 6,2        | 6,6        | 6,6        | 6,6        |            |
| Immobilien Schweiz                        | 4,8        | 4,8                | 4,6                | 6,4                | 6,0                | 6,4                | 6,0        | 6,4        | 6,4        | 6,4        |            |
| „Value-add“-Immobilien Europa             | 7,8        | 8,0                | 7,8                | 9,6                | 9,2                | 9,6                | 9,2        | 9,6        | 9,6        | 9,6        |            |
| Infrastruktur                             | 6,9        | 5,3                | 5,2                | 6,9                | 6,5                | 6,9                | 6,5        | 6,9        | 6,9        | 6,9        |            |
| Private Equity                            | 9,8        | 8,6                | 8,5                | 10,2               | 9,8                | 10,2               | 9,8        | 10,2       | 10,2       | 10,2       |            |
| Venture Capital                           | 8,8        | 7,2                | 7,0                | 8,8                | 8,4                | 8,8                | 8,4        | 8,8        | 8,8        | 8,8        |            |

Hinweis: Inflation: 1,04% für CHF, 2,04% für EUR, 2,54% für USD, 2,69% für GBP.  
Quelle: Pictet Wealth Management. Hinweis: Nur zu Illustrationszwecken. Die Erwartungen entsprechen dem Stand vom 15.08.2025 und können sich je nach Marktbedingungen ändern. Die erwarteten Renditen sind eine Schätzung der künftigen Wertentwicklung auf der Grundlage von Daten der Vergangenheit darüber, wie der Wert dieser Anlageklassen schwankt, und/oder der jeweils aktuellen Marktbedingungen und sind kein exakter Indikator. Sie stellen keinesfalls ein Versprechen für zukünftige Renditen dar, und es gibt keine Gewähr, dass diese Ziele erreicht werden. Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Private Assets sind nur für grosse oder professionelle Anleger geeignet, die: (i) einen langfristigen Anlagehorizont (>10 Jahre) aufweisen, (ii) keinen Liquiditätsbedarf haben und (iii) die mit dieser Anlageklasse verbundenen Risiken kennen und verstehen.

Annualisierte reale Renditen über 10 Jahre  
Erwartete Rendite nach Währung (unter Berücksichtigung der Kaufkraftparität, in %)

|   | Lokal CHF  | CHF<br>ABGESICHERT | EUR<br>ABGESICHERT | USD<br>ABGESICHERT | GBP<br>ABGESICHERT | CNY<br>ABGESICHERT |            |            |            |            |            |
|---|------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>CASH</b>                               |            |                    |                    |                    |                    |                    |            |            |            |            |            |
| Cash USD                                  | 0,6        | 0,6                | -0,5               | 0,6                | 0,0                | 1,5                |            |            |            |            |            |
| Cash EUR                                  | -0,1       | 1,0                | -0,1               | 1,0                | 0,4                | 1,9                |            |            |            |            |            |
| Cash CHF                                  | -0,7       | -0,7               | -1,8               | -0,7               | -1,2               | 0,3                |            |            |            |            |            |
| Cash GBP                                  | 0,5        | 1,1                | -0,1               | 1,1                | 0,5                | 2,0                |            |            |            |            |            |
| Cash JPY                                  | -0,8       | 0,5                | -0,6               | 0,5                | 0,0                | 1,5                |            |            |            |            |            |
| Cash CNY                                  | 0,1        | -0,9               | -2,0               | -0,8               | -1,4               | 0,1                |            |            |            |            |            |
| <b>STAATSANLEIHEN</b>                     |            |                    |                    |                    |                    |                    |            |            |            |            |            |
| 1- bis 10-jährige Staatsanleihen Welt     | 1,1        | 1,4                | 0,2                | 0,3                | 0,8                | 1,4                | 1,5        | 0,8        | 1,4        | 2,4        | 1,0        |
| 1- bis 10-jährige Staatsanleihen USA      | 1,8        | 1,8                | 0,5                | 0,7                | 1,1                | 1,8                | 1,2        | 1,7        | 2,8        | 1,3        |            |
| 1- bis 10-jährige Staatsanleihen Euroraum | 1,0        | 2,1                | 0,4                | 1,0                | 2,1                | 1,8                | 1,6        | 1,6        | 3,1        | 1,2        |            |
| 1- bis 10-jährige Staatsanleihen UK       | 1,6        | 2,1                | 0,4                | 1,0                | 0,9                | 2,2                | 1,7        | 1,6        | 3,1        | 1,1        |            |
| <b>10-jährige Staatsanleihen Welt</b>     | <b>1,5</b> | <b>1,9</b>         | <b>0,7</b>         | <b>0,7</b>         | <b>1,2</b>         | <b>1,9</b>         | <b>2,0</b> | <b>1,3</b> | <b>1,9</b> | <b>2,8</b> | <b>1,4</b> |
| 10-jährige US-Treasuries                  | 2,2        | 2,2                | 0,9                | 1,0                | 1,4                | 2,2                | 1,6        | 2,0        | 3,1        | 1,6        |            |
| 10-jährige Staatsanleihen Euroraum        | 1,7        | 2,8                | 1,1                | 1,7                | 2,8                | 2,4                | 2,2        | 2,3        | 3,8        | 1,9        |            |
| 10-jährige Bundesanleihen                 | 1,3        | 2,4                | 0,7                | 1,3                | 2,4                | 2,1                | 1,8        | 1,9        | 3,4        | 1,5        |            |
| 10-jährige Staatsanleihen Schweiz         | -0,2       | -0,2               | -1,3               | 0,3                | -0,2               | 1,1                | -0,8       | 1,0        | 0,7        | 0,5        |            |
| 10-jährige Staatsanleihen UK              | 2,3        | 2,9                | 1,1                | 1,8                | 1,7                | 2,9                | 2,5        | 2,3        | 3,9        | 1,9        |            |
| 10-jährige Staatsanleihen Japan           | 0,1        | 1,5                | 0,3                | 0,3                | 0,8                | 1,5                | 1,6        | 0,9        | 1,4        | 2,4        | 1,0        |
| 10-jährige Staatsanleihen China           | 0,5        | -0,4               | -0,2               | -1,5               | 0,3                | -0,4               | 1,1        | -1,0       | 1,0        | 0,5        |            |
| Schwellenländeranleihen (Hartwährung)     | 4,0        | 3,9                | 2,6                | 2,8                | 3,2                | 4,0                | 3,4        | 3,8        | 4,9        | 3,4        |            |
| Schwellenländeranleihen (Lokalwährung)    | 6,4        | 4,7                | 3,5                | 4,7                | 4,1                | 5,7                | 4,1        | 5,7        | 5,7        | 5,7        |            |
| <b>GESAMT ANLEIHEN</b>                    |            |                    |                    |                    |                    |                    |            |            |            |            |            |
| Gesamt Welt                               | 4,2        | 2,2                | 1,0                | 1,1                | 1,5                | 2,2                | 2,3        | 1,6        | 2,2        | 3,2        | 1,7        |
| Gesamt USA                                | 2,7        | 2,6                | 1,3                | 1,5                | 1,9                | 2,7                | 2,1        | 2,5        | 3,6        | 2,1        |            |
| Gesamt Euroraum                           | 1,7        | 2,8                | 1,1                | 1,7                | 2,8                | 2,5                | 2,2        | 2,3        | 3,8        | 1,9        |            |
| Obligationen Schweiz                      | 0,2        | 0,2                | -0,9               | 0,7                | 0,2                | 1,5                | -0,4       | 1,3        | 1,1        | 0,9        |            |
| <b>UNTERNEHMENSANLEIHEN</b>               |            |                    |                    |                    |                    |                    |            |            |            |            |            |
| Investment Grade Welt                     | 2,8        | 3,0                | 1,6                | 1,9                | 2,2                | 3,1                | 3,0        | 2,5        | 2,8        | 4,0        | 2,4        |
| Investment Grade USA                      | 3,1        | 3,1                | 1,8                | 2,0                | 2,4                | 3,1                | 2,5        | 3,0        | 4,1        | 2,6        |            |
| Investment Grade Euroraum                 | 1,7        | 2,8                | 1,1                | 1,7                | 2,9                | 2,5                | 2,3        | 2,3        | 3,8        | 1,9        |            |
| Investment Grade Asien                    | 3,0        | 3,0                | 1,7                | 1,8                | 2,2                | 3,0                | 2,4        | 2,8        | 3,9        | 2,4        |            |
| Unternehmensanleihen Schwellenländer      | 3,9        | 3,9                | 2,5                | 2,7                | 3,1                | 3,9                | 3,3        | 3,7        | 4,8        | 3,3        |            |
| <b>Hochzinsanleihen Welt</b>              | <b>3,6</b> | <b>3,8</b>         | <b>2,4</b>         | <b>2,6</b>         | <b>2,9</b>         | <b>3,8</b>         | <b>3,7</b> | <b>3,2</b> | <b>3,6</b> | <b>4,7</b> | <b>3,1</b> |
| Hochzinsanleihen USA                      | 3,8        | 3,8                | 2,5                | 2,6                | 3,0                | 3,8                | 3,2        | 3,7        | 4,7        | 3,2        |            |
| Hochzinsanleihen Euroraum                 | 2,6        | 3,7                | 2,0                | 2,6                | 3,8                | 3,4                | 3,2        | 3,2        | 4,7        | 2,8        |            |
| Hochzinsanleihen Asien                    | 4,9        | 4,8                | 3,5                | 3,7                | 4,1                | 4,9                | 4,3        | 4,7        | 5,8        | 4,3        |            |
| <b>AKTIEN</b>                             |            |                    |                    |                    |                    |                    |            |            |            |            |            |
| Aktien alle Länder                        | 4,6        | 4,8                | 3,7                | 4,8                | 4,2                | 5,8                | 4,2        | 5,8        | 5,8        | 5,8        |            |
| Aktien Welt                               | 4,6        | 4,8                | 3,6                | 4,8                | 4,2                | 5,8                | 4,2        | 5,8        | 5,8        | 5,8        |            |
| Aktien Welt ohne USA                      | 4,9        | 5,9                | 4,7                | 5,9                | 5,3                | 6,9                | 5,3        | 6,9        | 6,9        | 6,9        |            |
| Aktien USA                                | 4,4        | 4,4                | 3,2                | 4,4                | 3,8                | 5,4                | 3,8        | 5,4        | 5,4        | 5,4        |            |
| Nasdaq                                    | 6,6        | 6,5                | 5,4                | 6,6                | 6,0                | 7,5                | 6,0        | 7,5        | 7,5        | 7,5        |            |
| Aktien Europa                             | 5,0        | 5,9                | 4,7                | 5,9                | 5,3                | 6,9                | 5,3        | 6,9        | 6,9        | 6,9        |            |
| Aktien Euroraum                           | 5,4        | 6,5                | 5,4                | 6,6                | 5,9                | 7,5                | 5,9        | 7,5        | 7,5        | 7,5        |            |
| Aktien Schweiz                            | 5,7        | 5,7                | 4,5                | 5,7                | 5,1                | 6,7                | 5,1        | 6,7        | 6,7        | 6,7        |            |
| Aktien UK                                 | 3,5        | 4,1                | 3,0                | 4,1                | 3,5                | 5,1                | 3,5        | 5,1        | 5,1        | 5,1        |            |
| Aktien Japan                              | 4,2        | 5,6                | 4,4                | 5,6                | 5,0                | 6,6                | 5,0        | 6,6        | 6,6        | 6,6        |            |
| Aktien Asien ohne Japan                   | 4,5        | 4,5                | 3,3                | 4,5                | 3,9                | 5,5                | 3,9        | 5,5        | 5,5        | 5,5        |            |
| Aktien China                              | 5,4        | 4,4                | 3,2                | 4,4                | 3,8                | 5,4                | 3,8        | 5,4        | 5,4        | 5,4        |            |
| Aktien Schwellenländer                    | 4,3        | 4,3                | 3,2                | 4,3                | 3,7                | 5,3                | 3,7        | 5,3        | 5,3        | 5,3        |            |
| <b>Small-Cap-Aktien Welt</b>              | <b>4,8</b> | <b>5,1</b>         | <b>3,9</b>         | <b>5,1</b>         | <b>4,5</b>         | <b>6,0</b>         | <b>4,5</b> | <b>6,0</b> | <b>6,0</b> | <b>6,0</b> |            |
| Small-Cap-Aktien USA                      | 4,6        | 4,6                | 3,4                | 4,6                | 4,0                | 5,6                | 4,0        | 5,6        | 5,6        | 5,6        |            |
| Small-Cap-Aktien Europa                   | 5,4        | 6,5                | 5,4                | 6,6                | 5,9                | 7,5                | 5,9        | 7,5        | 7,5        | 7,5        |            |
| <b>GOLD UND ALTERNATIVE ANLAGEN</b>       |            |                    |                    |                    |                    |                    |            |            |            |            |            |
| Gold                                      | 1,2        | 1,2                | 0,1                | 1,2                | 0,6                | 2,1                | 0,6        | 2,1        | 2,1        | 2,1        |            |
| Hedgefonds                                | 2,9        | 2,8                | 1,5                | 1,7                | 2,1                | 2,9                | 2,3        | 2,7        | 3,8        | 2,3        |            |
| Hedgefonds konservativ                    | 2,6        | 2,6                | 1,2                | 1,4                | 1,8                | 2,6                | 2,0        | 2,4        | 3,5        | 2,0        |            |
| Private Debt                              | 5,2        | 5,5                |                    |                    |                    |                    |            |            |            |            |            |



Das Autobahnkreuz I-95 / I-695 ist Teil des Baltimore Beltway, einer rund 80 Kilometer langen Umgehungsstrasse von Baltimore. Im Rahmen der 2019 abgeschlossenen Modernisierung des

Knotenpunkts wurden für einen besseren Verkehrsfluss und mehr Sicherheit die äussere Schleife erweitert und zwölf Brücken saniert.

„Die Leitplanken  
des Multilateralismus  
zerbrechen.“

# Nach innen gekehrt

Liebe Leserinnen und Leser

Die Welt, wie wir sie kannten, gibt es so nicht mehr. Bereits seit einiger Zeit war ein struktureller Wandel der globalen Ordnung zu beobachten. Dieser hat sich mit dem Regierungswechsel in den USA zu Beginn des Jahres noch beschleunigt. In den letzten 50 Jahren erfüllten die USA über weite Strecken die Rolle der Weltpolizei, der führenden Konsumnation und des Stabilitätsgaranten. Diese Ära wird als „Pax Americana“ oder „Amerikanischer Frieden“ bezeichnet. Präsident Obamas Schwenk nach Asien und der Rückzug der USA aus Afghanistan 2021 läuteten ein Ende dieser Ära ein, die jetzt endgültig vorbei ist. Abgelöst wird die Pax Americana durch ein Zeitalter, in dem sich die Länder nach innen kehren.

## ABSCHOTTUNG

Abschottung statt Zusammenarbeit prägt die neue Weltordnung. Mit dem allmählichen Niedergang des Multilateralismus sind die Länder gezwungen, ihre Fähigkeit zur Wahrung ihrer (nationalen) Interessen zu prüfen und – sofern sie Schwachstellen identifizieren – durch Allianzen, meist mit Nachbarländern, zu beheben. Dies führt zu einem strukturellen Wandel hin zu mehr Regionalisierung und weg von einer Globalisierung bei geopolitischen Allianzen und damit auch bei wirtschaftlichen Verflechtungen. Neben der Überprüfung langfristiger Prognosen für die Konjunktur und wichtige Anlageklassen widmet sich diese Ausgabe von Horizonte daher auch einigen zentralen Themen, welche die Märkte in den kommenden Jahren massgeblich beeinflussen dürften.

## „Abschottung statt Zusammenarbeit prägt die neue Weltordnung.“

Im alten Gefüge lieferten die USA wirtschaftliche Stabilität, Sicherheitsgarantien und überdurchschnittliche risikoarme Renditen im Austausch für Auslandskapital. Über die Jahre weiteten die USA so ihr Zwillingsdefizit bei Haushalts- und Leistungsbilanz immer weiter aus. Die Folge: Ein negatives Nettoauslandsvermögen, das mit 27 Billionen US-Dollar 90 Prozent des BIP der USA entspricht. Doch das internationale Vertrauen in diese Abmachung schwindet zusehends – erst recht angesichts der Zollpolitik der USA, wodurch das Risiko steigt, dass Anleger ihr Kapital aus den USA abziehen. Der Versuch, vermeintliche Handelsungleichgewichte durch höhere Zölle zu beseitigen, führt zu einer Umkehr der Handelsströme, was wiederum eine Umkehr der Kapitalströme nach sich ziehen kann.

Gleichzeitig wirkt sich die ambivalente Haltung der USA in Bezug auf ihre Rolle als Garant für Frieden und Stabilität auch auf die Sicherheitspolitik aus und beschleunigt in Europa die Bemühungen für eine Neuausrichtung der NATO. So erhöhen

immer mehr europäische Länder den Anteil ihrer Verteidigungsausgaben im Verhältnis zum BIP. Ein auf dem letzten NATO-Gipfel getroffener Beschluss sieht vor, dass künftig 3,5 Prozent des BIP zur Deckung von harten Militärausgaben und 1,5 Prozent für verteidigungs- und sicherheitsrelevante Infrastrukturprojekte aufgewendet werden sollen. Die höheren Investitionsausgaben der Länder kurbeln die Wirtschaft an und leisten somit dem Revival Europas Vorschub.

In Deutschland, Europas grösster Volkswirtschaft, geht die Entscheidung für höhere Verteidigungsausgaben mit einer fiskalpolitischen Kehrtwende einher. Früher als viele andere europäische Länder gab Deutschland das Ziel aus, in Zukunft 3,5 Prozent des BIP in Verteidigung zu stecken. Die neue Bereitschaft der deutschen Regierung zu höheren Staatsausgaben könnte zu einem „Gamechanger“-Moment werden, der ganz Europa erfasst, wo Wachstum bei der Kreditvergabe und eine Lockerung der Geldpolitik ein breiteres strukturelles Revival unterstützen.

### TEKTONISCHE VERSCHIEBUNG

Die veränderte Haltung der USA gegenüber dem Rest der Welt und das Revival Europas bewirken in der Weltwirtschaft und an den Finanzmärkten tektonische Verschiebungen. Schon jetzt ist zu beobachten, dass ausländische Anleger Kapital aus den USA abziehen. Am deutlichsten spiegeln sich die Sorgen der Märkte über den neuen Kurs der USA, der die internationale Zusammenarbeit und die innere Stabilität der Weltmacht gefährdet, in der Dollarschwäche wider. Die Zweifel der Anleger am über lange Zeit unerschütterlichen Status des Dollar als sicherer Hafen und Reservewährung werden immer stärker.

Das veränderte internationale Gefüge wirkt sich auch auf die

## „Die veränderte Haltung der USA gegenüber dem Rest der Welt und das Revival Europas bewirken in der Weltwirtschaft und an den Finanzmärkten tektonische Verschiebungen.“

Anlagelandschaft aus. Durch das Revival Europas ergeben sich für globale Anleger, die ihre langfristige Asset-Allokation in Devisen, Anleihen und Aktien neu ausrichten möchten, deutlich mehr Alternativen. Aller Wahrscheinlichkeit nach werden die Allokationsentscheidungen für die kommenden zehn Jahre ganz anders ausfallen als in den letzten zehn Jahren.

Will man diese neue Ära erfolgreich meistern, muss man umsichtig und strategisch agieren und die Risiken im Blick behalten. Anleger müssen in den kommenden Jahren mit einem volatilen makroökonomischen Umfeld zurechtkommen. Zum einen wirkt die Unsicherheit bezüglich des Potenzials für Handelsspannungen inflationstreibend und zum anderen steigt der Aufwärtsdruck auf die langfristigen Zinsen, weil sich die

Anleger Sorgen um die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen machen. Denn sowohl für die USA als auch für Europa wird von einem wachsenden Schuldenberg ausgegangen. In den USA wurden diese Sorgen durch die Verabschiedung des One Big Beautiful Bill Act (OBBA) zusätzlich geschürt, bringt dieses Gesetz doch Schätzungen des Congressional Budget Office (CBO) zufolge bis 2034 eine Neuverschuldung von mehr als 3,3 Billionen US-Dollar mit sich.

Vor diesem Hintergrund dürfte die Laufzeitprämie auf lange Sicht weiter steigen. Die Laufzeitprämie ist der zusätzliche Ertrag, den Anleger für das Halten von Anleihen mit längeren Laufzeiten im Vergleich zu solchen mit kürzeren Laufzeiten erwarten. Die lange Zeit unumstößliche Meinung, dass kurz laufende Treasury Bills für risikofreie Zinssätze stehen, muss ebenfalls kritisch hinterfragt werden.

### **WETTLAUF UM DIE TECHNOLOGISCHE VORHERRSCHAFT**

Die tektonischen Verschiebungen innerhalb der Weltwirtschaft haben auch Implikationen auf Asien. Länder wie Taiwan, Japan und Südkorea werden durch den von den USA betriebenen Unilateralismus und die „America First“-Politik gezwungen, ihre geopolitische Risikolage zu überdenken. Eine geringere US-Präsenz in Asien würde regionalen Mächten Spielraum eröffnen, mehr Verantwortung bei der Gestaltung der regionalen Sicherheitsarchitektur zu übernehmen.

## **„Der neue Kurs der USA gegenüber Asien fällt mit Chinas technologischen Erfolgen zusammen, welche die Rivalität zwischen China und den USA verschärfen.“**

So hat China seinen Einflussbereich durch Projekte wie seine „Belt and Road Initiative“ (BRI, auch bekannt als Neue Seidenstrasse) ausgeweitet und könnte bei Konflikten innerhalb der Region, zum Beispiel um die Taiwanstrasse und das Südchinesische Meer, selbstbewusster auftreten. Japan und Südkorea als langjährige Verbündete der USA könnten sich um eine Diversifizierung ihrer strategischen Partnerschaften bemühen und gleichzeitig ihre eigenen Verteidigungskapazitäten ausbauen.

Der neue Kurs der USA gegenüber Asien fällt mit Chinas technologischen Erfolgen zusammen, welche die Rivalität zwischen China und den USA verschärfen. Chinas Innovationen im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) sorgen dafür, dass Länder weltweit fortan vor einer schwierigen Wahl stehen, die über ihre technologische Unabhängigkeit, politischen Bündnisse und wirtschaftliche Zukunft entscheidet. Sie müssen abwägen, ob sie der US- oder der chinesischen Technologie den Vorzug geben oder doch den schwierigen Spagat zwischen beiden wagen wollen. Kalkül ist gefragt, zumal die Folgen vor allem für jene

Länder, die weder dem östlichen noch dem westlichen Block angehören, gravierend sein können. Diese Spaltung dürfte sich über den Hardware-Bereich hinaus auch auf digitale Governance-, Datensicherheits- und Cybervorschriften ausweiten und Länder zu schwierigen Entscheidungen zwingen, welche die Weichen für ihre wirtschaftliche Zukunft stellen.

Der Wettlauf um die technologische Vorherrschaft wird auch im wegen des Klimawandels so wichtigen Bereich der Elektrifizierung ausgetragen. Nicht alle Länder kommen hier gleich schnell voran – vor allem, wenn es um die Verbreitung von Elektrofahrzeugen (EV) geht. Dank einer äusserst proaktiven Politik hat sich China in beinahe allen Segmenten der Lieferkette im Zusammenhang mit der Energiewende die Führungsposition gesichert, auch bei Elektrofahrzeugen. Der Westen läuft Gefahr, noch weiter abgehängt zu werden, sollte es ihm nicht gelingen, die notwendigen industriepolitischen Massnahmen umzusetzen. So könnte die technologische Kluft zu China unüberwindbar werden.

Weltweit sehen sich die Länder mit einem volatilen und von geopolitischer Rivalität geprägten wirtschaftlichen Umfeld konfrontiert und müssen gleichzeitig Lösungen für demografische Probleme im eigenen Land finden. Das Zusammenspiel aus sinkender Bevölkerung und veränderten Migrationsmustern beeinflusst die Wachstumsaussichten, die Arbeitsmärkte und die Inflationsentwicklung ganzer Regionen. All diese Faktoren werden in den kommenden Jahrzehnten das Schicksal der verschiedenen Länder bestimmen. Es werden sich jene Länder durchsetzen, denen es gelingt, trotz weniger Arbeitskräften, mehr Rentnern und einer sich rasant verändernden Weltordnung Wachstumspotenzial zu erschliessen.

Ein feines Gespür für die Chancen und Risiken dieser veränderten Weltordnung ist unserer Meinung nach in den kommenden Jahren besonders wichtig, wenn es um Fragen der Asset-Allokation oder der Portfoliokonstruktion geht. Jede Anlageentscheidung sollte damit beginnen, die Zusammenhänge zwischen den raschen Veränderungen des geopolitischen, finanziellen und technologischen Umfelds zu erfassen, das nach dem Ende der Pax Americana herrscht.

CÉSAR PÉREZ RUIZ  
*Head of Investments & CIO  
Pictet Wealth Management*



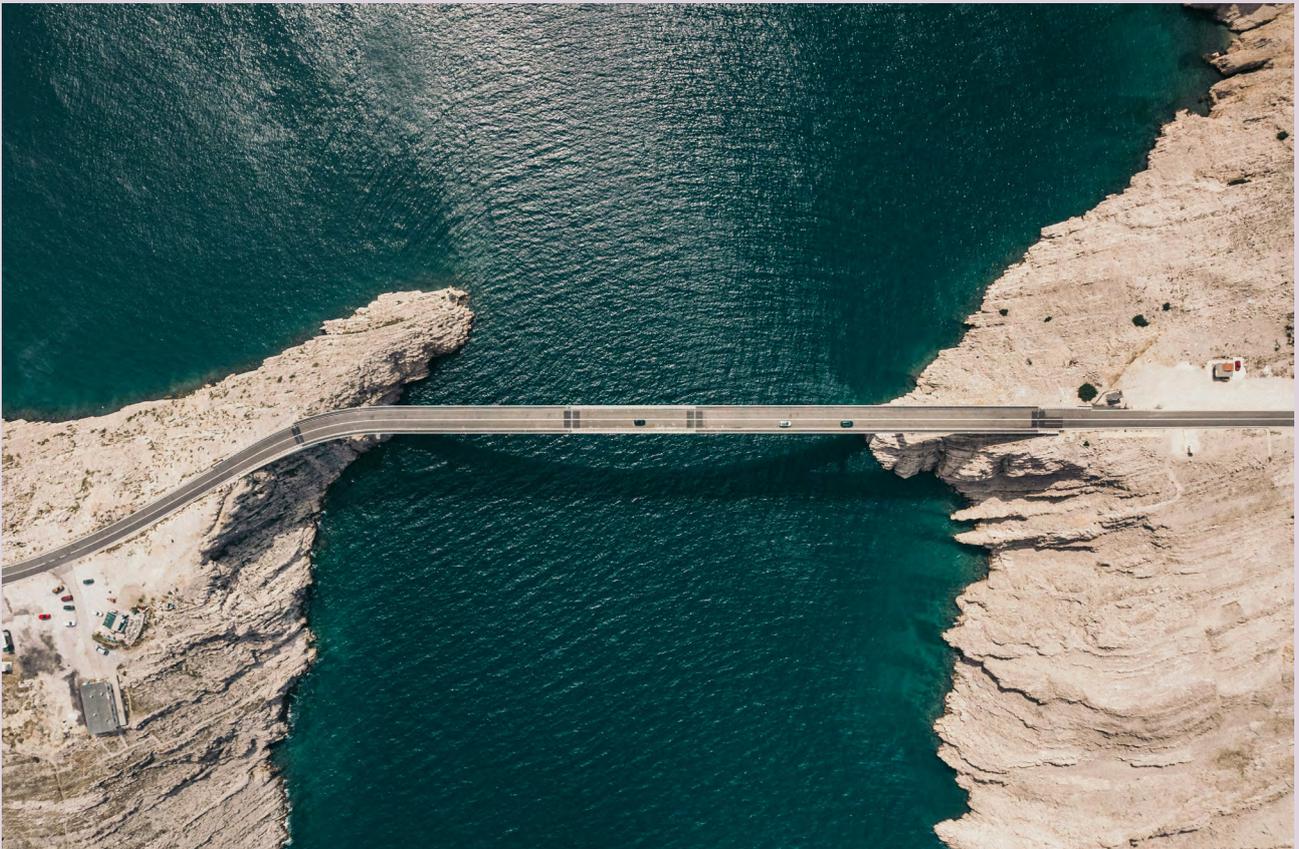
ALEXANDRE TAVAZZI  
*Head of CIO Office  
and Macro Research  
Pictet Wealth Management*





TEIL 1

# Langfristiger Makroausblick



Die 1968 eröffnete Pag-Brücke erstreckt sich über 301 Meter und verbindet das kroatische Festland mit der Adria-Insel Pag. Die Schlichtheit der Brücke bildet einen Kontrast zur schroffen

Kalksteinküste und dem türkisblauen Wasser der Adria und stellt nicht nur eine landschaftliche Sehenswürdigkeit, sondern auch eine wichtige Verkehrsverbindung dar.

„Der Handelskrieg erhöht das Risiko, dass es nur wenige Jahre nach der Pandemie erneut zu Angebotsschocks, Wachstumsschwäche und erhöhter Inflation kommt. Gleichzeitig stellt er eine Bedrohung für den Welthandel und den Multilateralismus insgesamt dar.“

# Langfristiger Makroausblick

|   |    |
|---|----|
| Eine neue Weltordnung: geopolitisch<br>und auf Handels- und Finanzebene                                 | 17 |
| us-Haushaltsslage: kaum tragbar   | 20 |
| Staatsverschuldung in einem<br>Hochzinsumfeld: Finanzrepression<br>oder Katastrophengefahr?             | 22 |
| Ist die Unabhängigkeit der<br>Zentralbank in Gefahr?  | 23 |
| Globale Veränderungen bei<br>Bevölkerungsstruktur und<br>Zuwanderungspolitik                            | 24 |
| Globale Neuausrichtung der internationalen<br>Handels- und Kapitalströme und die<br>Rolle des us-Dollar | 26 |
| Kräfteverschiebung in Asien   | 28 |
| Chinas fiskalpolitische Antwort:<br>kurzfristige Lösung und langfristige Strategie                      | 29 |
| Wohin steuert Europa?   | 31 |
| Industriepolitik:<br>Verteidigung und Technologie   | 33 |

# Eine neue Weltordnung: geopolitisch und auf Handels- und Finanzebene

## Uneinheitliche Aussichten in den grössten Volkswirtschaften

Für die nächsten zehn Jahre erwarten wir ein Wirtschaftswachstum von

# 1,8%

in den USA und

# 1,5%

im Euroraum.

Für die Welt beginnt eine neue Ära, in der die alten Regeln für Diplomatie, Sicherheit, Handel, Wirtschaft und Finanzen angezweifelt werden. Der Handelskrieg erhöht das Risiko, dass es nur wenige Jahre nach der Pandemie erneut zu Angebotsschocks, Wachstumsschwäche und erhöhter Inflation kommt. Gleichzeitig stellt er eine Bedrohung für den Welthandel und den Multilateralismus insgesamt dar. Hohe öffentliche Defizite führen weltweit weiterhin zu einem rekordhohen Schuldenüberhang. In der Hoffnung, dass die Wachstumsimpulse durch Steuersenkungen und Deregulierung ausreichen, um den Haushalt langfristig auszugleichen, wollen die USA ihre lockere Finanzpolitik fortsetzen. Allerdings macht sich dies mittlerweile auch am Anleihenmarkt bemerkbar.

Der Status des Dollar – der ultimativen Flucht- und globalen Reservewährung – wird von den Anlegern inzwischen in Frage gestellt. Die neue US-Regierung mag diese Veränderungen beschleunigt haben, doch die Ereignisse dieses Jahres sind wohl auf Kräfte zurückzuführen, die schon länger am Werk sind. Die makroökonomische Volatilität dürfte in den kommenden Jahren aussergewöhnlich hoch bleiben.

Im Vergleich zum Vorjahr geht unser langfristiger Ausblick von etwas schwächerem Wirtschaftswachstum in den USA (durchschnittlich 1,8 Prozent in den nächsten zehn Jahren), stärkerem Wachstum im Euroraum (1,5 Prozent) und hartnäckiger, aber nicht unbeherrschbarer Inflation (2,5 Prozent in den USA und 2,0 Prozent im Euroraum) aus.

### USA

Dieses Jahr markiert einen Wendepunkt für das reale US-BIP-Wachstum: Die heikle geopolitische Lage, handelspolitische Verwerfungen, die strukturell höhere Inflation, die schrumpfende Erwerbsbevölkerung

und der Umbau der Lieferketten werden zu einer Abwärtskorrektur auf durchschnittlich 1,8 Prozent in den kommenden zehn Jahren führen. Dies ist zwar weit entfernt von den 2,8 Prozent Wachstum des vergangenen Jahres, entspricht aber der aktuellen Schätzung der Federal Reserve (Fed) für das langfristige Wachstumspotenzial der USA.

Wir gehen davon aus, dass die US-Inflation in der zweiten Jahreshälfte 2025 aufgrund des Durchreichungseffekts der Zollerhöhungen wieder anzieht, auch wenn die Teuerung bei Dienstleistungen und Wohnraum weiter zurückgehen dürfte. Wir erwarten, dass die Inflation in den kommenden Jahren mit durchschnittlich rund 2,5 Prozent strukturell höher bleiben wird als vor der Pandemie (2010–2020) mit 1,8 Prozent.

Mit Angebotsschocks ist zu rechnen, als Folge des Umbaus der Lieferketten, der geopolitischen Lage und des Arbeitskräftemangels. Denn der Effekt des demografischen Wandels wird durch den Rückgang der Zuwanderung noch verschärft. Dass die Verbraucherpreis-inflation auf Dauer unter 2 Prozent fällt, ist eher unwahrscheinlich.

Wir gehen davon aus, dass die Fed ihren Leitzins in den kommenden Quartal weiter senkt und er sich in den nächsten zehn Jahren auf 3 bis 3,25 Prozent einpendelt, deutlich über dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre von 2 Prozent. Sofern es nicht zu einer tiefen Rezession kommt, ist eine Rückkehr zu der Situation vor der Pandemie mit niedrigen Zinsen und geringer Zinsvolatilität unwahrscheinlich. Zudem rechnen wir damit, dass die Fed ihre Bilanz durch quantitative Straffung weiter abbauen wird, diesen Prozess aber nächstes Jahr letztlich beenden wird. Grosse Unsicherheit besteht in der Frage, was als „ausreichende Reserven“ zu gelten hat, aber wir gehen davon aus, dass die Bilanz der Fed bis zum Ende dieses Jahres auf etwa 21 Prozent des BIP

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen.

schrumpfen wird, was zwar unter dem Höchststand von 35 Prozent (2021) liegt, aber immer noch deutlich über dem Niveau vor der Pandemie von 19 Prozent (2019).

## EUROPA

Für Europa waren der Kurswechsel in der US-Handelspolitik und die zunehmenden geopolitischen Spannungen positive Katalysatoren, die zu einem neuen Konsens in der Finanzpolitik geführt haben, mit Deutschland als Vorreiter. Dies deutet auf eine neue Ära hin, die vom Revival Europas geprägt und für uns Anlass ist, unsere Prognose des Potenzialwachstums im Euroraum um ganze

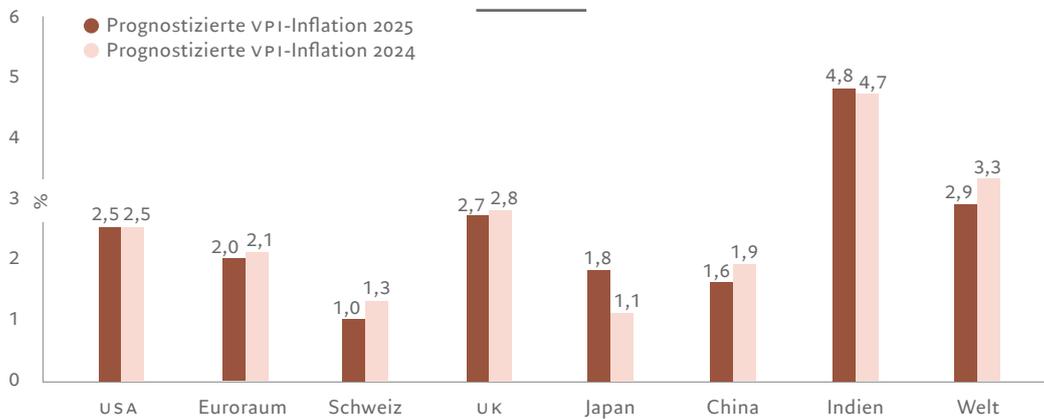
20 Basispunkte auf 1,5 Prozent im Durchschnitt der nächsten zehn Jahre anzuheben.

Berlin hat sich von seiner traditionell konservativen Haltung verabschiedet und hat zur Bewältigung seiner wirtschaftlichen Probleme – nach zweijährigem Minuswachstum – mit der Lockerung der selbst verordneten Haushaltsregeln der Schuldenbremse begonnen. Die Aufhebung der Schuldenbremse durch Bundeskanzler Friedrich Merz ist ein Wendepunkt, der finanzpolitische Spielräume eröffnet. Dabei kommen mehrere Mechanismen zusammen: (i) Verteidigungsausgaben, die über 1 Prozent des BIP hinausgehen, sind nun von der in der Verfassung verankerten

Schuldenbremse ausgenommen; (ii) Deutschland darf über einen Zeitraum von zwölf Jahren zusätzliche 500 Milliarden Euro für Infrastrukturinvestitionen aufnehmen (erste Pläne sehen vor, dass rund die Hälfte der diesjährigen Mittel der Bahn zufließt); (iii) die 16 Bundesländer müssen keinen ausgeglichenen Haushalt mehr aufstellen, sondern dürfen ein Defizit von bis zu 0,35 Prozent des BIP aufweisen, was jährlich etwa 16 Milliarden Euro entspricht.

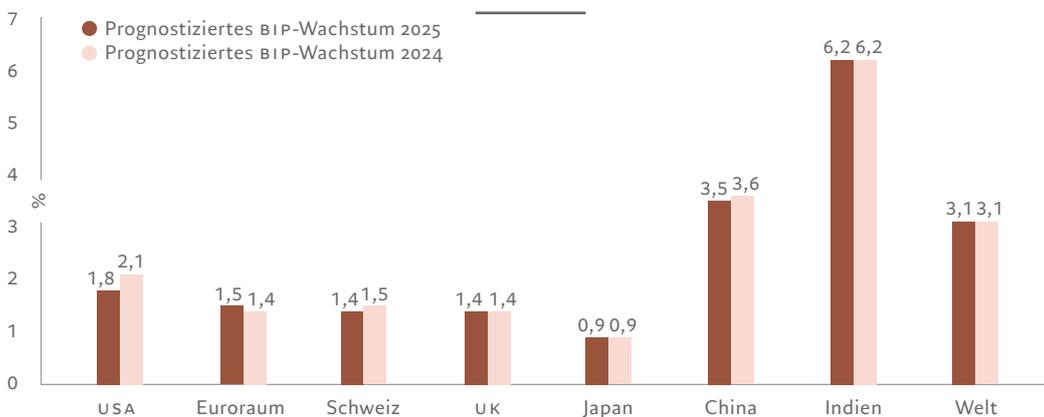
Dieses Paket stellt für Deutschland und möglicherweise auch für Europa einen Paradigmenwechsel dar. Zwar dürften nicht alle EU-Länder ihre Staatsausgaben in ähnlichem Umfang ausweiten, doch mehrere

Unsere Inflationsprognosen im Jahresdurchschnitt für die nächsten 10 Jahre



Quelle: Pictet Wealth Management, Bloomberg Finance L.P., FactSet, Stand: 31.08.2025.

Unsere Wachstumsprognosen im Jahresdurchschnitt für die nächsten 10 Jahre



Quelle: Pictet Wealth Management, Bloomberg Finance L.P., FactSet, Stand: 31.08.2025.

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen.

haben ihre Absicht bekundet, ihren Wehretat zu erhöhen. Die deutschen Konjunkturmassnahmen könnten zudem zu einer bescheidenen Produktivitätssteigerung beitragen, deren Effekte auf den gesamten Euroraum übergreifen könnten. Darüber hinaus könnten höhere Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) sowie grössere Infrastrukturinvestitionen die positiven Auswirkungen der Verteidigungsausgaben in ganz Europa verstärken.

Wir gehen davon aus, dass ab 2026, trotz kurzfristiger Abwärtsrisiken durch mögliche US-Zölle, nicht mehr die negativen Effekte der Handelspolitik das Bild bestimmen werden, sondern die positiven Effekte von Staatsausgaben und Verteidigungsinvestitionen. Dies stützt die Annahme, dass es in den nächsten zehn Jahren zu einem Revival Europas kommen wird.

Bei der Inflation hat sich der Ausblick aus mehreren Gründen entspannt. Ein stärkerer Euro, sinkende Energiepreise und eine wahrscheinliche Umlenkung der Handelsströme aus Asien – vor allem aus China – stellen Abwärtsrisiken dar. Die Gesamtinflation dürfte im nächsten Jahr unter die Zielmarke der Europäischen Zentralbank (EZB) von 2 Prozent fallen, dann allmählich wieder auf dieses Niveau zurückkehren und im Durchschnitt der nächsten zehn Jahre bei 2 Prozent liegen. Im Zuge dieser Entwicklung könnte sich der Fokus der EZB von Zinssenkungen wieder auf mögliche Zinserhöhungen verlagern, wobei sich das Endniveau bis 2035 bei 2 Prozent einpendeln dürfte.

### VEREINIGTES KÖNIGREICH

Seit der Brexit-Entscheidung musste das Vereinigte Königreich eine Reihe struktureller Veränderungen – zum Beispiel im Hinblick auf Handel und Parlamentsouveränität – bewältigen, die auch in der Wirtschaft Spuren hinterlassen haben. Für das kommende Jahrzehnt prognostizieren wir ein durchschnittliches Wachstum von 1,4 Prozent. Dabei dürfte der immer stärkere öffentliche Sektor dem privaten Sektor als Wachstumstreiber den Rang ablaufen. Vor dem Hintergrund nachlassender Finanzrepression und

## „Für Europa waren der Kurswechsel in der US-Handelspolitik und die zunehmenden geopolitischen Spannungen positive Katalysatoren, die einen neuen finanzpolitischen Konsens bewirkt haben, mit Deutschland als Vorreiter.“

anhaltend schwacher Produktivität ist zudem weiterhin mit fiskalischen Risiken zu rechnen. Nach dem Regierungswechsel dürften jedoch nach und nach die positiven Effekte der Deregulierung der Industrie, der verbesserten Handelsbeziehungen und der neuen Kapitalinvestitionen zum Tragen kommen.

Wir rechnen bis 2035 mit einer durchschnittlichen Inflation von 2,7 Prozent, was angesichts der schwächeren Produktivität und demografischer Verschiebungen seit dem Brexit strukturell über dem historischen Trend liegen würde, gegenüber dem aktuellen Niveau aber einen Rückgang darstellt, der auf eine Abkühlung des Arbeitsmarkts zurückzuführen ist. Wir gehen davon aus, dass die Bank of England ihren Leitzins bis 2026 auf 3,25 Prozent senken und bis 2034 etwa auf diesem Niveau halten wird. Dies würde bedeuten, dass die Zinsen im Vergleich zu heute weiter sinken, das Endniveau aber höher liegt als in der Zeit vor der Pandemie.

### CHINA

China braucht in den kommenden Jahren weiterhin ordentliches Wachstum, damit die Regierung ihr langfristiges Entwicklungsziel (z. B. Einkommensverdoppelung bis 2035) erreicht und der „Middle-Income-Falle“ entgeht. Dennoch rechnen wir damit, dass das BIP-Wachstum tendenziell nachlässt, und zwar letztlich aufgrund der Regierungspolitik.

Angesichts des zunehmend schwierigen Umfelds im In- und Ausland hat die chinesische Regierung ihre politischen Prioritäten in den letzten Jahren bereits verlagert, und

eine weitere Verschlechterung des Handelsumfelds verstärkt die Notwendigkeit und Bedeutung dieser Verlagerung nur.

Die jüngste Strategie für die langfristige Entwicklung, welche die chinesische Regierung für die kommenden Jahre anstrebt, ist der „doppelte Kreislauf“. Dabei werden Angebot und Nachfrage stärker vom Inland bestimmt („interner Kreislauf“). Aus der Angebotsperspektive bedeutet dies, das Wachstum der totalen Faktorproduktivität (TFP) zu steigern.

Eine wichtige Massnahme ist die Förderung der technologischen Innovation und die Modernisierung der Produktion. Die chinesische Führung hat die Unterstützung für die High-End-Fertigung verstärkt und fördert auch die Entwicklung der Digitalwirtschaft, etwa der KI. Deren Anteil am Bruttoinlandsprodukt (BIP) dürfte auf rund 40 Prozent steigen, wobei noch Luft nach oben ist. Wir glauben, dass diese Bemühungen in den kommenden Jahren fortgesetzt werden, was zu einer Steigerung des TFP-Wachstums beitragen dürfte.

Es wird erwartet, dass der Beitrag des Faktors Arbeit aufgrund des Rückgangs der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter weiter abnehmen wird. Eine drastische Korrektur der Investitionen in den Wohnungsbau und ein Übergang zu einem niedrigeren Wachstumsgleichgewicht in den kommenden Jahren könnten die Bereitstellung von Kapital einschränken. Zudem sollten die potenziellen Abwärtsrisiken rund um die Investitionsbereitschaft privater Unternehmen im Auge behalten werden, wenn die Inflation über einen längeren Zeitraum hinweg gedämpft bleibt.

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen.

## JAPAN

In Japan sehen wir keine überzeugenden Gründe für einen Anstieg des langfristigen realen Wachstums von 0,9 Prozent. Der Arbeitsmarkt dürfte das langfristige Wachstum weiterhin bremsen, denn die Erwerbsquote von Frauen und Senioren hat ihren Höhepunkt erreicht. Gewisse strukturelle Nachfrage dürfte private Investitionen, etwa zur Einsparung von Arbeitskraft, und die Digitalisierung fördern, was sich positiv auf die Bereitstellung von Kapital auswirken könnte. Eine Zunahme der geopolitischen Spannungen und ein aussenpolitischer Kurswechsel der USA könnten die japanische Regierung jedoch zu einer Erhöhung der Militärausgaben zwingen (von aktuell etwa 1,6 Prozent des BIP auf 2 Prozent im Jahr 2027, möglicherweise auch mehr). Dies könnte sich negativ auf Japans langfristiges Wachstum auswirken, weil sich die Regierung angesichts der Staatsverschuldung von rund 200 Prozent des BIP klar zu einer Haushaltskonsolidierung bekennt und deshalb höhere Steuern oder/und die Kürzung anderer Ausgaben beschliessen könnte.

Bei den Preisen sehen wir für die japanische Wirtschaft nach Jahrzehnten der Deflation und geringen Inflation einen Wendepunkt. Allmählich entsteht nämlich eine willkommene Lohn-Preis-Spirale, die mit zunehmender Wahrscheinlichkeit dafür sorgt, dass die Verbraucherpreisinflation (VPI) dauerhaft in der Nähe der Zielmarke von 2 Prozent bleibt. Unserer Ansicht nach könnte dies die Bank of Japan (BOJ) zu einer weiteren Normalisierung der Geldpolitik veranlassen.

## INDIEN

Nach dem Willen der indischen Regierung soll das Land bis 2047 den Status einer „Developed Economy“ erreichen, was in den kommenden Jahrzehnten ein durchschnittliches jährliches BIP-Wachstum von 8 Prozent erfordern würde. Dies erscheint uns enorm ambitioniert, aber ein durchschnittliches Wachstum von etwa 6 Prozent halten wir für realistisch.

Das Verhältnis der Investitionen zum BIP dürfte in Indien tendenziell steigen. Diese Quote war seit 2008 deutlich gesunken, ist aber in den

letzten Jahren aufgrund hoher Staatsausgaben wieder gestiegen. Der Anteil der staatlichen Investitionsausgaben am BIP ist in den letzten fünf Jahren von 1,7 auf 3,4 Prozent gestiegen, und auch in den kommenden Jahren rechnen wir mit einem erhöhten Wachstum der öffentlichen Investitionen. Zudem könnte Indien von mehr ausländischen Direktinvestitionen profitieren, weil ausländische Unternehmen ihre Lieferketten diversifizieren, um Risiken wie Zölle für China oder geopolitische Konflikte zu entschärfen. Allerdings setzt dies Strukturformen voraus, um die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen Indiens zu verbessern und den Zugang zu bestimmten Sektoren zu erleichtern.

Wir gehen davon aus, dass sich der langjährige Rückgang der Erwerbsbeteiligung von Frauen in Indien dauerhaft umkehrt, was dem langfristigen Wachstum zugutekommen wird.

---

# US-Haushaltsslage: kaum tragbar

## Kehren die Bond Vigilantes zurück?

Letztes Jahr haben wir eine Verschlechterung der US-Haushaltsslage festgestellt und argumentiert, dass die USA durch die Sonderstellung des Dollar als Weltreservewährung und die Tiefe der US-Kapitalmärkte aussergewöhnlich grossen haushaltspolitischen Spielraum besitzt. Auch waren wir der Ansicht, dass sich der Abbau der Staatsschulden und des Haushaltsdefizits weiterhin als politisch schwierig erweisen dürfte.

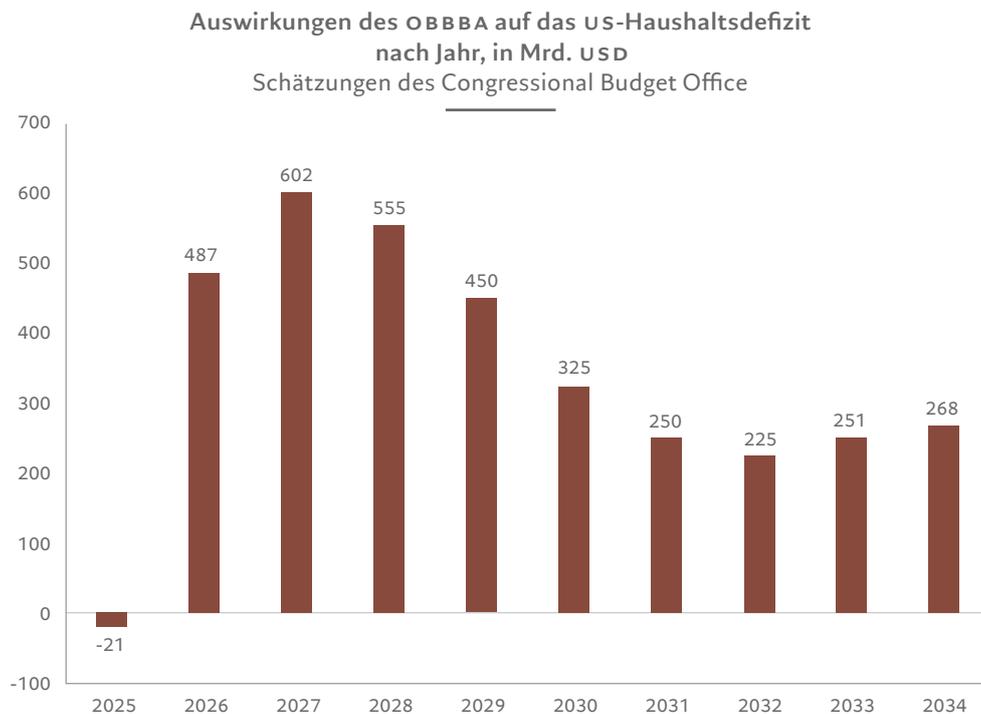
Inzwischen deuten die expansive Finanzpolitik, die Fokussierung auf die Industriepolitik und die sich verschärfende politische Polarisierung darauf hin, dass ein nennenswerter Schuldenabbau in nächster Zeit unwahrscheinlich ist. Die Trump-Administration ist mit ihrem OBBBA auf dem besten Weg, das Haushaltsdefizit in den kommenden zehn Jahren um mehr als 3 Billionen

US-Dollar zu erhöhen und kürzt gleichzeitig die Ausgaben für Medicaid, Ernährungshilfe und einige andere diskretionäre Leistungen. Mit Zinsaufwand könnten die Kosten auf fast 4 Billionen US-Dollar steigen, und wenn die befristeten Steuersenkungen dauerhaft eingeführt würden, sogar auf fast 5,5 Billionen US-Dollar.

Im günstigsten Fall würde die aus dem Gesetz resultierende Ausweitung des Defizits durch Zolleinnahmen ausgeglichen. Den meisten vernünftigen Schätzungen zufolge würde das Defizit auf rund 7 Prozent des BIP ansteigen und die Schuldenlast des Landes weiter erhöhen. Elon Musks sogenanntes Department of Government Efficiency (DOGE) hat seine Kostensenkungsziele spektakulär verfehlt. Dies zeigt, wie schwierig es ist, die Staatsausgaben zu kürzen.

---

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen.



Quelle: Pictet Wealth Management, Congressional Budget Office,  
Stand: 29.06.2025.

Steigende Schulden und Haushaltsdefizite bedeuten, dass mehr Staatsanleihen emittiert werden. Dies erfolgt jetzt allerdings vor dem Hintergrund einer tektonischen Verschiebung in der Weltwirtschaft. Die bestehende geoökonomische Architektur – in der die USA als Gegenleistung für ausländisches Kapital finanzielle Stabilität, Sicherheitsgarantien und überdurchschnittliche Renditen bieten – gerät ins Wanken, weil die US-Politik das Vertrauen in die grösste Volkswirtschaft der Welt untergräbt.

Wer und zu welchem Preis diese riesigen Mengen an Staatsanleihen erwerben soll, bleibt offen. Eine Abkehr der globalen Währungsordnung vom Dollar, also eine Entdollarisierung, könnte Teil eines längerfristigen Trends werden, dürfte aber in naher Zukunft kaum Realität werden. Weder eine einzelne Währung noch ein Währungskorb kommt aktuell als echte Alternative in Frage.

Die jüngsten Massnahmen der Trump-Administration erhöhen jedoch das Risiko, dass es zu einer Rückkehr der Bond Vigilantes kommt.

Denkbar ist auch ein Szenario ähnlich dem sogenannten „Liz-Truss-Moment“ in Grossbritannien, als die Märkte als Reaktion auf die Haushaltspolitik, die von der ehemaligen britischen Premierministerin eingeleitet – und dann aufgegeben – worden war, höhere Renditen für Staatsanleihen verlangten. Angesichts der kontinuierlichen Anhäufung von Schulden drohen preisunempfindliche Käufer die Geduld zu verlieren, was einen rapiden Stimmungseinbruch an den Märkten auslösen könnte. Die Wahrscheinlichkeit, dass dies eintritt, wird immer mehr zunehmen, solange die Schulden in diesem Tempo steigen.

Nicht auszuschliessen ist ein negatives Szenario, in dem die anhaltende Besorgnis der Anleger über die Haushaltsslage zu einem drastischen Anstieg der Kreditkosten und erheblichem finanziellen Stress führen.

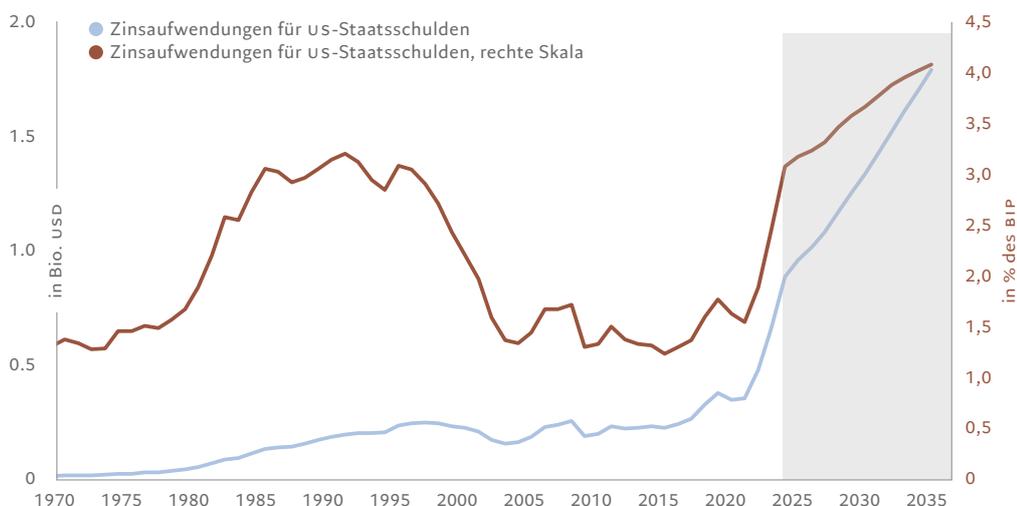
Die Fed könnte dann gezwungen sein, mit einer quantitativen Lockerung zu intervenieren. Einige haben sogar die Möglichkeit einer Zinskurvenkontrolle vorgeschlagen, mit der die USA im und nach dem Zweiten Weltkrieg Erfahrungen gemacht hat, als das Finanzministerium Hilfe bei der Finanzierung der Kriegsausgaben benötigte. Ein grosses Risiko in diesem Zusammenhang ist die Glaubwürdigkeit der Zentralbank, besonders in einem Umfeld mit höherer und schwankender Inflation.

**„Wer diese riesigen Mengen an  
Treasuries erwerben soll, und  
zu welchem Preis, bleibt offen.“**

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen.

# Staatsverschuldung in einem Hochzinsumfeld: Finanzrepression oder Katastrophengefahr? Führenden Volkswirtschaften droht eine Schuldenspirale

Zinsaufwendungen der USA für öffentliche Schulden,  
mit Projektionen des CBO



Quelle: Pictet Wealth Management, CBO,  
Stand: 30.07.2025.

Zentralbanken ringen heute mit den Zielkonflikten einer Stagflation im Stil der 1970er Jahre mit schwachem Wirtschaftswachstum und hartnäckiger Inflation. Regierungen stehen damit vor der schwierigen Entscheidung, Sparmassnahmen zu ergreifen, die Finanzrepression aufleben zu lassen oder eine Schuldenkrise zu riskieren. Länder mit hoher Staatsschuldenquote wie die USA und Grossbritannien sehen sich mit explodierenden Schuldendienstkosten und schrumpfenden Haushaltsspielräumen konfrontiert. So bleiben die Haushaltsdefizite trotz aller Sparpläne hartnäckig hoch, und es droht eine sich selbst verstärkende Schuldenspirale.

Die politischen Entscheidungsträger könnten wieder auf Finanzrepression setzen, indem sie die Renditen begrenzen und die Banken zum Kauf von Staatsanleihen anweisen. Ferner könnten sie ihr Schuldenmanagement anpassen, indem sie entweder mehr Kurzläufer ausgeben oder mehr Langläufer, um sich das heutige Zinsniveau zu sichern. Die entscheidende Strategie, die den Druck steigender Kreditkosten kompensieren könnte – Strukturrefor-

men zur Erhöhung der Produktivität durch Flexibilisierung des Arbeitsmarkts, Anreize für Forschung und Entwicklung sowie mehr Wettbewerb –, ist jedoch politisch schwer durchsetzbar, in einigen Fällen auch gar nicht.

Ohne mutige Strategien für das Schuldenmanagement und wachstumsfördernde Reformen werden die öffentlichen Finanzen womöglich unter dem doppelten Druck steigender Zinsen und Stagflation zusammenbrechen.

**„Ohne mutige Strategien für das Schuldenmanagement und wachstumsfördernde Reformen werden die öffentlichen Finanzen zusammenbrechen.“**

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Wertentwicklung und Erträge können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

# Ist die Unabhängigkeit der Zentralbank in Gefahr?

## Die Fed unter Beschuss

Die Fed, im Jahr 1913 vom Kongress gegründet, hat die Aufgabe, für maximale Beschäftigung und stabile Preise zu sorgen. Sie agiert unabhängig und legt die Leitzinsen ohne Einmischung aus dem Kongress oder dem Weissen Haus fest, auch wenn Politiker ihr Handeln öffentlich kritisieren.

Diese Unabhängigkeit der Fed steht aktuell unter ständigem Beschuss. Immer wieder fordert Präsident Trump Fed-Chef Jay Powell auf, die Zinsen zu senken, und droht, ihn wegen politischer Differenzen zu entlassen. Trump möchte bei Zinsentscheidungen konsultiert werden und einen Schattenvorsitzenden mit der Aufgabe installieren, bis zum Ende von Powells Amtszeit Entscheidungen der Fed zu hinterfragen und zu kritisieren.

Eine Zentralbank, die nicht unabhängig ist, würde zu Verunsicherung an den Finanzmärkten führen. Wissenschaftliche Untersuchungen zeigen, dass sich politisch unabhängige Zentralbanken tendenziell für eine niedrigere und stabilere Inflation einsetzen. Die jüngsten Entlassungsdrohungen gegen Powell haben zu einem Anstieg der langfristigen Zinsen geführt, weil die Märkte befürchten, dass die Zentralbank aufgrund der politischen Einmischung bereit ist, eine höhere Inflation in Kauf zu nehmen.

Die Angriffe auf die Fed werden wohl weitergehen, und das Risiko steigt, dass ein Trump-Loyalist ins Amt kommt, auf dessen Entscheidungen der Präsident unmittelbaren Einfluss nehmen könnte. Wir halten es für unwahrscheinlich, dass die Exekutive die Geldpolitik faktisch bestimmen würde, und zwar aus mehreren Gründen.

Erstens ist die Fed nicht von dem kürzlich ergangenen Urteil des Obersten Gerichtshofs betroffen, wonach Trump die Leiter unabhängiger Regierungsbehörden ohne Begründung entlassen darf, denn, so das Gericht, „die Federal Reserve ist eine einzigartig strukturierte quasiprivat einrichtung, die in der klaren historischen Tradition der First und der Second Bank of the United States steht.“ Somit ist der Präsident im Grunde nicht befugt, Zentralbankgouverneure einfach wegen politischer Differenzen zu entlassen.

Zweitens wird die Geldpolitik vom zwölfköpfigen Offenmarktausschuss der Fed (Federal Open Market Committee, FOMC) festgelegt, dem die sieben Mitglieder des Gouverneursrats der Fed, der Präsident der New Yorker Fed und eine jährlich wechselnde Gruppe von vier der elf Präsidenten der anderen regionalen Notenbanken angehören. Die Gouverneure werden vom US-Präsidenten ernannt und vom

Senat bestätigt und haben eine gestaffelte Amtszeit von 14 Jahren. Die Präsidenten der regionalen Notenbanken werden von ihrem lokalen Direktorium (mit Zustimmung des Gouverneursrats) ernannt. Der Chairman hat im Offenmarktausschuss nur eine von zwölf Stimmen und kann von den übrigen Mitgliedern überstimmt werden.

Drittens könnte der Kongress zwar das Mandat oder die Regularien der Fed ändern, aber solche Bemühungen sind bisher nicht weit gediehen, weil den Abgeordneten grundsätzlich bewusst ist, dass politische Einflussnahme auf die Zinsen zu höherer Inflation führen könnte. Das letzte Wort bei der Ernennung des Fed-Chefs hat der Senat, und die Senatoren sind sich einig, dass die Unabhängigkeit der Fed gewahrt bleiben soll. 2019 und 2020 hat sich ein republikanisch beherrschter Senat geweigert, die Nominierung einiger umstrittener Kandidaten voranzutreiben, die von Trump in seiner ersten Amtszeit unterstützt wurden.

Viertens ist die Unabhängigkeit der Fed von politischer Einflussnahme das Fundament des globalen Finanzsystems. Wenn die Fed als bloße Befehlsempfängerin des Weissen Hauses gelten würde, könnten die Märkte heftig reagieren. Die Folge wäre enorme Volatilität, die die Regierung zu einem Rückzieher veranlassen könnte.

„Eine Zentralbank, die nicht unabhängig ist, würde zu Verunsicherung an den Finanzmärkten führen. Wissenschaftliche Untersuchungen zeigen, dass sich politisch unabhängige Zentralbanken tendenziell für eine niedrigere und stabilere Inflation einsetzen.“

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen.

# Globale Veränderungen bei Bevölkerungsstruktur und Zuwanderungspolitik

## Welche Herausforderungen, aber auch Chancen bestehen?

Drei grosse demografische Trends prägen die Zukunft der Weltwirtschaft:

1. Bevölkerungsrückgang
2. Überalterung
3. Veränderte Migrationsmuster

Dabei handelt es sich um strukturelle Veränderungen, die sich nicht einfach mit der Zeit umkehren werden. Besonders betroffen sind die USA, Europa, China und Japan, aber auch die Schwellenländer bleiben nicht unberührt. Die entscheidende Frage ist, wie sich Politik und Unternehmen darauf einstellen werden.

### BEVÖLKERUNGSRÜCKGANG WEITET SICH AUS

Die Weltbevölkerung wird wohl noch bis ins letzte Viertel dieses Jahrhunderts hinein wachsen, doch dieses Wachstum wird vor allem in Ländern stattfinden, die politisch weniger stabil sind und eine geringere wirtschaftliche Integration aufweisen. In Ländern wie Japan, China, Italien und Südkorea hingegen schrumpft die Bevölkerung bereits, und der Trend nimmt weiter Fahrt auf. Die Bevölkerung Japans etwa ist seit 2010 um fast 4 Millionen Menschen geschrumpft, und wenn sich die Entwicklung fortsetzt, leben dort bis 2050 nur noch 100 Millionen. China galt lange Zeit als bevölkerungsreichste Nation der

Welt. Doch seit 2022 geht die Bevölkerungszahl zurück. Selbst im einst als stabil geltenden Europa ringen fast zwei Drittel der Länder mit dem Bevölkerungsrückgang.

Dieser demografische Wandel hat tiefgreifende wirtschaftliche Folgen. Weniger Arbeitskräfte bedeuten verlangsamtes Wachstum, überlastete Rentensysteme und geringere Nachfrage nach Wohnraum und Infrastruktur. KI, Automatisierung und Zuwanderung mögen helfen, bieten aber keine Komplettlösung und können wiederum andere soziale Probleme verursachen.

### IN EINIGEN LÄNDERN VERSCHÄRFT SICH DIE GEBURTENKRISE

Alle Industrieländer verzeichnen aktuell einen Einbruch der Geburtenrate. In Südkorea sank sie auf ein verblüffendes Allzeit-Rekordtief von 0,72. Italien, Spanien und Japan liegen mit Raten im Bereich von 1,2 bis 1,3 nur knapp dahinter. Selbst in den USA, einst ein Ausreisser unter den Industrienationen, sank die Geburtenrate auf 1,6 und damit weit unter das Bestandserhaltungsniveau von 2,1. China ist es mit der Abschaffung der Ein-Kind-Politik im Jahr 2016 nicht gelungen, den Abwärtstrend umzukehren, und die Geburtenrate stagniert.

Die Regierungen haben es unter anderem mit Geldprämien, verlängertem Elternurlaub und subventionierter Kinderbetreuung versucht, aber die Ergebnisse sind enttäuschend. Frankreich und Schweden mit ihrer grosszügigen Familienpolitik verzeichnen etwas höhere Geburtenraten, aber auch dort liegen sie unter dem Bestandserhaltungsniveau. Die Wurzel des Problems könnte kultureller Art sein. Junge Menschen heiraten spät und verzichten zugunsten der Karriere und angesichts steigender Lebenshaltungskosten auf Kinder.

### DIE DEMOGRAFISCHE ALTERUNG HAT FOLGEN FÜR UNSERE VOLKSWIRTSCHAFTEN

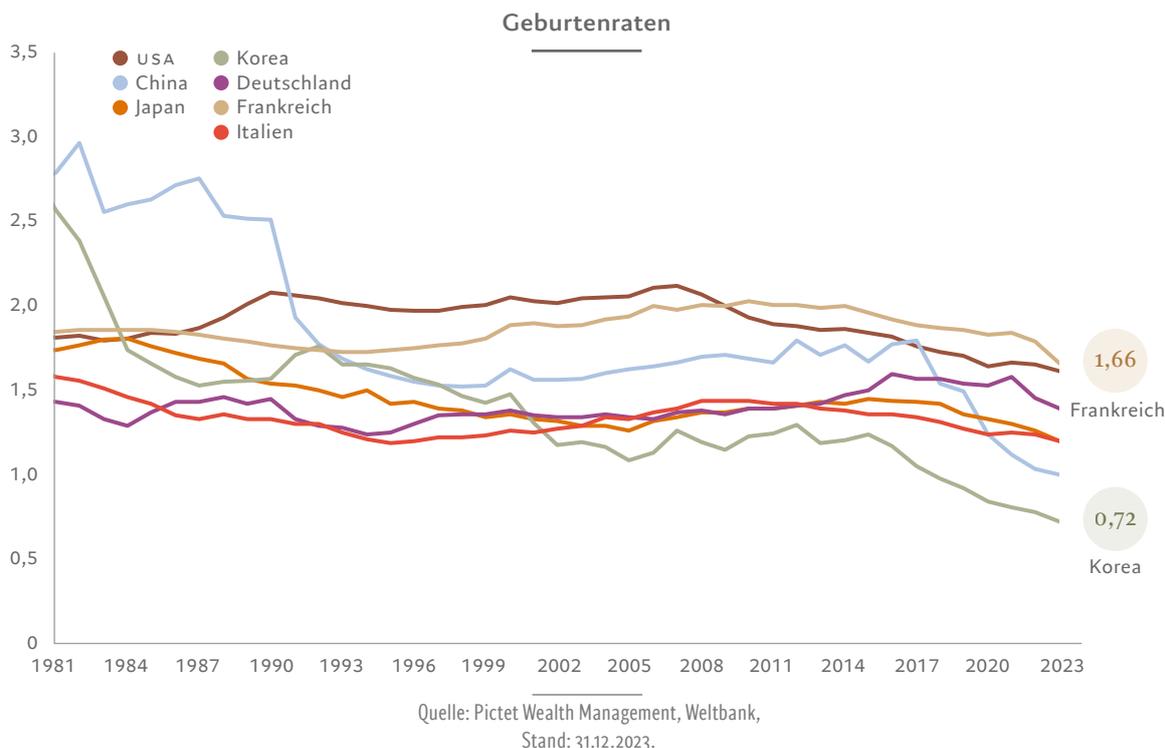
Der medizinische Fortschritt sorgt für eine höhere Lebenserwartung mit gravierenden Folgen für die Weltwirtschaft. In Japan machen ältere Menschen schon heute 30 Prozent der Bevölkerung aus. China, einst für seine jungen Arbeitskräfte bekannt, altert in beispiellosem Tempo. Das Medianalter wird dort bald das Niveau Japans erreichen. Europa geht es kaum besser, denn hier wird dieser Wert bis 2050 auf 48 steigen.

Dieser Wandel führt zu enormem wirtschaftlichem Druck. Gesundheitskosten dürften weiter steigen. Japan gibt heute 11 Prozent seines BIP für Altenpflege aus. Bei immer mehr Rentnern und immer weniger Beitragszahlern brechen die Rentensysteme zusammen. So droht etwa der US-Sozialversicherung bis 2034 die Zahlungsunfähigkeit.

Aber es ist nicht alles schlecht bei diesem Thema. Die „Silver Economy“, die von der Gesundheit bis zur Freizeit die Bedürfnisse der Älteren berücksichtigt, boomt. Und in Japan, wo jeder vierte Arbeitnehmer über 65 Jahre alt ist, helfen die Älteren, den Arbeitskräftemangel zu entschärfen.

„In den Industrieländern dürfte das Wachstum nachlassen, sofern nicht die Produktivität steigt. Den Schwellenländern bleibt unterdessen nur ein begrenztes Zeitfenster, um von ihrer demografischen Dividende zu profitieren, bevor auch sie von der Überalterung eingeholt werden.“

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen.



China hat wegen der schrumpfenden Erwerbsbevölkerung und der demografischen Alterung kürzlich begonnen, das Rentenalter für Männer und Frauen anzuheben.

#### MIGRATION IM WANDEL: TRUMPS HARTER KURS UND EUROPAS DILEMMA

Zuwanderung ist für alternde Länder seit Langem ein Ausweg, aber politisch dreht nun der Wind. In den USA verspricht Präsident Trump Massenabschiebungen, strengere Regeln für Arbeitsvisa und militärischen Grenzschutz. Wenn diese Massnahmen vollständig umgesetzt werden, könnte sich der Arbeitskräftemangel in Schlüssel-

sektoren wie der Landwirtschaft, dem Baugewerbe und der Technologiebranche, in denen Zuwanderer 17 Prozent der Arbeitskräfte stellen, noch verschärfen. Das CBO schätzt, dass die Zuwanderung in den USA in den letzten zehn Jahren jährlich 2 Prozent zum BIP-Wachstum beigetragen hat. Ohne Zuwanderung könnte sich das Wachstum weiter abschwächen.

Vor einem ähnlichen Dilemma steht auch Europa. Ohne Zuwanderung wäre die Bevölkerung Deutschlands seit 1970 um 10 Millionen Menschen geschrumpft, doch die Stimmung gegen Migranten nimmt europaweit zu. Gleichzeitig ringen die Schwellenländer mit eigenen Migrationsproblemen. Indien und die Philippinen profitieren nach wie vor von einer jungen, wachsenden Erwerbsbevölkerung, doch in Lateinamerika, wo Millionen Menschen vor Wirtschaftskrisen geflohen sind, wird die Abwanderung von Fachkräften zunehmend zum Problem.

#### AUSWIRKUNGEN AUF GLOBALES WACHSTUM UND INFLATION

Dieser demografische Wandel wird vielschichtige wirtschaftliche Folgen haben. In den Industrieländern dürfte das Wachstum nachlassen, sofern nicht die Produktivität steigt. Den Schwellenländern bleibt unterdessen nur ein

begrenzt Zeitfenster, um von ihrer demografischen Dividende zu profitieren, bevor auch sie von der Überalterung eingeholt werden.

Auch die Inflationsdynamik verschiebt sich. Arbeitskräftemangel in den USA und Europa könnte zu höheren Löhnen führen und den Preisdruck verstärken. Gleichzeitig gibt eine alternde Bevölkerung tendenziell weniger Geld aus, was deflationär wirken könnte – eine Erfahrung, die Japan seit Jahren macht. Der Joker ist die Technologie: KI und Automatisierung könnten helfen, den Arbeitskräftemangel auszugleichen, aber auch zu mehr Ungleichheit führen, wenn nicht sorgfältig gegengesteuert wird.

Diese demografischen Trends lassen sich nicht umkehren, aber es gibt Möglichkeiten, sich darauf einzustellen. Die Rentensysteme müssen reformiert werden, die Arbeitsmärkte müssen mehr Menschen den gleichberechtigten Zugang ermöglichen und die Zuwanderungspolitik muss den Ausgleich zwischen wirtschaftlichen Erfordernissen und politischen Realitäten schaffen. Wirtschaftlichen Erfolg werden in den kommenden Jahrzehnten diejenigen Länder haben, die neue Wege finden, mit weniger Arbeitskräften, mehr Rentnern und einer sich rasant verändernden Weltordnung Wachstum zu schaffen.

Im Jahr 2050 wird  
**1 von 6**

Menschen weltweit  
über 65 sein, heute  
ist es erst jeder elfte.

Quelle: Weltgesundheitsorganisation, 2023.

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen.

# Globale Neuausrichtung der internationalen Handels- und Kapitalströme und die Rolle des US-Dollar

## Sind ausländische Anleger weiterhin von der Ausnahmestellung der USA überzeugt?

Dank ihrem Status als grösste Volkswirtschaft der Welt und der Rolle des Dollar als Hauptreservewährung spielen die USA in der Weltwirtschaft seit Langem eine dominierende Rolle. Dieses Fundament gerät jedoch zunehmend unter Druck, denn die rasante Ausweitung ihres Zwillingsdefizits bereitet den Marktteilnehmern Sorge.

Ein Hauptziel der aktuellen Trump-Administration ist die Verringerung der Leistungsbilanzlücke durch umfassende Neuausrichtung des Welthandels und Schwächung des Dollar. Eine nachhaltige Verringerung der US-Aus-

sendefizite würde jedoch letztlich einen Abbau des Haushaltsdefizits erfordern – der aber aus heutiger Sicht unwahrscheinlich ist, zumal mit dem OBCCA gerade umfangreiche Steuererleichterungen verabschiedet wurden.

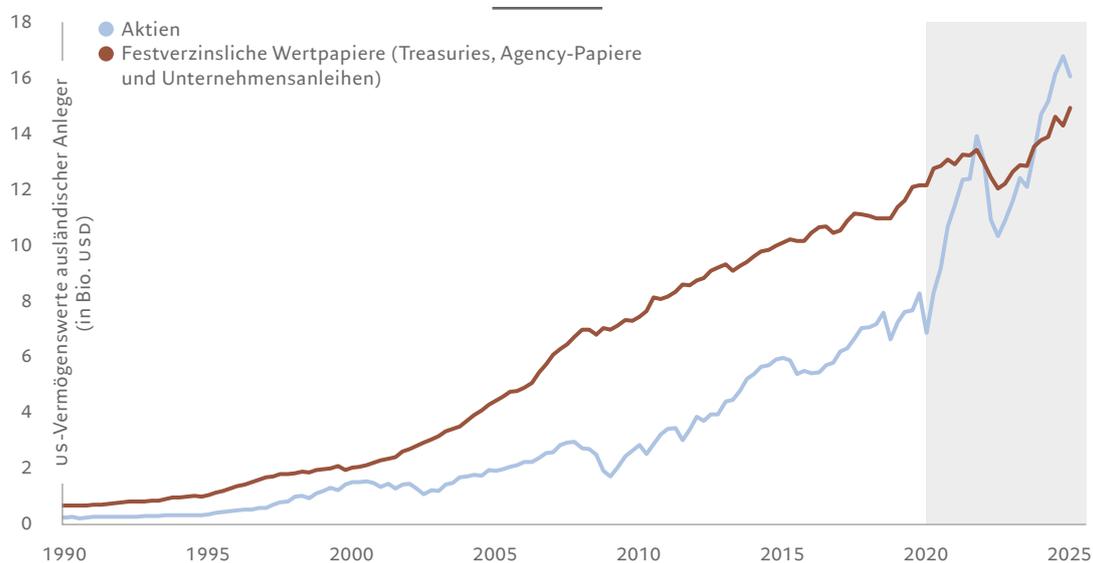
Ein Eckpfeiler der wirtschaftlichen Ausnahmestellung der USA war in den letzten Jahrzehnten die Fähigkeit des Landes, ausländisches Kapital anzulocken. Dies führte zu einer erheblichen Ausweitung ihres Netto-Auslandsvermögensstatus (Net International Investment Position, NIIP) und zu umfangreichen Käufen von

US-Treasuries durch ausländische Anleger, mit denen das US-Defizit finanziert wird.

Dieses Niveau lässt sich aber nur halten, solange die Anleger in die wirtschaftlichen Aussichten des Landes vertrauen. Zuletzt sprach jedoch manches dafür, dass dieses Vertrauen Risse bekommt, und einige ausländische Anleger haben ihr Engagement in US-Wertpapieren daraufhin auf den Prüfstand gestellt.

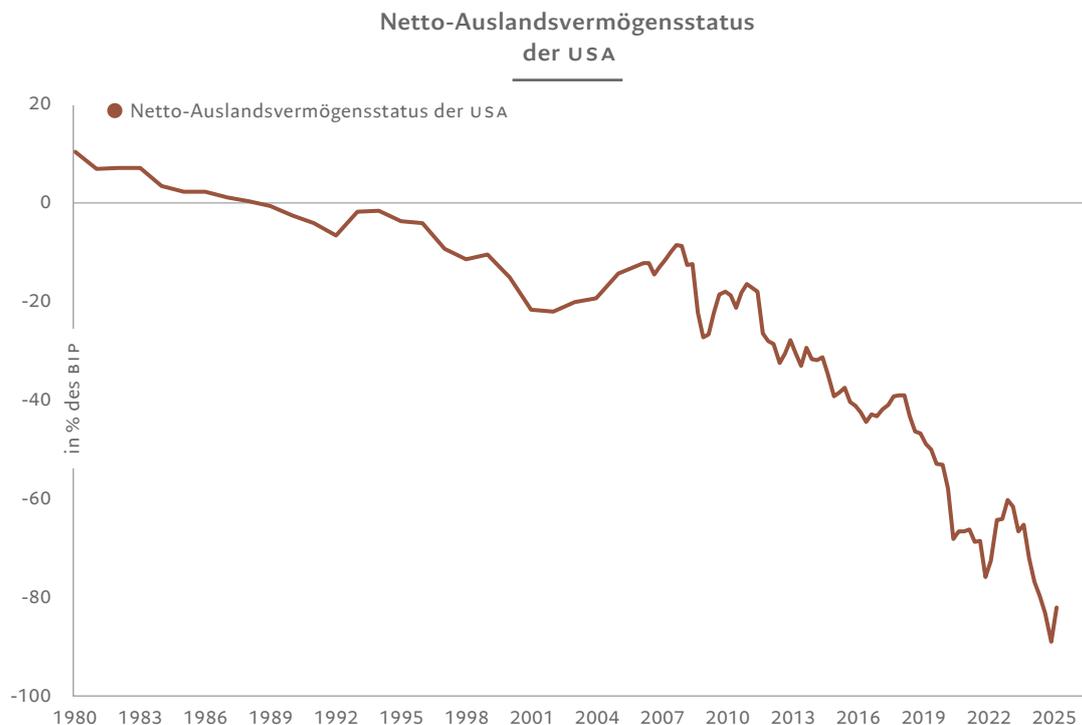
Dieser Wandel droht den Dollar unter Druck zu setzen und die Zinsen in die Höhe zu treiben, was eine Schuldenspirale auslösen und zu hö-

Ausländische Bestände an Aktien und festverzinslichen Wertpapieren aus den USA



Quelle: Pictet Wealth Management, Federal Reserve, Stand: 30.06.2025.

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Wertentwicklung und Erträge können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.



heren Absicherungskosten führen könnte, wodurch sich die NIIP-Lücke verringern könnte.

Doch ausländische Anleger haben wenig Alternativen. Der europäische Kapitalmarkt ist immer noch begrenzt, und dem chinesischen Markt stehen manche Anleger nach wie vor skeptisch gegenüber. Wir rechnen zwar mit umfangreichen Abflüssen aus US-Anlagen in die übrige Welt, aber es ist unwahrscheinlich, dass hierbei ein Bruchpunkt erreicht und der Dollar als Hauptreservewährung abgelöst wird.

Für Länder und Regionen mit grossem Leistungsbilanzüberschuss wie China, Europa oder Japan könnte es indessen schwierig werden, ihre Wirtschaft auf die Schnelle neu auszurichten. Und selbst wenn es ihnen gelingt, werden trotzdem noch hohe Überschüsse bleiben, die der Rest der Welt absorbieren muss – nicht zuletzt die US-Verbraucher, die nach wie vor im Mittelpunkt der globalen Handelsströme stehen. Die Globalisierung

mag zwischen den grossen Blöcken an Tempo verlieren, aber sie entwickelt sich auch weiter, wobei Lieferketten sich neu formieren, länderübergreifend verlagern und bei strategischen Gütern von China abkoppeln. Die Diversifizierung der Anlagen weg von den US-Märkten dürfte allmählich vonstatten gehen und es dem Land erlauben, seinen Ausnahmestatus vorerst zu behalten – wenn auch mit zunehmenden Schwachstellen.

**„Angesichts der rekordhohen  
Defizite der USA wird  
der Status des Dollar inzwischen  
hinterfragt.“**

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Wertentwicklung und Erträge können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

# Kräfteverschiebung in Asien

## Geopolitische und wirtschaftliche Veränderungen angesichts der strategischen Neuausrichtung der USA

Die potenzielle Neuausrichtung der Sicherheitsverpflichtungen der USA mit Blick auf Asien in der zweiten Amtszeit von Donald Trump könnte einen wesentlichen Wandel im geopolitischen und wirtschaftlichen Umfeld der Region bedingen. Seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs haben die USA eine stabilisierende Rolle in der Indo-Pazifik-Region gespielt und das regelbasierte System unterstützt, das ein Wachstum der Wirtschaft und eine regionale Kooperation ermöglicht hat. Die neuen US-Prioritäten, die durch die Fokussierung auf Unilateralismus und den „America-First“-Ansatz geprägt sind, könnten den Wandel der Nachkriegsweltordnung beschleunigen, woraus sich neue strategische Ausrichtungen, wirtschaftliche Anpassungen und Chancen auf eine regionale Führungsrolle ergeben könnten.

### EIN NEUES GEOPOLITISCHES UMFELD

Eine geringere US-Präsenz in Asien würde regionalen Mächten Spielraum eröffnen, mehr Verantwortung bei der Gestaltung der Sicherheitsarchitektur zu übernehmen. So hat China seinen Einflussbereich durch Projekte wie seine „Belt and Road Initiative“ (BRI) ausgeweitet. Peking könnte eine wichtigere Rolle bei der Beilegung

regionaler Konflikte spielen, insbesondere auf der koreanischen Halbinsel, wo ein diplomatisches Engagement nach wie vor von entscheidender Bedeutung ist. Eine klarere Haltung Chinas dürfte das geopolitische Umfeld in Asien mit Blick auf die Taiwanstrasse und das Südchinesische Meer verändern.

Japan und Südkorea, die langjährige Verbündete der USA darstellen, könnten sich um eine Diversifizierung ihrer strategischen Partnerschaften bemühen und gleichzeitig ihre eigenen Verteidigungskapazitäten ausbauen. Die Aufrüstung Japans verspricht indes mehr Sicherheit und eine ausgewogenere Machtverteilung in der Region. Derweil könnte Südkorea seine wirtschaftlichen und diplomatischen Beziehungen zu den Nachbarländern vertiefen, was eine Stärkung der Stabilität in Nordostasien verspricht.

Südostasien mit seinen dynamischen Volkswirtschaften und seiner Funktion als Drehkreuz für den Welthandel könnte seine Rolle als neutraler Gesprächspartner im zehnteiligen umfassenden Verband Südostasiatischer Staaten (ASEAN) festigen. Länder wie Vietnam, Indonesien und die Philippinen könnten eine flexiblere Aussenpolitik verfolgen und mit unterschiedlichen Partnern zusammenarbeiten, um ihren Wohlstand zu wahren.

### DIVERGIERENDE TECHNOLOGIE-ÖKOSYSTEME

Das veränderte US-Engagement könnte ein Auseinanderdriften der US- und chinesischen Technologiestandards beschleunigen. In kritischen Bereichen wie 5G, Halbleiter und KI werden die Länder zunehmendem Druck ausgesetzt sein, sich entweder für das von den USA oder das von China angeführte Technologie-Ökosystem zu entscheiden. Diese Spaltung dürfte sich über den Hardware-Bereich hinaus auch auf digitale Governance-, Datensicherheits- und Cybervorschriften ausweiten, sodass die einzelnen Länder schwierige Entscheidungen treffen müssen, die ihre wirtschaftliche Zukunft beeinflussen könnten.

Die USA und ihre Verbündeten dürften ihre Führungsrolle bei modernen Halbleitern und KI-Forschung behaupten. China holt in diesen Bereichen schnell auf und sticht in Bezug auf die Skalierbarkeit der Produktion und die Telekommunikationsinfrastruktur weiterhin hervor. Kleinere Länder, vor allem in Südostasien, könnten Mühe haben, ihre Neutralität aufrechtzuerhalten, da die beiden grösseren Akteure mittels Handelsinitiativen, Investitionsanreizen und Sicherheitspartnerschaften auf Anpassung drängen. Dies könnte mit der Zeit ein fragmentiertes digitales Umfeld nach sich ziehen, in dem die Interoperabilität sinkt und Innovationen hauptsächlich Insellösungen darstellen werden.

### GEWINNER UND VERLIERER DER NEUEN ORDNUNG

#### Gewinner

1. China: Die geringere US-Präsenz ermöglicht Peking, seinen wirtschaftlichen und technologischen Einfluss auszuweiten, insbesondere durch BRI-Projekte und den Export digitaler Infrastruktur.

„Das veränderte US-Engagement könnte ein Auseinanderdriften der US- und chinesischen Technologiestandards beschleunigen.“

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen.

2. Vietnam und Indien: Beide Länder könnten aufgrund ihrer Neutralität und wettbewerbsfähigen Arbeitsmärkte davon profitieren, dass Unternehmen ihre Lieferketten diversifizieren und Produktionsstätten aus China in andere Länder verlagern.
3. Technologieorientierte Mittelmächte (Südkorea, Taiwan und Singapur): Diese Volkswirtschaften verfügen über moderne Industrien und die strategische Flexibilität, mit der Divergenz zurechtzukommen, und könnten eine Brückenfunktion zwischen den konkurrierenden Technologielagern übernehmen.
4. Ressourcenreiche Länder (Australien, Indonesien): Diese Staaten, die über wichtige Mineralien und Energiereserven verfügen, bleiben sowohl für die US- als auch für die chinesischen Lieferketten unverzichtbar.

#### Verlierer

1. Kleinere ASEAN-Länder (Kambodscha, Laos, Myanmar): Diese Volkswirtschaften sind weniger gut imstande, dem Anpassungsdruck aus China standzuhalten, und laufen Gefahr, in grössere finanzielle Abhängigkeit zu geraten und ihre wirtschaftliche Souveränität einzubüssen.
2. US-Technologieriesen: Sollte sich die Entkopplung beschleunigen, könnten Unternehmen wie Apple und Nvidia im Zuge der veränderten Wirtschaftsbeziehungen zwischen den USA und China ihren Zugang zum grossen chinesischen Absatzmarkt und der Produktionsbasis in China verlieren.
3. Globale Innovation: Ein gespaltenes Technologie-Ökosystem beeinträchtigt die länderübergreifende Zusammenarbeit, wodurch sich der Fortschritt in Bereichen wie Klimatechnologie und medizinischer Forschung verlangsamt.

#### FAZIT

Das sich wandelnde geopolitische Umfeld birgt Chancen und Risiken. Die asiatischen Volkswirtschaften sind widerstandsfähig genug, um sich anzupassen. Das Auseinanderdriften der Technologiestandards und Lieferketten dürfte jedoch Gewinner und Verlierer hervorbringen, wobei die Mittelmächte am besten positioniert sein werden, mit dem Wandel zurechtzukommen. Die wichtigste Herausforderung für die Region wird darin bestehen, ihre offenen Handelsbeziehungen und Innovationskraft trotz des zunehmenden Wettbewerbs zwischen den Grossmächten aufrechtzuerhalten.

## Chinas fiskalpolitische Antwort: kurzfristige Lösung und langfristige Strategie Die Schliessung des Haushaltslochs bei den Lokalverwaltungen erfordert Reformen

Chinas offizielle  
Staatsverschuldung lag  
Ende 2024 bei rund

# 60%

des BIP.

Quelle: Internationaler Währungsfonds,  
Stand: 04.04.2025.

Hohes BIP-Wachstum ist seit Jahrzehnten das erklärte Ziel der chinesischen Regierung. Wichtigster politischer Hebel für die Wachstumsförderung ist die Fiskalpolitik, die neben „budgetären“ fiskalischen Hebeln auch quasifiskalische Hebel wie etwa Infrastrukturinvestitionen umfasst. Dies hat jedoch zu zunehmender finanzieller Instabilität geführt, die nicht nur eine hohe Verschuldung der Gesamtwirtschaft und der Lokalverwaltungen zur Folge hatte, sondern auch zu Risiken im Schattenbankensektor und zu Immobilienblasen beitrug. All diese finanziellen Probleme haben eine fiskalische Ursache, die mit Chinas Fiskalsystem zu tun hat.

Das chinesische Fiskalsystem ist stark dezentralisiert, und für die meisten Ausgaben sind die Lokalverwaltungen zuständig, die aber lokal

nur begrenzte Einnahmequellen haben. Obwohl auf die Lokalverwaltungen nur rund die Hälfte der Haushaltseinnahmen entfällt, müssen sie für etwa 90 Prozent der Ausgaben aufkommen. Um ihren Ausgabenverpflichtungen nachzukommen, nutzen sie deshalb zusätzlich zu ihren Haushaltseinnahmen auch Einnahmen aus Grundstücksverkäufen („Land Fiscal Regime“) und ausserbilanzielle Kreditaufnahme, etwa von sogenannten „Local Government Financing Vehicles“ (LGFVs), die als Schattenbanken fungieren. Dieses System ist in Verbindung mit den strukturellen bzw. zyklischen Faktoren, deretwegen ständig höhere Infrastrukturinvestitionen benötigt werden, die Ursache der grossen Probleme finanzieller Instabilität.

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen.

Im letzten Jahrzehnt hat die Bedeutung der Finanzstabilität deutlich zugenommen, und die Politik hat einen umfassenden Paradigmenwechsel von der ausschliesslichen Konzentration auf Wachstum hin zu einem Gleichgewicht zwischen Wachstumsstabilität und Finanzstabilität vollzogen. Wichtige Folgen dieses Paradigmenwechsels sind eine weniger überschüssende Konjunkturpolitik und weniger Druck zur Schuldenanhäufung.

Auch politisch wurden erhebliche Anstrengungen unternommen. In China ist das Problem der öffentlichen Verschuldung anders gelagert als in anderen wichtigen Volkswirtschaften. Zum Beispiel sind die Lokalverwaltungen viel höher verschuldet als der Zentralstaat, wobei zwischen den Regionen erhebliche Unterschiede

bestehen. So entfielen von der offiziellen Verschuldung der öffentlichen Hand, die sich Ende 2024 auf etwa 60 Prozent des BIP belief, 35 Prozent auf die Lokalverwaltungen und 25 Prozent auf den Zentralstaat. Die offizielle Verschuldung Chinas ist im internationalen Vergleich nicht hoch, was die konservative Haltung der Regierung in der Haushaltspolitik widerspiegelt. Das grösste Risiko hängt in erster Linie damit zusammen, dass die Lokalverwaltungen in erheblichem Umfang implizite Schulden angehäuft haben.

Um das Problem der impliziten Verschuldung in den Griff zu bekommen, hat die chinesische Regierung vor allem, wie sie es bezeichnet, „die Hintertür geschlossen“, also den Lokalverwaltungen die ausserbilanzielle

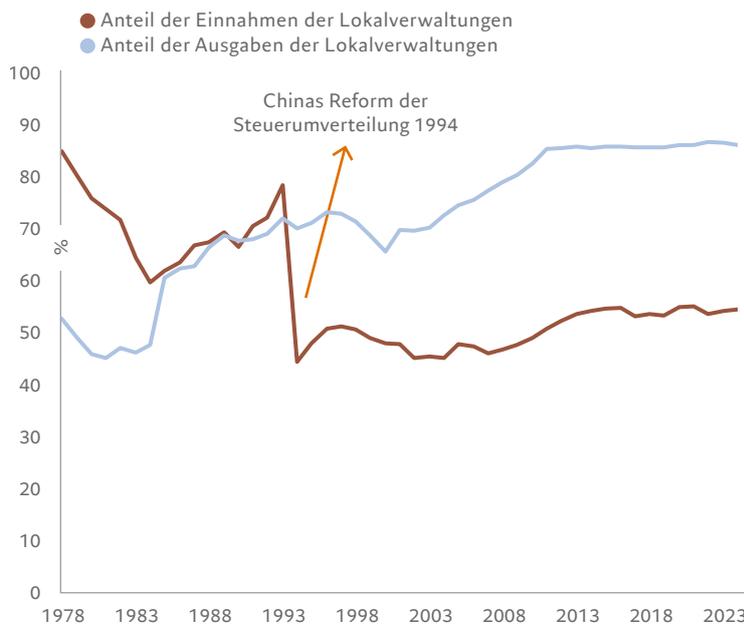
Kreditaufnahme verboten, und gleichzeitig „die Vordertür geöffnet“, also die Kreditaufnahme der Lokalverwaltungen über reguläre Anleihen der Lokalverwaltungen erhöht. So wurde beispielsweise die Obergrenze für Sonderanleihen der Lokalverwaltungen in den vergangenen zehn Jahren um 4300 Prozent von 100 Milliarden Renminbi im Jahr 2015 auf 4,4 Billionen Renminbi im Jahr 2025 erhöht. Von 2015 bis 2018 führte die Regierung die erste Runde eines gross angelegten Debt-Swap-Programms durch, bei der Lokalverwaltungsanleihen mit einem Volumen von rund 14 Billionen Renminbi zum Tausch gegen ausstehende implizite Schulden ausgegeben wurden. Zudem setzt die Regierung Debt-to-Debt-Swaps um, bei denen kurzfristige und kostenintensive Schulden in langfristige und kostengünstigere Schulden getauscht werden, um die Laufzeitinkongruenz zu verringern.

Diese Massnahmen waren zwar hilfreich, aber dennoch ist die implizite Verschuldung der Lokalverwaltungen in den letzten Jahren weiter auf rund 14 Billionen Renminbi angestiegen. Im vergangenen Jahr startete die Regierung eine weitere Runde des Debt-Swap-Programms, bei der Lokalverwaltungsanleihen mit einem Volumen von rund 12 Billionen Renminbi ausgegeben werden sollen.

Um Chinas implizite Verschuldung anzugehen, sind strukturelle Massnahmen und eine Reform des Fiskalsystems erforderlich. Damit könnten auch andere Finanzprobleme gelöst werden, etwa durch Bekämpfung der Spekulation mit Wohnimmobilien. Ohne Zweifel ist diese Strategie schwierig, kompliziert und zeitintensiv. Eine neue Reformrunde sollte vor allem eine klarere Aufteilung der Ausgabenverantwortung zwischen den Verwaltungsebenen zum Ziel haben. Unterdessen sollte eine Steuerreform den Lokalverwaltungen höhere Steuereinnahmen aus stabileren und enger mit der lokalen Wirtschaft korrelierten Quellen bringen, etwa aus einer Verbrauchs- und einer Grundsteuer.

China legt fiskalpolitisch seit jeher mehr Gewicht auf investive Ausgaben, während die Ausgaben für Soziales und Sicherheit unzureichend sind. Dies ist einer der Hauptgründe dafür, dass in China der Konsumanteil am BIP relativ niedrig ist. Eine Erhöhung der Ausgaben in diesen Bereichen wäre also wichtig für die Wiederherstellung des wirtschaftlichen Gleichgewichts.

Ungleichgewicht zwischen Steuereinnahmen und Ausgaben chinesischer Lokalverwaltungen



Quelle: Pictet Wealth Management, Wind, Stand: 31.12.2024.

„Das chinesische Finanzsystem ist stark dezentralisiert, und für die meisten Ausgaben sind die Lokalverwaltungen zuständig, die aber lokal nur begrenzte Einnahmequellen haben.“

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen.

# Wohin steuert Europa?

## Die nächsten zehn Jahre werden entscheidend sein

Europa steht vor geballten wirtschaftlichen, geopolitischen und demografischen Herausforderungen. Russlands Überfall auf die Ukraine hat die Selbstverständlichkeit des Friedens auf dem Kontinent erschüttert und grosse Schwachstellen bei der europäischen Energiesicherheit und Verteidigung offengelegt. Gleichzeitig ringt Europa mit den Auswirkungen von stagnierender Produktivität, sinkender Wettbewerbsfähigkeit und angespannten öffentlichen Finanzen. Hinzu kommen die Unsicherheit über die US-Politik und die drohenden Zölle.

In den vergangenen zwei Jahrzehnten hat die EU im Vergleich zu den USA wirtschaftlich immer mehr an Boden verloren. Das transatlantische BIP-Gefälle hat sich seit 2000 erheblich vergrössert. Der Kern dieser Divergenz liegt im anhaltenden Rückgang des Produktivitätswachstums in der EU.

In der EU sind dem Draghi-Bericht zufolge pro Jahr zusätzliche Investitionen in Höhe von EUR

**750 bis  
800 Mrd.**  
erforderlich

Der im vergangenen Jahr erschienene Draghi-Bericht<sup>1</sup> zur Wettbewerbsfähigkeit der EU enthält einen umfassenden Fahrplan für Strukturreformen in Europa. Zu seinen zentralen Feststellungen gehört der dringende Handlungsbedarf mit Blick auf die schwache Produktivität in Sektoren, in denen die EU besonders weit abgehängt ist – vor allem bei Digitaltechnologie, Energie und Verteidigung.

Als Hauptgrund für das Produktivitätsgefälle zwischen der EU und den USA nennt der Bericht, dass Europa die erste Welle der digitalen Revolution nicht genutzt und weder grosse Technologieunternehmen aufgebaut noch globale Champions geschaffen hat. Während die Produktivität von an US-Börsen kotierten Technologiefirmen erheblich gestiegen ist – in den letzten 20 Jahren um rund 40 Prozent –, haben europäische Firmen nach Schätzungen des IWF<sup>2</sup> kaum Fortschritte gemacht. Erschwerend kommt hinzu, dass europäische Unternehmen weit weniger in Forschung und Entwicklung investieren als die amerikanische Konkurrenz (im Jahr 2023 nur 2,2 Prozent des BIP gegenüber 3,6 Prozent).

Dies ist jedoch nur ein Aspekt eines grösseren Problems. Überall auf dem Kontinent finden sich nur wenige wachstumsstarke Unternehmen, und die wenigen sind oft klein und tragen kaum zur Beschäftigung oder Innovation bei. In Europa gibt es zu viele reife Unternehmen, die zu klein sind, um die wirtschaftliche Transformation voranzutreiben. Zusätzlich eingeschränkt werden die Möglichkeiten der Unternehmen, zu expandieren und international zu konkurrieren, durch zersplitterte Konsumenten- und Arbeitsmärkte, Kapitalknappheit und Fachkräftemangel.

Diese strukturellen Schwächen wurden durch die jüngsten geopolitischen Schocks schonungslos offengelegt. Europas jahrzehntelange Abhängigkeit von billigem russischem Gas rächte sich mit steigenden Energiepreisen, welche die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie schwächten, be-

sonders in Ländern wie Deutschland. Unterdessen hat die Erkenntnis, dass Europa zu wenig in Verteidigung investiert, ein Umdenken in Sicherheitsfragen ausgelöst. Doch auch wenn einige Mitgliedstaaten begonnen haben, ihren Verteidigungshaushalt zu erhöhen, liegen die meisten immer noch unter der alten NATO-Zielmarke von 2 Prozent des BIP. Zuletzt haben sich die NATO-Staaten bei den Verteidigungsausgaben auf ein ambitionierteres Ziel in Höhe von 5 Prozent geeinigt, von denen mindestens 3,5 Prozent konkret für Kernfähigkeiten und 1,5 Prozent für weitere Ausgaben mit Verteidigungs- oder Sicherheitsbezug vorgesehen sind.

Jenseits des Themas Verteidigung stellt sich die grössere Frage nach der strategischen Autonomie. Die veränderte US-Politik und die ungewissen Sicherheitsgarantien haben verdeutlicht, wie dringend Europa im Inneren widerstandsfähig werden muss – wirtschaftlich, technologisch und militärisch.

Dies wird einen historischen Investitionsschub erfordern. Nach Schätzungen im Draghi-Bericht muss die EU bis 2030 jährlich 750 bis 800 Milliarden Euro zusätzlich mobilisieren, um ihre strategischen Ziele zu erreichen: Digitalisierung, Energiewende und Verteidigungsmodernisierung. Dies würde bedeuten, dass der Anteil der Investitionen am EU-BIP von derzeit rund 22 Prozent auf etwa 27 Prozent steigt – nach jahrzehntelangem Rückgang eine dramatische Wende.

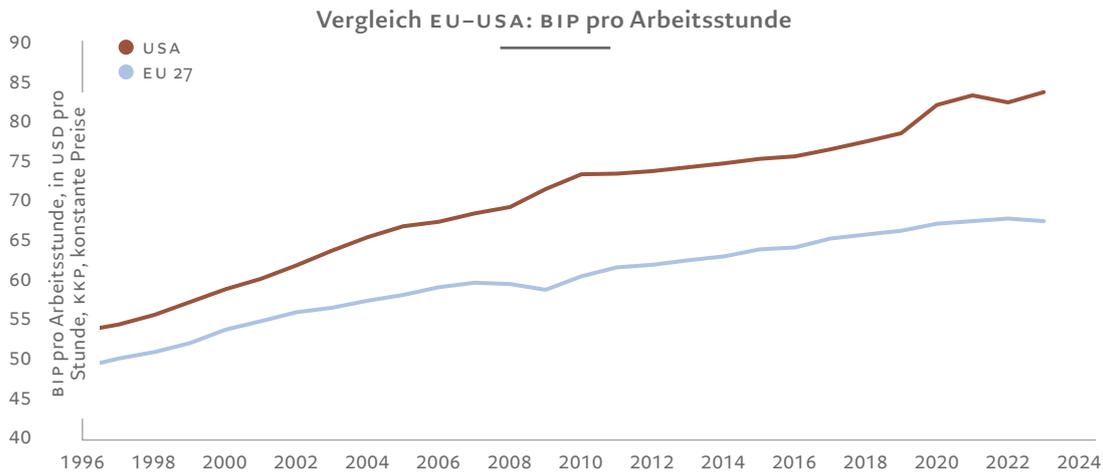
### DOCH WER ZAHLT DIE ZECHEN?

Die strittigste Frage bleibt, wie dieser Investitionsschub in Europa finanziert werden soll. An diesem Punkt scheiden sich die Geister. Die Mitgliedstaaten haben sehr unterschiedliche finanzielle Möglichkeiten, und viele stehen vor der schwierigen Entscheidung, ob sie in die künftige Widerstandsfähigkeit investieren oder an versprochenen Sozialausgaben festhalten sollen.

1 Draghi, M. (2024) Die Zukunft der europäischen Wettbewerbsfähigkeit. Teil A: Eine Strategie für die Wettbewerbsfähigkeit Europas und Teil B: Vertiefende Analysen und Empfehlungen.

2 Adilbish, O., D. Cerdeiro, R. Duval, G. Hong, L. Mazzone, L. Rotunno, H. Toprak, M. Vaziri. 2025. „Europe’s Productivity Weakness: Firm-Level Roots and Remedies.“ IMF Working Paper 25/40, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen.



Quelle: Pictet Wealth Management, OECD, Stand: 01.01.2023.

Im Rahmen ihrer Initiative „Re-Arm Europe“ hat die Europäische Kommission vorgeschlagen, die Fiskalregeln zu lockern, um den Ländern mehr Flexibilität bei der Verteidigungsfinanzierung zu geben, aber manche Regierungen fürchten eine Gegenreaktion der Märkte oder einen Anstieg der Verschuldung.

Der Gemeinschaftshaushalt der EU ist mit etwas mehr als 1 Prozent des BIP einfach zu klein angesichts der erforderlichen Transformation. Zudem leidet die Region unter einem zersplitterten Finanzsystem, das stark auf Bankkredite setzt – für die Finanzierung risikoreicher, innovationsorientierter Projekte eher ungeeignet. Banken bevorzugen tendenziell Unternehmen mit physischen Sicherheiten, zum Nachteil von Start-ups oder Technologiefirmen mit immateriellen Vermögenswerten wie Software oder Patenten.

Eine vielversprechende Lösung besteht darin, die hohen Sparvermögen in Europa – rund 10 Billionen Euro stecken in Bankeinlagen – für die nötigen Investitionen besser nutzbar zu machen. Dazu sollen im Rahmen der Pläne für eine europäische Spar- und Investitionsunion (SIU) stärker integrierte und effizientere Kapitalmärkte geschaffen werden, die privates Kapital in langfristige Projekte lenken. Derzeit meiden viele europäische Anleger aktienbasierte Produkte, und so tiefe und liquide Finanzmärkte wie in den USA gibt es in der EU nicht. Ein einheitlicherer Kapitalmarkt könnte die

Finanzierungskosten senken, innovative Unternehmen unterstützen und Investitionen aus aller Welt anlocken.

Ausserdem ist eine stärkere Integration des Binnenmarkts wichtig, um Wachstumsblockaden zu lösen. Europa hat erhebliche Fortschritte bei der Beseitigung von Handelshemmnissen gemacht, vor allem im Warenverkehr, aber besonders bei Dienstleistungen, Energie, Finanzen und Kommunikation bestehen nach wie vor grosse Hindernisse.

Die Schaffung eines wirklich einheitlichen Marktes würde für die Unternehmen Anreize schaffen, zu expandieren, in Forschung und Entwicklung zu investieren und europaweit zu konkurrieren. Mit einer Absenkung interner Handelsschranken um nur 10 Prozent könnte die EU ihr BIP um 7 Prozent steigern, wie Untersuchungen des IWF<sup>3</sup> zeigen.

Auch die Industriepolitik kann zur Lösung der Probleme beitragen, sofern sie zukunftsorientiert ist. Anstatt reife Sektoren vor Veränderung zu schützen, sollte die öffentliche Hand den Unternehmen helfen, klimafreundliche Technologien einzuführen, die digitale Transformation anzunehmen und im globalen Wettbewerb zu bestehen. Fehlgeleitete Massnahmen bergen die Gefahr, dass sie den Handel verzerren und das überholte Wirtschaftsmodell eines Landes festschreiben. Mit einer Koordinierung der Industriepolitik auf EU-Ebene oder gar einer Bündelung der Entscheidungsprozesse liesse sich dop-

pelter Aufwand vermeiden, und Anreize könnten besser aufeinander abstimmt werden.

Zusätzliche Komplexität kommt durch den demografischen Wandel ins Spiel. In Europa wird die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter schrumpfen, und dies erhöht den Druck auf die Produktivität und die öffentlichen Finanzen. Hürden für die Arbeitskräftemobilität, Qualifikationsdefizite und Unterinvestitionen in Humankapital machen es Europa schwer, seine Erwerbsbevölkerung zu verjüngen und Innovationen zu fördern.

Die nächsten zehn Jahre werden entscheidend sein. Der Draghi-Bericht präsentiert ein klares und zeitgemässes Konzept. Und mit dem Problembewusstsein wächst mittlerweile auch die politische Entschlossenheit. Über die Notwendigkeit von strategischer Autonomie, tieferen Kapitalmärkten und mutigen, koordinierten Investitionen besteht zunehmend Einigkeit. Der eingeschlagene Kurs ist vielversprechend – und die Bereitschaft zum Handeln scheint so stark wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Das Finanzpaket, das die deutsche Regierung im März verabschiedet hat, spiegelt diesen Wunsch nach Veränderung wider. Insgesamt sind wir der Meinung, dass sich die EU auf einem guten Weg befindet. Wenn ihr Reform- und Kooperationswille von Dauer ist, dürfte sich der Abstand zu den USA verkürzen.

3 Kammer A. (June 2025), „Europe’s Integration Imperative“, Finance and Development, IWF.

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen.

# Industriepolitik: Verteidigung und Technologie

## Die Entwicklung der industriellen Verteidigung jenseits des Schlachtfelds

Die Zukunft der Verteidigung wird sich in den nächsten zehn Jahren dramatisch verändern, getrieben durch rasante technologische Fortschritte und neue geopolitische Dynamiken. Diese Veränderungen werden dazu führen, dass Staaten ganz anders für ihre Sicherheit sorgen müssen, mit weitreichenden wirtschaftlichen Folgen für Industrien und globale Märkte.

Der Krieg in der Ukraine und Präsident Trumps Drohung, aus der NATO auszutreten, haben Europas Schwachstellen offengelegt und dazu geführt, dass die kollektive Verteidigung wieder in den Mittelpunkt rückt. Der „ReArm Europe“-Plan der Europäischen Kommission und Deutschlands gigantisches Finanzpaket markierten im Jahr 2025 eine klare

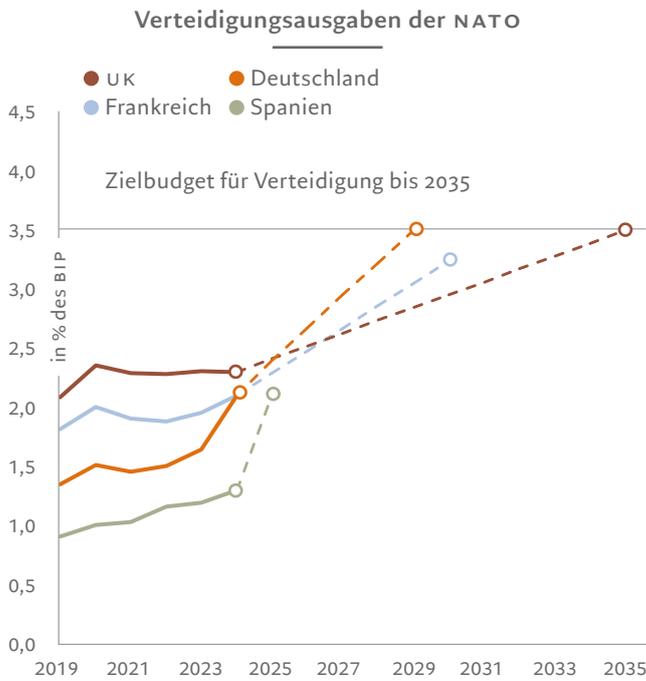
Wende – beide Initiativen zielen darauf ab, die militärischen Fähigkeiten Europas zu stärken und die Interoperabilität zwischen den Mitgliedstaaten zu verbessern.

Unter anderem die Appelle der NATO an ihre Mitglieder, ihre Verteidigungsausgaben zu erhöhen, dürften für einen Anstieg der Investitionen in den weltweiten Verteidigungssektor sorgen. Dieser Kapitalzufluss wird die heimische Industrie beleben und die Nachfrage nach qualifizierten Arbeitskräften erhöhen.

Gleichzeitig streben viele Länder nach technologischer Überlegenheit, um die eigene Sicherheit zu stärken, und treiben Durchbrüche in der KI, der Quantentechnologie und der Raumfahrtindustrie voran. Diese Innovationen, die ursprünglich aus dem militärischen Bereich stammen, finden häufig auch Anwendung in zivilen Sektoren und dürften zu mehr Produktivität und wirtschaftlichem Wohlstand führen.

Da jedoch nicht alle Länder ihre Verteidigungsausgaben im selben Ausmass erhöhen können, droht sich die weltweite Kluft weiter zu vergrössern. So bestehen in Ländern wie Grossbritannien Haushaltsengpässe, die dem Verteidigungsetat Grenzen setzen könnten. Darüber hinaus wirft die rasche Einführung neuester Militärtechnologien ethische und rechtliche Fragen auf, die dringend geklärt werden müssen.

In den nächsten zehn Jahren werden sich die Verteidigungstechnologie und verwandte Bereiche als entscheidender Motor für Wirtschaftswachstum und Innovation erweisen. Staaten, die klug in Spitzentechnologien investieren und die internationale Kooperation vertiefen, können ihre Sicherheit stärken und neue wirtschaftliche Möglichkeiten erschliessen.



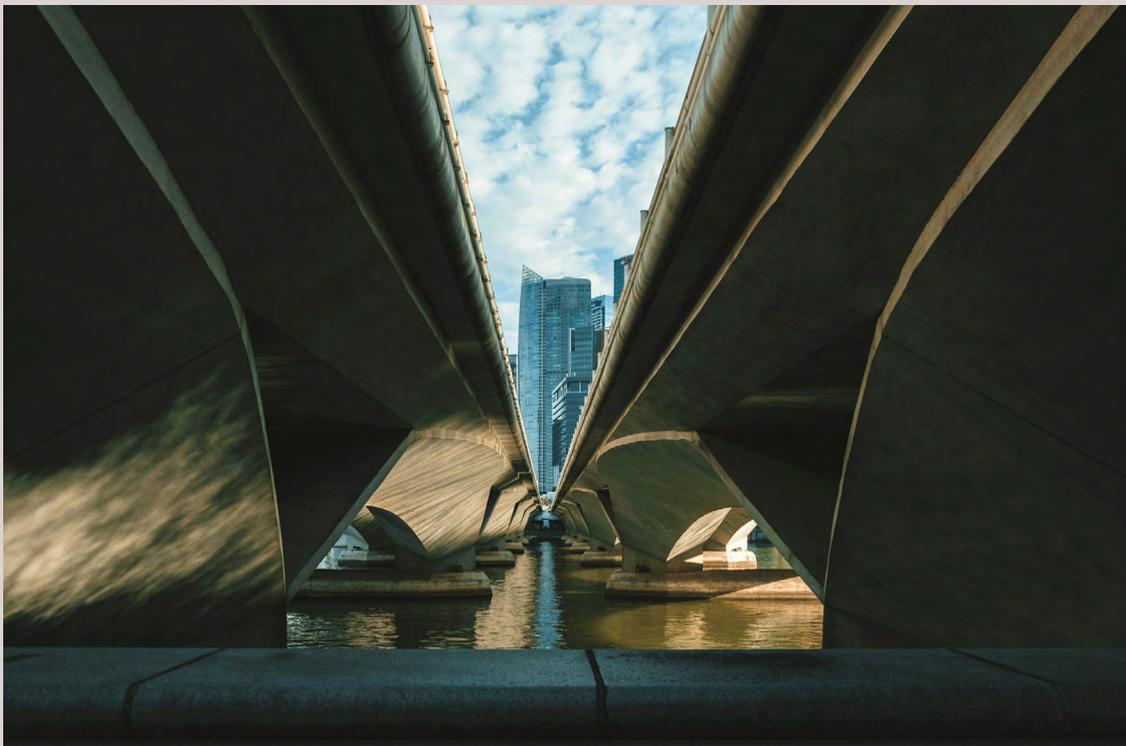
**„In den nächsten zehn Jahren werden sich die Verteidigungstechnologie und verwandte Bereiche als entscheidender Motor für Wirtschaftswachstum und Innovation erweisen.“**

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen.



TEIL 2

# Themen im Fokus



Die Esplanade Bridge überspannt die Mündung des Singapore River und ist eine wichtige Verbindung zwischen dem Marina Centre und dem Merlion Park. Die 1997 erbaute Konstruktion

mit zwei Fahrbahnen und zwei Promenaden ist 261 Meter lang und bietet einen atemberaubenden Blick auf die Marina Bay.

„Nicht technologische  
Präferenzen, sondern zentrale  
geopolitische und  
wirtschaftliche Überlegungen  
bestimmen fortan die  
Entscheidungen der  
verschiedenen Länder.“

# Themen im Fokus

|   |    |
|---|----|
| Die grosse digitale Entkopplung               | 39 |
| China führt globale Energiewende an           | 41 |
| Steigende Laufzeitprämien: ein globaler Trend | 44 |

# Die grosse digitale Entkopplung

## Die Rivalität zwischen China und den USA stellt die Länder vor die Wahl zwischen technologischen Ökosystemen

Die Modelle o3 und o4 mini von OpenAI bringen eine deutliche Verbesserung bei der Programmierung. So stieg die Erfolgsquote bei Branchentests dieses Jahr auf

# 69%

Quelle: OpenAI, Stand: 15.04.2025.

Als das chinesische KI-Start-up DeepSeek im Januar ein grosses Sprachmodell mit einer mit dem US-Konkurrenzprodukt von OpenAI vergleichbaren Performance zu einem Bruchteil der Kosten und benötigten Rechenleistung lancierte, wurde damit nicht nur ein Kampf zwischen den USA und China um die KI-Vorherrschaft entfacht.

Es war auch der Beginn einer neuen Weltordnung. Regierungen stehen fortan vor einer schwierigen Wahl, die über ihre technologische Unabhängigkeit, politischen Bündnisse und wirtschaftliche Zukunft entscheidet. Sie befinden sich an einem Scheideweg und müssen abwägen, ob sie der US- oder der chinesischen Technologie den Vorzug geben oder doch den schwierigen Spagat zwischen beiden wagen wollen – eine Entscheidung mit tiefgreifenden Folgen.

### DIE GROSSE DISRUPTION

Im Mittelpunkt dieser Veränderungen steht die Frage nach Ressourcen. Die USA verfolgen seit jeher einen investitionsintensiven Ansatz. Das Training eines Frontier-Modells wie GPT-4 von OpenAI verursacht Kosten in Höhe von schätzungsweise 63 Millionen US-Dollar, wobei grosse US-Labore bis 2024 regelmässige Investitionen von über 100 Millionen US-Dollar tätigten.

„Politische Entscheidungsträger rund um den Globus befinden sich an einem Scheideweg und müssen sich entscheiden, ob sie der US-amerikanischen oder der chinesischen Technologie den Vorzug geben.“

DeepSeek stellte dieses Konzept auf den Kopf. Berichten zufolge kostete das Training des leistungsstarken V3-Modells gerade einmal 5,56 Millionen US-Dollar. Erreicht wurde diese beeindruckende Effizienz mittels ausgeklügelter Techniken wie der „Destillation“, bei der kleinere, agilere „Schüler“-KI-Modelle mit den Ergebnissen grösserer „Lehrer“-Modelle trainiert wurden, und einer innovativen Architektur.

DeepSeek traf die bahnbrechende Entscheidung, sein leistungsstarkes R1-Reasoning-Modell als Open Source bereitzustellen. Dadurch erhält jeder Zugang zu hochmoderner KI, die Entwicklern weltweit kostenlos zur Verfügung steht. Das API des Unternehmens (der Dienst, über den auf das Modell zugegriffen wird) ist mehr als 90 Prozent günstiger als das Pendant von OpenAI. Das Grundelement der KI wird somit zur Commodity. Dieser Trend bedroht den Wettbewerbsvorteil proprietärer, kostenintensiver Systeme.

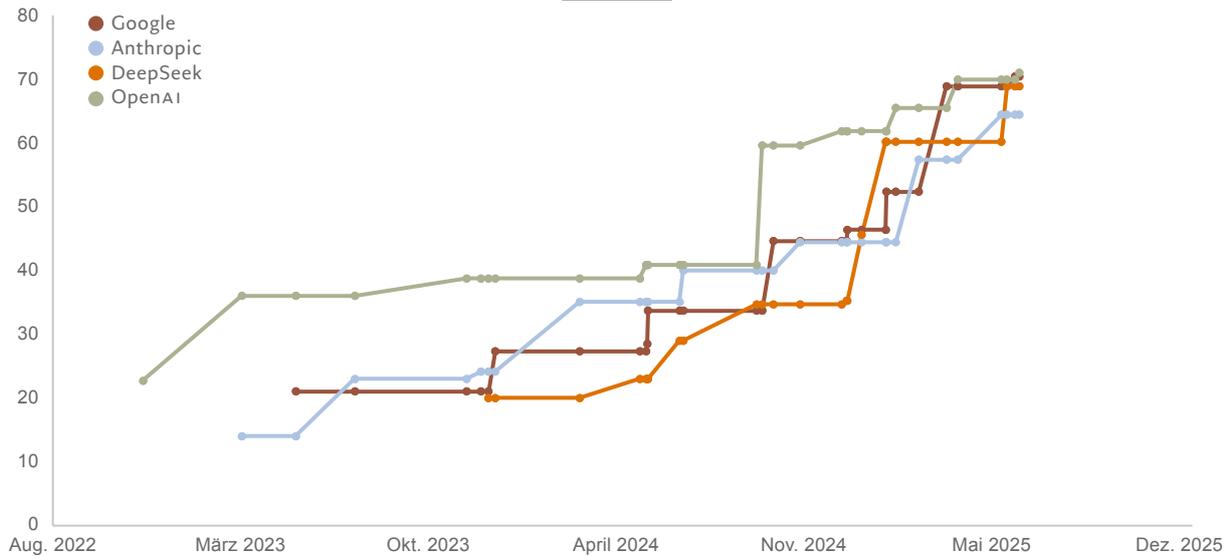
Doch die KI-Titanen in den USA sehen nicht tatenlos zu. Der CEO von OpenAI, Sam Altman, hat „wesentlich bessere Modelle“ versprochen, und mit seinen jüngsten Neuerungen hat das Unternehmen beachtliche Fortschritte bei komplexen Denkprozessen und beim Programmieren erzielt. Diese Modelle haben die Fähigkeit der KI zur Lösung von Programmierproblemen deutlich verbessert. So fiel die Erfolgsquote bei Branchentests in diesem Jahr mit 69 Prozent erheblich besser aus als 2023 mit gerade einmal 4,4 Prozent. Die Botschaft aus dem Silicon Valley ist klar: Wir lassen uns die KI-Vorherrschaft nicht nehmen.

### DER CHIP-KRIEG UND DAS STREBEN NACH AUTARKIE

Dieser Kampf der Algorithmen wird auf dem Gebiet der Hardware ausgefochten. Die USA haben die Technologieabhängigkeit Chinas erkannt und deshalb strenge Exportkontrollen für moderne und für die

Nur zu Illustrationszwecken. Diese Seite kann Informationen über Finanzinstrumente oder Emittenten enthalten, stellt aber keine direkte oder stillschweigende Empfehlung irgendeiner Art dar (weder generell noch individuell).

## Intelligenz von Frontier-Sprachmodellen im Laufe der Zeit



Hinweis: Artificial Analysis Intelligence Index: Kombinierte Kennzahl, die mehrere Dimensionen der Intelligenz berücksichtigt und damit eine einfache Vergleichsgrösse für die Intelligenz der einzelnen Modelle darstellt. Abgebildet werden 7 Benchmarks: MMLU-Pro, GPQA Diamond, Humanity's Last Exam, LiveCodeBench, SciCode, AIME und MATH-500.  
Quelle: Pictet Wealth Management, Artificialanalysis, Stand: 10.06.2025.

KI unverzichtbare Halbleiterchips eingeführt. Dieser Schritt sollte China ausbremsen, hat stattdessen aber bewirkt, dass das Land intensiv nach technologischer Autarkie strebt. China reagierte schnell und entschlossen, und so avancierte ein chinesischer Tech-Gigant mit seinen Chips, die sich bei chinesischen Unternehmen wachsender Nachfrage erfreuen, zu einem echten Konkurrenten für US-Chiphersteller. Die USA stärken unterdessen ihre eigene Lieferkette. Der CHIPS Act sieht über 52 Milliarden US-Dollar für Anreize zur Rückverlagerung der

Chipherstellung in die USA vor. Die US-Technologiegiganten investieren ebenfalls in erheblichen Masse in die Entwicklung massgeschneiderter KI-Chips, um ihre Abhängigkeit von einzelnen Zulieferern zu verringern. Doch trotz dieser Bemühungen bleibt eine technologische Kluft bestehen. China hinkt bei der Herstellung modernster Chips weiter hinterher. Allerdings sind chinesische Firmen mittlerweile äusserst gut darin, Workarounds zu finden – vom Leasing von Offshore-Rechenzentren bis hin zur Vorratshaltung – und lassen keinen Zweifel an ihrer Entschlossenheit, diese Kluft zu beseitigen.

heikle Themen zu zensieren und Staatskritik herauszufiltern. Dadurch sind die Konzepte einer „demokratischen“ im Vergleich zu einer „autokratischen“ KI entstanden – mit erheblichen Auswirkungen auf Datensicherheit und Datenschutz. In Washington befürchtet man, China könnte die globalen Nutzerdaten dafür verwenden, seine KI für Spionagezwecke oder zur böswilligen Einflussnahme zu trainieren. Diese Bedenken haben eine digitale Entkopplung angetrieben, sodass Dienste wie Perplexity nun anbieten, das Modell von DeepSeek auf US-Servern laufen zu lassen, wodurch chinesischer Zensur ein Riegel vorgeschoben und sichergestellt wird, dass China keinen Zugriff auf die Nutzerdaten erhält.

Laut einer Studie aus dem Jahr 2023 flossen

# 43%

des KI-Risikokapitals in China in die Produktion, verglichen mit nur 3 Prozent in den USA.

Quelle: PitchBook, Stand: 03.04.2025.

### CLASH DER WERTE: DEMOKRATISCHE VS. AUTOKRATISCHE KI

Es ist jedoch nicht nur ein technologischer Wettbewerb, sondern auch ein ideologischer. Die Entscheidung für ein KI-System kommt einem politischen Statement gleich. US-Politiker wie Vizepräsident JD Vance warnen ihre Verbündeten vor KI-Deals mit „autoritären Ländern“. In den Augen der USA sollte das Ideal der Meinungsfreiheit auch für die KI gelten.

Dies steht im starken Kontrast zum chinesischen Modell, bei dem KI „sozialistische Kernüberzeugungen“ verkörpern soll. Die chinesischen KI-Modelle sind dafür bekannt, politisch

### DER NEUE GOLDDRAUSCH: WIRTSCHAFTLICHE CHANCEN

Da die Kosten der KI-Grundlagenmodelle rasant sinken, verlagern sich die realwirtschaftlichen Gelegenheiten auf die Anwendungsebene und die Frage der praktischen Einsatzgebiete der leistungsstarken Technologie. Dies hat eine Flut an Innovationen in verschiedensten Sektoren ausgelöst, von Gesundheit über Fertigung und Verbrauchertechnologie bis hin zu staatlichen Dienstleistungen. China treibt eine allgemeine Verbreitung dabei besonders aggressiv voran.

Nur zu Illustrationszwecken. Diese Seite kann Informationen über Finanzinstrumente oder Emittenten enthalten, stellt aber keine direkte oder stillschweigende Empfehlung irgendeiner Art dar (weder generell noch individuell).

Aus einer Studie aus dem Jahr 2023 geht hervor, dass 43 Prozent des KI-Risikokapitals in China in das verarbeitende Gewerbe flossen, verglichen mit nur 3 Prozent in den USA. Laut einer weiteren Studie setzt die Hälfte aller chinesischen Unternehmen aktiv KI ein, während es in den USA lediglich ein Drittel ist. Diese rasante Integration, die durch geringere Kosten und eine bereitwillige Verbraucherbasis begünstigt wird, könnte die Produktivität im Land massiv verbessern. Chinesische Start-ups stellen ihre Geschäftsmodelle bereits um und setzen auf leistungsstarke, kostengünstige Open-Source-Modelle, um individuelle Lösungen zu entwickeln, ohne massiv in das Training dieser Modelle investieren zu müssen.

#### DIE WELT AM SCHEIDEWEG

Der Weg, den die einzelnen Länder einschlagen, entscheidet über die technologische Weltordnung der nächsten Jahrzehnte. Dabei sind verschiedene Szenarien denkbar:

1. **Eine fragmentierte Welt:** Das wahrscheinlichste kurzfristige Szenario ist eine noch stärkere „digitale Entkopplung“ der wichtigsten Volkswirtschaften. Eine Eskalation der geopolitischen Spannungen könnte die Herausbildung von mindestens zwei KI-Ökosystemen beschleunigen – der USA und ihrer Verbündeten einerseits und Chinas andererseits – mit unterschiedlichen Standards und begrenzter Kompatibilität. Dies könnte globale Innovationen bremsen, indem die Zusammenarbeit behindert wird.
2. **Anhaltende Vorherrschaft der USA:** Die USA könnten ihren Vorsprung bei hochmoderner Hardware und Modellen der nächsten Generation nutzen, um ihre Führungsposition zu verteidigen und China einen Schritt voraus zu bleiben. Entscheidend ist hierbei die Wirksamkeit der von den USA verhängten Exportkontrollen und das eigene Innovationstempo.
3. **Rasante Fortschritte Chinas:** Durch den Fokus auf Effizienz, intelligente Workarounds und eine massive Förderung der inländischen Chipbranche könnte China bei der KI-Kompetenz nahezu zu den USA aufschließen. Dies würde die US-Dominanz grundlegend verändern und in Bezug auf KI eine bipolare Weltordnung nach sich ziehen.

Bei dem Aufstieg von DeepSeek geht es um viel mehr als einen neuen Akteur am KI-Markt. Die Karten sind neu gemischt. Nicht technologische Präferenzen, sondern zentrale geopolitische und wirtschaftliche Überlegungen bestimmen fortan die Entscheidungen der verschiedenen Länder. Der eingeschlagene Weg entscheidet darüber, ob die Zukunft der KI von globaler Zusammenarbeit und gemeinsamem Fortschritt oder aber von fragmentierten Ökosystemen und eskalierenden Konflikten über die technologische Vorherrschaft geprägt sein wird.

## China führt globale Energiewende an Unterschiedliches Tempo beim Übergang

#### DAS RENNEN UM DIE ELEKTRIFIZIERUNG: UNTERSCHIEDLICHE STRATEGIEN, UNTERSCHIEDLICHE ENTWICKLUNGEN

Die Erderwärmung hat für ein weltweites Umschwenken auf die Elektrifizierung gesorgt, doch treiben die Länder diese unterschiedlich schnell voran. Dies gilt vor allem im Hinblick auf die Verbreitung von Elektrofahrzeugen (EV). Dank der äusserst proaktiven Politik hat sich China in beinahe allen Segmenten der Lieferkette im

Zusammenhang mit der Energiewende die Führungsposition gesichert. In Europa hingegen ist die Verbreitung von Elektroautos 2024 aufgrund der verringerten Subventionen sogar zurückgegangen. In jüngerer Vergangenheit ist der EV-Absatz in den Schwellenländern ohne China und dabei insbesondere im Nahen Osten, Afrika und Lateinamerika massiv gestiegen. Der Westen könnte noch weiter ins Hintertreffen geraten, sollten die

Bemühungen verringert oder nicht die richtigen industriepolitischen Massnahmen ergriffen werden.

#### ABSATZSPRUNG BEI E-AUTOS

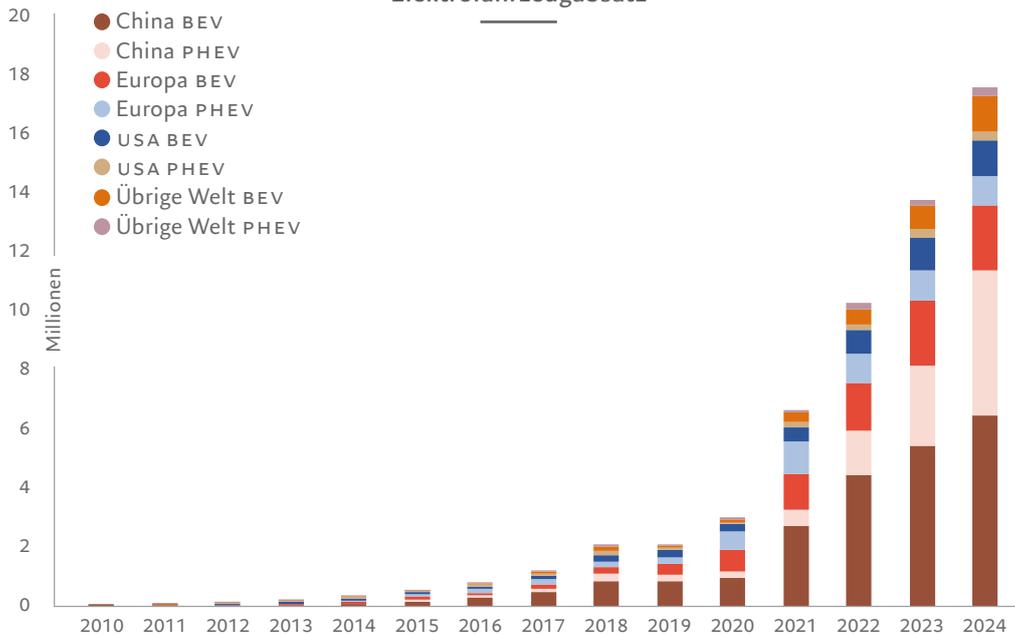
Im Jahr 2024 machten Elektrofahrzeuge<sup>4</sup> mehr als 20 Prozent des weltweiten Neuwagenabsatzes aus, wobei über 17 Millionen Fahrzeuge verkauft wurden, was einem Anstieg von über 25 Prozent gegenüber dem Vorjahr<sup>5</sup> entspricht. Die 3,5 Millionen Fahrzeuge, die 2024 im Vergleich zu 2023 zusätzlich

4 Elektrofahrzeuge bezeichnen sowohl batteriebetriebene Elektrofahrzeuge (BEV) als auch Plug-in-Hybrid-Elektrofahrzeuge (PHEV). Zu den PHEV zählen Elektrofahrzeuge mit grösserer Reichweite (EREV), die über einen Verbrennungsmotor wie auch eine aufladbare Batterie verfügen. Im Falle von EREV wird der Verbrennungsmotor jedoch ohne mechanische Verbindung zu den Rädern betrieben, um die Batterie über einen elektrischen Generator aufzuladen.

5 Global EV Outlook 2025 – Expanding sales in diverse markets, Internationale Energieagentur, Mai 2025.

Nur zu Illustrationszwecken. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Wertentwicklung und Erträge können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Diese Seite kann Informationen über Finanzinstrumente oder Emittenten enthalten, stellt aber keine direkte oder stillschweigende Empfehlung irgendeiner Art dar (weder generell noch individuell).

GRAFIK 1  
Elektrofahrzeugabsatz



Quelle: Pictet Wealth Management, 'Global EV Outlook 2025 – Expanding sales in diverse markets', Internationale Energieagentur, Stand: 31.05.2025.

verkauft wurden, übertrafen sogar den EV-Gesamtabsatz im Jahr 2020. China behält seine Führungsposition mit einem Absatz von über 11 Millionen Fahrzeugen bei. Dies sind mehr als noch vor zwei Jahren weltweit verkauft wurden (SIEHE GRAFIK 1). Der globale Absatz wurde aber durch das stagnierende Wachstum in Europa gebremst, wo die Subventionen an mehreren wichtigen Märkten ausliefen oder beschnitten wurden (SIEHE GRAFIK 2).

In den USA stieg der EV-Absatz, wenngleich die Wachstumsrate nur rund ein Viertel des Vorjahreswerts betrug. Ausserhalb dieser grossen Märkte zog der Absatz sprunghaft um beinahe 40 Prozent auf 1,3 Millionen an und näherte sich damit der Zahl von 1,6 Millionen in den USA verkauften Elektrofahrzeugen an.

Der rasante Anstieg des EV-Absatzes in den vergangenen fünf Jahren hat sich erheblich auf den globalen Fahrzeugbestand ausgewirkt. Ende 2024 waren weltweit beinahe 58 Millionen Elektrofahrzeuge auf den Strassen unterwegs, was rund 4 Prozent der Gesamtzahl an Pkw und mehr als dem Dreifachen des EV-Gesamtbestands im Jahr 2021 entspricht. Bemerkenswert hierbei ist, dass der Ölverbrauch 2024

durch die globale Zunahme an Elektrofahrzeugen um über eine Million Barrel pro Tag verringert wurde. Die Verteilung gestaltet sich uneinheitlich: In China ist jedes zehnte Fahrzeug ein Elektroauto, in Europa ist es hingegen nur jedes zwanzigste Fahrzeug (SIEHE GRAFIK 3).

#### FERTIGUNGSRIESEN: CHINA UND ANDERE

China ist der weltweit führende EV-Hersteller. Auf das Land entfielen 2024 mehr als 70 Prozent der globalen Produktion. An zweiter Stelle steht die EU, obwohl die Produktion bei 2,4 Millionen Fahrzeugen stagniert. Beide Regionen sind grosse EV-Exporteure, und auch Mexiko hat die Exporte in die USA ausgeweitet. Chinesische Hersteller wenden sich zunehmend dem Ausland zu, um sich einen grösseren Anteil am Weltmarkt zu sichern. Die Zollpolitik erschwert diese Bemühungen jedoch. 2024 führten mehrere Volkswirtschaften, darunter die EU, neue spezifische Ausgleichszölle auf chinesische Importe ein, mit denen die mutmasslichen Produktionssubventionen für chinesische Originalhersteller (Original Equipment Manufacturer, OEM) ausgeglichen werden sollten. Diese zusätzlichen Zölle veranlassen die chinesischen OEM dazu, neue Fer-

tigungsanlagen im Ausland und dabei insbesondere in der EU und Südostasien zu errichten.

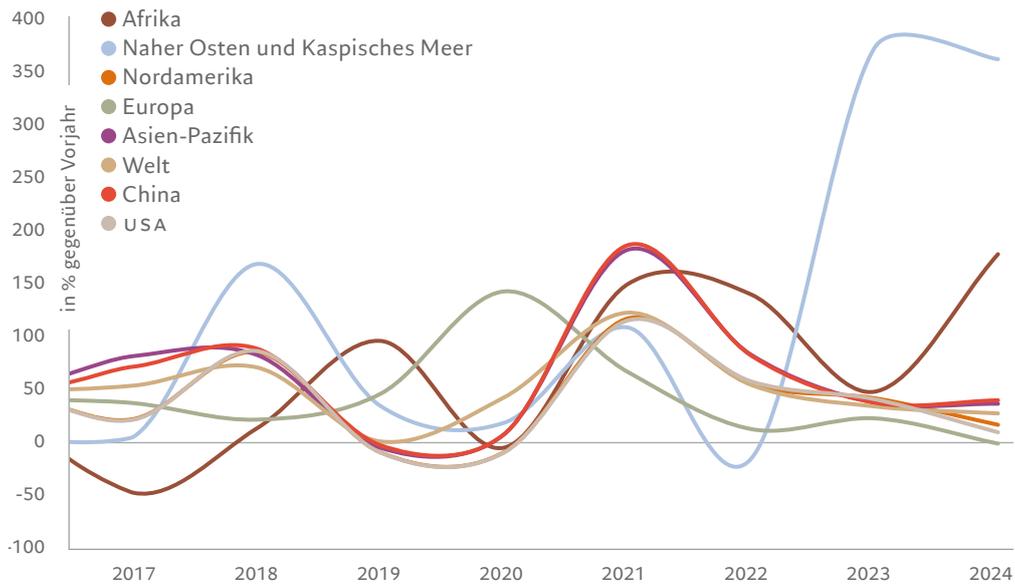
#### REICHWEITE ZÄHLT: DIE BEDENKEN DER VERBRAUCHER IM BLICK

Die durchschnittliche Reichweite batteriebetriebener Elektrofahrzeuge blieb im Jahr 2024 stabil und belief sich unter Strassenbedingungen auf rund 340 km. Die Reichweite kleiner Autos fällt mit knapp über 150 km deutlich geringer aus, während sie sich bei mittelgrossen und grossen Fahrzeugen sowie SUVs bei über 350 km bewegt. Angesichts des zunehmenden Wettbewerbs am Markt deutet diese Stabilisierung der Reichweite allgemein darauf hin, dass die Automobilhersteller ein optimales Gleichgewicht zwischen Reichweite und Produktionskosten gefunden haben. Dies sorgt für energetische und ökologische Vorteile, da für höhere Reichweiten grössere Batterien vonnöten sind. Damit steigt aber auch der Energieverbrauch der Fahrzeuge und die Nachfrage nach kritischen Mineralien.

Bei der Entscheidung über den Kauf eines Elektrofahrzeugs spielen Bedenken hinsichtlich der Reichweite nach wie vor eine wesentliche Rolle. Diese Zweifel könnten durch eine Steigerung

Nur zu Illustrationszwecken. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

GRAFIK 2  
Elektrofahrzeugabsatz



Quelle: Pictet Wealth Management, 'Global EV Outlook 2025 – Expanding sales in diverse markets', Internationale Energieagentur, Stand: 31.05.2025.

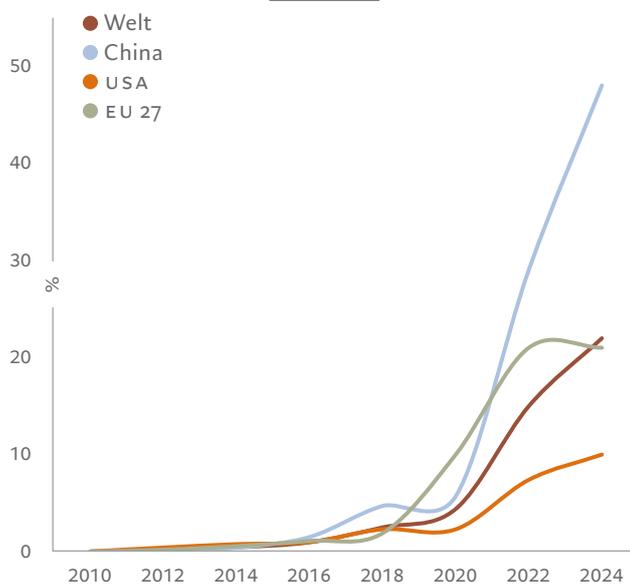
der Batteriekapazitäten und den Ausbau der Ladeinfrastruktur oder indirekt durch die Bereitstellung alternativer Verkehrsmittel für Langstreckenreisen gemindert werden.

Der Erfolg Chinas im Hinblick auf die Elektrifizierung wird zum Teil dem raschen Ausbau seines Netzes für Hochgeschwindigkeitszüge zugeschrieben. Dieses ergänzt die Nutzung von Elektrofahrzeugen durch effiziente Lösungen für Mittel- bis Langstreckenreisen. So wird das Thema Reichweite angegangen und die Verbreitung von Elektrofahrzeugen vorangetrieben<sup>6</sup>.

#### PREISDYNAMIK: DIE KOSTEN DER UMSTELLUNG AUF ELEKTROFAHRZEUGE

Heute weisen Elektrofahrzeuge über die Lebensdauer hinweg betrachtet oftmals niedrigere Gesamtbetriebskosten auf als Autos mit Verbrennungsmotor. Zu verdanken ist dies den geringeren Kraftstoff- und Wartungskosten. Laut einer 2023 von der Europäischen Kommission durchgeführten Studie stellt jedoch der Preis für batteriebetriebene Elektrofahrzeuge die grösste Hürde für die Verbreitung dieser Technologie dar. Die Preise gaben 2024 zwar insge-

GRAFIK 3  
Anteil am Elektrofahrzeugabsatz



Quelle: Pictet Wealth Management, 'Global EV Outlook 2025 – Expanding sales in diverse markets', Internationale Energieagentur, Stand: 31.05.2025.

6 Hanming Fang, Jing Li, Long Wang, Yang Yang, „High-speed rail and China's electric vehicle adoption miracle“, Mimeo, Februar 2025.

Nur zu Illustrationszwecken. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

Ende 2024 waren weltweit beinahe

# 58 Millionen

Elektrofahrzeuge auf den Strassen unterwegs, was rund

## 4%

der Gesamtzahl an Pkw entspricht.

Quelle: Internationale Energieagentur, Stand: 31.12.2024.

samt nach, in den meisten Regionen bestehen aber nach wie vor deutliche Preisunterschiede zwischen EV und ICE.

### LADEINFRASTRUKTUR: AUSBAU DES NETZES

Die Zahl der öffentlichen Ladestationen hat sich seit 2022 auf über 5 Millionen verdoppelt. Heimladestationen stellen unter EV-Besitzern weiterhin die beliebteste Methode dar. Es sind jedoch weitere öffentliche Ladestationen vonnöten, um für eine breite Akzeptanz bei Bevölkerungsgruppen zu sorgen, die nicht zu Hause laden können. Im Jahr 2024 sind etwa genauso viele Ladestationen hinzugekommen wie 2020 insgesamt zur Verfügung standen. Rund zwei Drittel der Zunahme an öffentlichen Ladestationen

seit 2020 entfielen auf China, das nun etwa 65 Prozent der globalen Ladeinfrastruktur beheimatet. Das bei der Nutzung öffentlicher Ladestationen wichtigste Kriterium ist Angaben von Elektroautobesitzern zufolge die Ladegeschwindigkeit. Sicherheitsbedenken in Bezug auf EV-Batterien stehen schnelleren Ladegeschwindigkeiten bereits seit Langem im Weg. Jüngste Innovationen sorgen diesbezüglich aber für einen Wandel.

Verbraucher, die in China grosse Autos und SUV erwerben, setzen zunehmend auf Plug-in-Hybrid-Elektrofahrzeuge (PHEV), da diese mehr Flexibilität bieten, lassen sich mit ihnen doch selbst bei unzureichender oder überlasteter Ladeinfrastruktur noch lange Strecken bewältigen.

## Steigende Laufzeitprämien: ein globaler Trend Fiskalische Tragfähigkeit steht im Mittelpunkt

Seit der Coronakrise ist der Schuldenberg vieler Länder durch konjunkturpolitische Massnahmen massiv gewachsen. Dadurch sind lang laufende Staatsanleihen ins Fadenkreuz der sogenannten Bond Vigilantes geraten. Diese Anleger haben die Renditen in die Höhe getrieben und die Anleihekurse gedrückt, nachdem einige Länder, allen voran Grossbritannien 2022, die USA 2023 und Anfang 2025 nun auch Deutschland, eine Lockerung der Haushaltspolitik signalisiert haben.

Gestiegen sind die langfristigen Renditen vor allem deshalb, weil die Laufzeitprämie wieder an Bedeutung gewonnen hat. Darunter versteht man den zusätzlichen Ertrag, den Anleger für die Risiken verlangen, die mit dem längerfristigen Halten von Anleihen einhergehen. Beispiele sind die Zinsvolatilität und die Unsicherheit in Bezug auf die Inflation.

Die Laufzeitprämien lassen sich zwar nicht direkt messen, können aber anhand von Modellen geschätzt werden. Das von Adrian, Crump und Moench entwickelte ACM-Modell unterteilt die nominalen Anleihenrendite in zwei Komponenten: die Erwartungen zu den künftigen Kurzfristzinsen und die Laufzeitprämie. Das ACM-Modell wird zwar überwiegend für die US-Treasury-Renditen verwendet, es lässt sich aber auch auf andere Länder übertragen (SIEHE GRAFIK).

Die Laufzeitprämien sind infolge von fiskalischen Lockerungsmassnahmen weltweit gestiegen. Damit kehrt sich ein Trend um, der nach der globalen Finanzkrise eingesetzt hatte. Die Rückkehr der Bond Vigilantes und die wachsende Bedeutung der Laufzeitprämie wirft die Frage nach den Treibern dieser Veränderungen auf.

Die Laufzeitprämie wird von verschiedenen Faktoren beeinflusst, von denen einige besonders stark wirken. Zu nennen ist hier insbesondere die Volatilität an den Anleihenmärkten. Historisch betrachtet weist der ICE Bank of America MOVE Index, der

die implizierte Volatilität von US-Treasuries misst, eine enge Korrelation zu den Schwankungen der Laufzeitprämie auf. Erhöhte Unsicherheit am Markt sorgt dafür, dass die Anleger höhere Renditen verlangen, während ein ruhigeres Umfeld in der Regel niedrigere Laufzeitprämien bedeutet. Seit 2020 scheint dieses Verhältnis jedoch aufzuweichen, was nahelegt, dass nun andere Faktoren einen stärkeren Einfluss ausüben.

Ein solcher Faktor ist die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen. Eine steigende Staatsschuldenquote kann das Vertrauen der Anleger in die Schuldendienstfähigkeit eines Landes untergraben und so eine höhere Laufzeitprämie nach sich ziehen. Da das Angebot an Staatsanleihen nach der Pandemie sprunghaft angestiegen ist, haben sich auch die Laufzeitprämien weltweit erhöht.

Nach der globalen Finanzkrise war zwar auch ein deutlicher Anstieg der Schuldenaufnahme zu beobachten, die Laufzeitprämien gaben aber bis 2020 spürbar nach. Grund hierfür war vor allem die umfassende quantitative

Nur zu Illustrationszwecken. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

Lockerung der Zentralbanken, die in grossem Stil Staatsanleihen kauften. Diese sorgte für eine Verknappung des Anleihenangebots und somit für einen Rückgang der geforderten Prämie. Die Inflationsschocks nach der Pandemie haben die Zentralbanken jedoch veranlasst, auf eine quantitative Straffung umzuschwenken, wodurch das bereits vorhandene Überangebot an Staatsanleihen weiter verschärft wurde.

Auch könnten die verringerten Diversifizierungsvorteile traditioneller Aktien-Anleihen-Portfolios zum jüngsten Anstieg der Laufzeitprämie beigetragen haben. Da sich die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen seit der Pandemie ins Positive verkehrt hat, verlieren die Diversifizierungsvorteile an Zugkraft, was dazu führt, dass bei Anleihen höhere Erträge verlangt werden.

Jüngste Entwicklungen wie die Entscheidung Deutschlands, seine Schuldenbremse zugunsten höherer Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben zu lockern, verdeutlichen diesen Trend. Die USA könnten sich aufgrund des demografischen Wandels und des steigenden Defizits mit

## „In Zukunft dürfte die Laufzeitprämie langfristig weiter steigen.“

ähnlichen Herausforderungen konfrontiert sehen. Die durch die Rückkehr Trumps ins Weisse Haus geschürte Sorge der Märkte über die Fiskalpolitik trägt zu einer Aufwärtsbewegung der Laufzeitprämie in den USA bei.

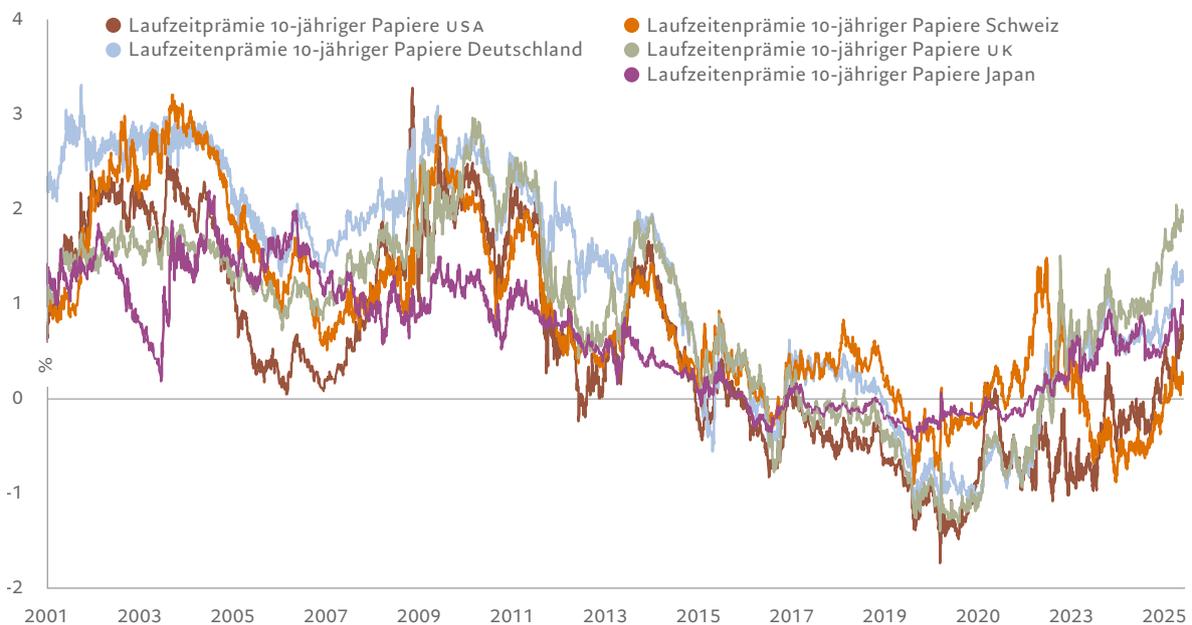
Die Gemengelage aus gesteigerter Volatilität bei Staatsanleihen, grösserer Unsicherheit bezüglich der mittelfristigen Inflationsentwicklung, einer weniger stabilen Korrelation zwischen Aktien und Anleihen sowie dem zu erwartenden Anstieg der Staatsschuldenquoten im Vergleich zum letzten Jahrzehnt deutet auf einen strukturell bedingten weltweiten Anstieg der Laufzeitprämien in den nächsten zehn Jahren hin.

Aufgrund der höheren Laufzeitprämien gehen wir davon aus, dass die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen das nominale BIP-Wachstum im nächsten Jahrzehnt in den USA, in Grossbritan-

nien und in Deutschland übertreffen und in diesen Regionen auf 4,8 Prozent, 4,6 Prozent bzw. 3,3 Prozent steigen wird. Dagegen rechnen wir in Japan, China und der Schweiz damit, dass die 10-jährigen Renditen hinter dem nominalen Wirtschaftswachstum zurückbleiben werden, da die Leitzinsen aus binnenwirtschaftlichen Gründen – d. h. entweder zur Ankurbelung der Wirtschaft oder zur Verhinderung einer Disinflation – auf relativ niedrigen Niveaus gehalten werden.

Diese Divergenz in der Entwicklung der langfristigen Renditen spricht dafür, dass die prognostizierten Gesamterträge für zehnjährige Staatsanleihen in den nächsten zehn Jahren in Grossbritannien, den USA und Deutschland mit 5,2 Prozent, 4,8 Prozent und 3,4 Prozent höher ausfallen werden als in China, Japan und der Schweiz mit 2,2 Prozent, 1,9 Prozent bzw. 0,9 Prozent.

Laufzeitprämien ziehen weltweit an



Quelle: Pictet Wealth Management, Zentralbanken, eigene Berechnungen, Stand: 03.06.2025.

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.



## TEIL 3

# Wichtige Marktthemen und Analyse der erwarteten Renditen



Die Strasse Cheia verläuft durch die rumänischen Karpaten und zählt mit ihren Windungen zu den spektakulärsten Strassen der Welt. Erbaut wurde die Strasse in den 1970er Jahren.

Mit ihren Serpentinaen und Haarnadelkurven in über 2000 Metern Höhe bietet sie atemberaubende Ausblicke, ist aber auch schwierig zu befahren.

**Wichtige Punkte  
im Zusammenhang  
mit unseren  
Renditeerwartungen für  
die nächsten 10 Jahre:**

**Der Dollar schwächt sich ab, weil Anleger den Status des Dollar als sicherer Hafen und globale Reservewährung zunehmend infrage stellen.**

**Die Dominanz des US-Aktienmarkts dürfte in einem weniger günstigen Konjunkturmfeld schwinden.**

**Private Assets generieren stabile Renditen, wobei Private-Equity-Anlagen besser abschneiden dürften als börsengehandelte Aktien.**

**Die Laufzeitprämien steigen angesichts der Sorgen um die fiskalische Tragfähigkeit.**

**Die Diversifizierung über die USA hinaus setzt sich fort.**

# Wichtige Marktthemen und Analyse der erwarteten Renditen

|  |    |
|--|----|
| Europa: gute Aussichten<br>für europäische Aktien                                | 51 |
| Schwierigere Bedingungen für US-Aktien   | 53 |
| Private Equity: Resilienz und Wachstum<br>in einem herausfordernden Umfeld       | 56 |
| Der Ausblick für die Private-Debt-Märkte<br>im Vergleich zu öffentlichen Märkten | 59 |
| Entdollarisierung im<br>Zeitalter der Geoökonomie                                | 61 |
| Aktien und Anleihen: Diversifizierung<br>in einer stark korrelierten Welt        | 65 |

# Europa: gute Aussichten für europäische Aktien

## Nach einem „verlorenen Jahrzehnt“ feiert Europa ein Comeback

Nach 15 Jahren hartnäckiger Underperformance gegenüber globalen Aktien verwundert es nicht, dass Titel aus dem Euroraum von so manchem Anleger als strukturell schwach eingestuft und nur begrenzt bei der Aktienallokation berücksichtigt werden. Weitet man jedoch den Blick, ergibt sich ein anderes Bild. So zeigt GRAFIK 1, dass sich die Region in den 1990er Jahren und Anfang der 2000er vor allem in Phasen einer wirtschaftlichen Expansion und Hausse an den Aktienmärkten stets überdurchschnittlich entwickelt hat. Die kontinuierliche Underperformance Europas begann erst mit der globalen Finanzkrise.

### EIN „VERLORENES JAHRZEHNT“ MIT RELATIVER UNDERPERFORMANCE FÜR EUROPÄISCHE AKTIEN

Diese Beobachtung wirft zwei Fragen auf: Was hat Aktien aus dem Euroraum von relativen Gewinnern zu relativen Verlierern gemacht und kann sich dies wieder ändern? Unseres Erachtens gab es zwei Katalysatoren für das „verlorene Jahrzehnt“ relativer Underperformance europäischer Aktien von der globalen Finanzkrise bis zum Beginn der Pandemie im Jahr 2020.

Der erste Faktor war die EU-Staats-schuldenkrise der Jahre 2011–2012, die der Erholung nach der globalen Finanzkrise ein jähes Ende setzte und ein Jahrzehnt mit restriktiverer EU-Fiskalpolitik und höheren Risikoprämien einläutete. Die Folge waren ein

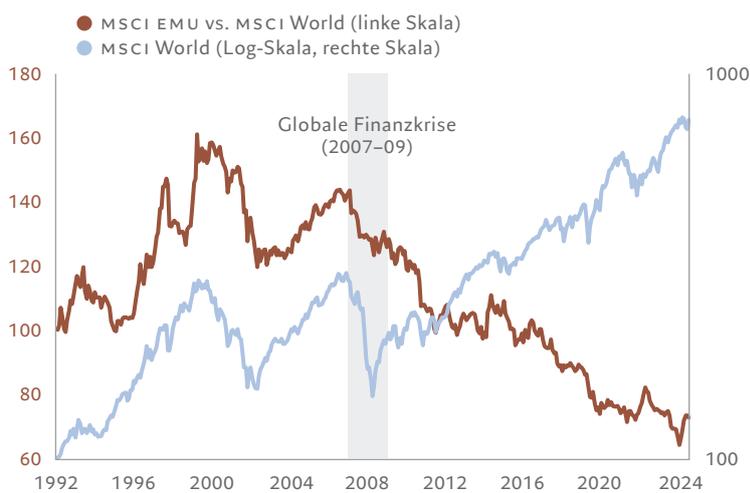
gebremstes Wirtschaftswachstum, sinkende Unternehmensgewinne und niedrigere Asset-Bewertungen.

Der zweite Katalysator war die geringe Inflation in den 2010er Jahren (mit 50-Jahres-Tief in vielen Ländern). In Kombination mit der Überschuldung im Zuge der Finanzkrise sahen sich die Zentralbanken zu einer massiven Lockerung der Geldpolitik veranlasst, welche die nominalen Leitzinsen im Euroraum in den negativen Bereich sinken liess. Dies linderte den Druck auf die Staatsfinanzen (über niedrigere Anleihenrenditen), belastete jedoch den Bankensektor der Region enorm, der sich mit sinkender Profitabilität und geringerem Kreditwachstum konfrontiert sah. Allgemeine Kreditknappheit ist für eine Region wie Europa, in der der Finanzierungsbedarf der Unternehmen grösstenteils vom Bankensektor und nicht von den Kapitalmärkten gedeckt wird, besonders problematisch.

Die nominalen Negativzinsen im Euroraum sorgten für Abwärtsdruck auf die Bewertungen von Aktien aus der Region (etwa von Banken), während die realen Negativzinsen ausserhalb Europas die Bewertungen langfristiger Wachstumsaktien in die Höhe trieben, vor allem im US-Technologiesektor. Zum Vergleich: Der US-Leitzins lag von 2010 bis 2020 in 80 Prozent der Zeit unter der Inflationsrate.

Das Zusammenspiel dieser Faktoren ergab in den letzten 15 Jahren einen perfekten Sturm für die relative Aktienperformance im Euroraum. Das schwache Wirtschaftswachstum führte zu einem enttäuschenden Wachstum der Unternehmensgewinne, während die Mittelabflüsse aus der Region (überwiegend in Richtung USA) die relativen Bewertungen belasteten, die im zweiten Halbjahr 2024 auf ein Rekordtief sanken (SIEHE GRAFIK 2).

GRAFIK 1  
Die kontinuierliche Outperformance europäischer Aktien in den 1990er und 2000er Jahren verwandelte sich nach der Finanzkrise in eine anhaltende Underperformance



Nur zu Illustrationszwecken. In der Vergangenheit erzielte Resultate und Prognosen geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Wechselkursschwankungen können bewirken, dass der Wert einer Anlage zu- oder abnimmt.

## DIE EUROPÄISCHE POLITIK WIRD PROAKTIVER UND DYNAMISCHER

Mit Blick auf die Zukunft dürfte das Wachstum im Euroraum aufgrund langfristiger struktureller Trends, darunter die demografische Entwicklung, relativ betrachtet weiterhin weniger stark ausfallen als in vielen anderen grossen Volkswirtschaften der Welt. Grundregel beim Anlegen ist, geringfügige Veränderungen für sich zu nutzen. In dieser Hinsicht sind zweifellos Verbesserungen zu erkennen, sowohl beim Ausblick für das Wirtschaftswachstum als auch bei der Politik, die proaktiver und dynamischer wird.

Seit der Einführung des Euro im Jahr 1999 ist es zu einer Art Binsenweisheit geworden, dass nur eine Krise den Euroraum zwingt, Schritte zur Stärkung der institutionellen Architektur zu ergreifen. Dieses Mal ist der Katalysator weder eine Schuldenkrise (welche die Voraussetzungen für eine dynamischere Geldpolitik der EZB schuf) noch eine weltweite Pandemie (die mit der Einführung einer gemeinsamen EU-Anleihe im Rahmen des EU-Wiederaufbaufonds für eine Änderung der Parameter der Fiskalpolitik sorgte). Triebfeder sind vielmehr der geopolitische Wandel und insbesondere der Kurswechsel in der US-Politik. Europa sieht angesichts der Zölle sein exportorientiertes Geschäftsmodell in Gefahr und muss mehr in die eigene Sicherheit und Verteidigung investieren.

Auf dem weiteren Weg Europas dürften einige Hemmnisse beseitigt werden, die den Aktienmarkt der Region seit der Finanzkrise stark belastet haben. Bedeutend sind vor allem folgende Entwicklungen:

- Die Lockerung der Schuldenbremse in Deutschland signalisiert eine aktivere fiskalpolitische Dynamik, durch die das deutsche BIP-Wachstum in den nächsten zehn Jahren auf rund 1,5 Prozent steigen könnte (in den letzten zehn Jahren waren es weniger als 1 Prozent). Da Deutschland 28 Prozent zur Wirtschaftsleistung des Euroraums (und 24 Prozent zur paneuropäischen Wirtschaftsleistung) beiträgt, dürfte dieser politische Kurswechsel auch ein höheres Wirtschaftswachstum auf dem gesamten Kontinent nach sich ziehen.

- Obschon nur einige wenige andere Länder über genügend fiskalischen Spielraum verfügen, um dem Beispiel Deutschlands zu folgen, dürfte auch die breitere Fiskalpolitik der Region durch die Pläne zur militärischen Stärkung des Euroraums beflügelt werden. Diese Pläne umfassen gemeinsame EU-Anleihen („Verteidigungsanleihen“), Kredite und eine flexiblere Auslegung der EU-Fiskalregeln.
- Der Finanzsektor dürfte naturgemäss zu den Profiteuren eines stärkeren Wirtschaftswachstums und einer breiteren haushaltspolitischen Lastenteilung zählen. Ebenso wichtig ist jedoch ein Kurswechsel bei der Regulierung weg vom in den Jahren nach der Finanzkrise verfolgten, repressiven Ansatz hin zu einer pragmatischeren und marktfreundlicheren Haltung. Eine derartige Wende wird wahrscheinlich zu Fortschritten bei der Kapitalmarktunion (jetzt Spar- und Investitionsunion) und damit zu einem stärkeren und wirksameren Finanzsystem der Region führen.

### EUROPA DÜRFTE WIEDER MEHR BEACHTUNG AN DEN WELTAKTIENMÄRKTEN FINDEN

Es gibt erste positive Signale. So verzeichneten europäische Aktien im Vergleich zu ihren globalen Pendanten den besten Jahresauftakt seit Einführung des Euro im Jahr 1999 (bis Mai schnitt der MSCI EMU Index auf Lokalwährungsbasis um 9 Prozent und

GRAFIK 2

Die relativen Bewertungen im Euroraum dürften infolge der dynamischeren EU-Politik und des stärkeren Euro wieder auf ihren langfristigen Durchschnittswert zurückkehren



Quelle: Pictet Wealth Management, MSCI, IBES, Stand: 02.06.2025.

auf USD-Basis um 17 Prozent besser ab als der MSCI World). Diese Outperformance reicht nicht, um das Bewertungsgefälle deutlich zu verringern. Der Abstand dürfte in den nächsten Jahren jedoch erheblich kleiner werden. Im Rahmen unserer *Horizonte*-Prognosen gehen wir davon aus, dass die relative Unterbewertung des MSCI EMU gegenüber dem MSCI USA von derzeit 35 Prozent wieder auf den langfristigen Wert von 20 Prozent zurückkehrt.

Positiv dürfte in dieser Hinsicht auch der von uns erwartete stärkere Euro sein. Dieser dürfte davon profitieren, dass Anleger und Institutionen in den kommenden Jahren Massnahmen zur Diversifizierung ihrer Währungsbestände ergreifen werden, was die globalen Mittelflüsse zulasten des US-Dollar verändern wird. In der Vergangenheit korrelierten die europäischen Aktienbewertungen positiv mit dem Euro, und wir erkennen kaum Gründe, warum sich dies ändern sollte. Die von uns erwartete Aufwertung der Gemeinschaftswährung impliziert daher auch eine Neubewertung des Aktienmarkts der Region im Vergleich zu seinen globalen Pendanten.

Insgesamt spricht zwar wenig dafür, dass europäische Unternehmen ein höheres Gewinnwachstum verzeichnen als ihre US-Wettbewerber, was dem regionalen Wachstumsgefälle und dem unterschiedlichen Sektormix geschuldet ist (so wird die Technologiebranche in den USA weiterhin stärker ins Gewicht fallen). Gleichwohl dürfte das Potenzial für eine beträchtliche Neubewertung des Aktienmarkts und weitere Aufwertung des Euro die Weichen für eine wesentlich bessere relative Performance europäischer Aktien in den nächsten Jahren stellen.

Nur zu Illustrationszwecken. In der Vergangenheit erzielte Resultate und Prognosen geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Wechselkursschwankungen können bewirken, dass der Wert einer Anlage zu- oder abnimmt.

# Schwierigere Bedingungen für US-Aktien

## Schwindende Dominanz des US-Aktienmarkts

Die jüngste Neuausrichtung der US-Politik stellt die Anleger vor beispiellose Herausforderungen. Auf kurze Sicht sorgt sie für erhöhte Unsicherheit in Bezug auf Konjunktur und Unternehmensgewinne sowie die Folgen für die kurzfristigen Anlageerträge. Längerfristig befeuert sie die Debatte, ob der US-Exzeptionalismus nach der Euphorie im letzten Jahr bröckelt, in dem der US-Dollar auf den höchsten Stand seit den 1980er Jahren anzog und US-Aktien gemessen an ihren relativen Bewertungen, ihrer relativen Performance oder ihrem Anteil an der globalen Marktkapitalisierung Rekordhochs verzeichneten.

Noch lässt sich nicht abschätzen, ob sich das veränderte politische Umfeld in den USA wesentlich auf die US-Wirtschaft auswirken und ihr traditionell besseres Wachstum untergraben wird. Fest steht nur, dass die Anleger eine neue Realität berücksichtigen müssen, die durch eine grössere Unsicherheit und Ergebnisbandbreite bei der Beurteilung von Wirtschaftsleistung, Anlageerträgen und Kapitalflüssen geprägt ist.

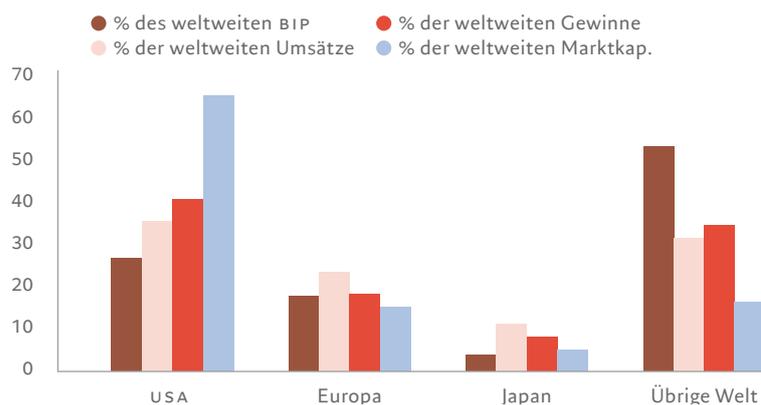
Selbst eine günstige Auslegung der Ereignisse reicht unter Umständen nicht aus, um Anleger dazu zu bewegen, vermehrt in den USA zu investieren, zumal die aktuelle Positionierung der Anleger ein Rekordhoch erreicht hat und der Dollar nun abwertet. Vor diesem Hintergrund dürften sich deutlich mehr Anleger fragen, ob ihr US-Engagement angemessen oder zu hoch ist, statt zu überlegen, ob es vielleicht zu niedrig ist.

### DAS GEWICHT VON US-TITELN IN GLOBALEN AKTIENINDIZES IST FAST AM MAXIMUM

Eine Möglichkeit, dies zu beurteilen, ist ein „Goldlöckchen“-Test der aktuellen Gewichtung von US-Titeln

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

GRAFIK 1  
Anteil von US-Aktien an der globalen Marktkapitalisierung ist wesentlich höher als US-Anteil am weltweiten BIP oder den globalen Unternehmensumsätzen und -gewinnen



Quelle: Pictet Wealth Management, LSEG, IWF, MSCI, Stand: 20.06.2025.

an den Weltaktienmärkten: Ist sie zu hoch, zu niedrig oder in etwa angemessen? Derzeit bewegt sich der Anteil von US-Aktien mit rund 70 Prozent an den Aktienindizes der Industrieländer (nach Marktkapitalisierung) und 60 Prozent an den globalen Aktienindizes bei Einbeziehung der Schwellenländer auf dem höchsten Stand der modernen Ära der Finanzmärkte. Er ist auch wesentlich grösser als der US-Anteil am weltweiten BIP oder den globalen Unternehmensumsätzen und -gewinnen.

Diese starke Performance von US-Aktien wird durch verschiedene Faktoren untermauert (SIEHE GRAFIK 1). So entfallen rund 26 Prozent des globalen BIP auf die USA, deren Anteil an den globalen Unternehmensumsätzen sich jedoch auf rund 35 Prozent beläuft, was die kapitalistischere Dynamik und globale Ausrichtung vieler US-Unternehmen widerspiegelt.

Über diesen besseren Umsatztrend hinaus erzielen US-Unternehmen auch höhere Margen als ihre internationalen Mitbewerber, weshalb ihr Anteil an den globalen Gewinnen wiederum höher ist (rund 40 Prozent). Ausserdem bewegen sich die Bewertungen von US-Aktien auf höheren Niveaus, sodass sich ihr Anteil an der globalen Marktkapitalisierung noch weiter erhöht.

Mit Blick auf die Zukunft lassen unsere Prognosen keine wesentliche Verringerung des BIP-Wachstumsgefälles zwischen den USA und dem Rest der Welt erkennen, die für ein schwächeres relatives Wachstum der Unternehmensumsätze sprechen würde. Hinzu kommt, dass die von uns in den kommenden Jahren erwartete Dollarschwäche positiv für den Umsatzanteil der US-Unternehmen sein dürfte. Eine Verringerung des US-Anteils an der globalen Marktkapitalisierung müsste daher auf enttäuschende Margen (hinter dem Umsatzwachstum zurückbleibendes Gewinnwachstum) bzw. eine Bewertungskorrektur zurückgehen.

### US-UNTERNEHMEN DÜRFTEN DANK KI IMSTANDE SEIN, IHRE MARGEN ZU VERTEIDIGEN

Die aktuell rekordverdächtig hohen US-Margen legen nahe, dass die Unternehmensgewinne im Laufe der Zeit wieder auf ihren Mittelwert zurückkehren dürften, da in Phasen überschüssiger Profitabilität neues Kapital angezogen wird, wodurch die Renditen anschliessend wieder sinken (und umgekehrt). Dieses Phänomen hat sich jedoch in den letzten zehn

GRAFIK 2  
**Margen von US-Firmen erscheinen nicht überzogen, wenn Unternehmen mit Technologiebezug herausgerechnet werden**



Quelle: Pictet Wealth Management, Morgan Stanley, Stand: 31.05.2025.

Der Anteil der USA am weltweiten BIP beträgt rund

**26%**

und

**35%**

an den weltweiten Unternehmensumsätzen.

Quelle: Pictet Wealth Management, IWF, MSCI, Worldscope, Stand: 20.08.2025.

Jahren dank der wachsenden Dominanz von Technologieaktien abgeschwächt.

Bei der Modellierung, auf der unsere Prognosen für die Aktienerträge in den nächsten zehn Jahren basieren, gehen wir davon aus, dass die Margen von Technologieunternehmen aufgrund der zunehmenden Reife ihrer Geschäftsmodelle und des im Laufe der Zeit zunehmenden Wettbewerbs leicht sinken werden.

Mit Blick auf den breiteren S&P-Index legen wir hingegen unweit der aktuellen Niveaus verharrende Margen zugrunde. Damit tragen wir der Tatsache Rechnung, dass die Margen von Unternehmen ausserhalb des Technologiesektors in den letzten Jahren vergleichsweise stabil geblieben sind und derzeit in der Nähe ihres 20-Jahres-Durchschnitts liegen (SIEHE GRAFIK 2). In den nächsten zehn Jahren könnte der zunehmende Einsatz von KI bei

diesen Unternehmen zu einer Effizienzsteigerung führen und andere Faktoren aufwiegen, welche die Profitabilität in stärkerem Masse beeinträchtigen könnten (wie höhere Steuern oder steigende Zinsen).

In der Vergangenheit bestand zwischen den Bewertungen und den Margen in der Regel eine inverse Korrelation, weshalb die Anleger meist ein niedrigeres KGV auf die Spitzenrentabilität (in Erwartung eines künftigen Rückgangs) und ein höheres KGV auf die Rentabilität am Tiefpunkt (im Vorfeld einer erwarteten Erholung) angesetzt haben.

Diese Beziehung hat sich in den letzten zehn Jahren jedoch ebenfalls abgeschwächt, da die Margen mittlerweile weniger volatil und die Märkte stärker momentum-orientiert sind, wobei der Fokus bei taktischen Anlageentscheidungen vermehrt auf die kurzfristigen Gewinnrends gelegt wird.

Unser vergleichsweise optimistischer Blick auf die Unternehmensmargen legt daher nahe, dass die Bewertungen von US-Aktien auf überdurchschnittlichem Niveau und wahrscheinlich am oberen Ende ihrer historischen Spanne verharren dürften. Selbst unter dieser Annahme erkennen wir Spielraum für mit der Zeit sinkende Bewertungen, und unserer Analyse liegt ein 12-Monats-Forward-KGV für den S&P von 18x im Gegensatz zum aktuellen Niveau von über 20x zugrunde.

**„Anleger müssen eine neue Realität berücksichtigen, die durch eine grössere Unsicherheit und Ergebnisbandbreite geprägt ist.“**

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

## KAPITALABFLÜSSE AUS US-ANLAGEN?

Ein wesentlicher Faktor unserer Erwägungen in diesem Zusammenhang sind potenzielle Kapitalabflüsse aus den USA angesichts der Neuausrichtung der US-Regierungspolitik, zumal vermehrt mit einer Abwertung des US-Dollar in den nächsten Jahren gerechnet wird. Wie GRAFIK 3 veranschaulicht, verzeichneten US-Anlagen in den letzten 15 Jahren anhaltende Nettozuflüsse seitens globaler Anleger (hier dargestellt als Verschlechterung der Netto-Auslandsvermögensposition der USA), was eine Neubewertung von

Unserer Analyse liegt ein 12-Monats-Forward-KGV für den S&P von

# 18x

gegenüber dem aktuellen Niveau von über 20x zugrunde.

US-Aktien gegenüber ihren globalen Pendanten nach sich zog. Eine Umkehr dieser Mittelflüsse, d. h. ein Abzug von Kapital aus den USA, dürfte daher auch für einen leichten Rückgang des aktuellen Bewertungsaufschlags von US-Titeln gegenüber globalen Aktien sorgen.

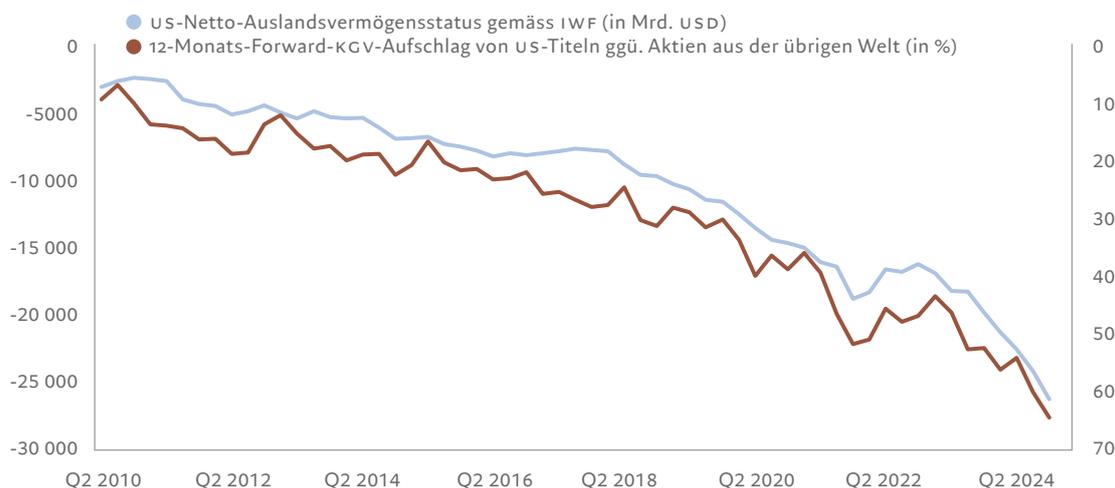
Bei unseren Prognosen zur Renditeentwicklung in den nächsten zehn Jahren gehen wir davon aus, dass dieser Rückgang des US-Bewertungsaufschlags hauptsächlich auf ein sinkendes KGV in den USA zurückgeht, während die Aktienbewertungen im Rest der Welt weitgehend auf ihren aktuellen Niveaus verharren dürften (die unweit ihres langfristigen Durchschnitts liegen). So dürfte ein Rückgang des KGV im S&P auf 18x den Bewertungsaufschlag von derzeit 35 Prozent auf 20 Prozent und somit auf ein Niveau nahe des durchschnittlichen Aufschlags der letzten 25 Jahre sinken lassen.

Wir haben unsere Annahmen auch einer Art Plausibilitätsprüfung unterzogen und einen Bewertungsvergleich zwischen US-Aktien und -Anleihen angestellt. Dabei haben wir eine grobe Schätzung für die Aktienrisikoprämie

(Equity Risk Premium, ERP) herangezogen und die Rendite 10-jähriger US-Treasuries von der 12-Monats-Forward-Gewinnrendite von Aktien subtrahiert. Das von uns erwartete KGV von 18x und die Rendite 10-jähriger US-Treasuries von 4,8 Prozent (Prognose unserer Anleihenstrategen) ergeben eine ERP von 75 Basispunkten. Bezogen auf die letzten 20 Jahre ist dies ein niedriger Wert. Er entspricht jedoch in etwa der ERP der beiden Jahrzehnte vor der Finanzkrise – dem wegen des mit heute vergleichbaren Inflationsumfelds aussagekräftigeren Vergleichszeitraum.

Ein niedrigerer Bewertungsaufschlag dürfte in Kombination mit einem schwächeren Dollar dafür sorgen, dass der Anteil von US-Aktien an der globalen Marktkapitalisierung in den nächsten Jahren allmählich sinkt. Sofern es nicht zu einem grösseren Schock für die Binnenkonjunktur oder die Gewinnrends von Large Caps mit Technologiebezug kommt, dürfte dieser Rückgang aber langsam vorstattengehen.

GRAFIK 3  
Globale Kapitalzuflüsse in die USA haben massgeblich zum kontinuierlichen Anstieg der relativen Bewertung von US-Aktien in den letzten 15 Jahren beigetragen



Quelle: Pictet Wealth Management, MSCI, IWF, Stand: 31.05.2025.

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

# Private Equity: Resilienz und Wachstum in einem herausfordernden Umfeld

## Private-Equity-Segment dürfte in den nächsten zehn Jahren besser abschneiden als Aktienmarkt

Beinahe  
**60%**  
des 2024 insgesamt  
eingeworbenen privaten  
Kapitals flossen in  
Private Equity, gefolgt  
von Private Debt mit

**18%**

Quelle: PitchBook,  
Stand: 30.04.2025.

In den vergangenen zwei Jahrzehnten ist Private Equity (PE) von einer spezialisierten Anlagestrategie zu einer allgemein anerkannten Anlageklasse avanciert. Angaben von PitchBook zufolge flossen beinahe 60 Prozent des 2024 insgesamt eingeworbenen privaten Kapitals in Private Equity (einschliesslich Risikokapital), gefolgt von Private Debt mit 18 Prozent. Buy-outs stellen weiterhin den Eckpfeiler des PE-Sektors dar.

Die Attraktivität von Private Equity liegt im Potenzial dieser Anlageklasse, überproportional hohe Erträge zu erzielen. Für die anhaltende Outperformance von Private Equity gegenüber börsennotierten Aktien gibt es mehrere Gründe (SIEHE GRAFIK 1). Erstens zielen PE-Manager auf Investitionen in dynamischen und weiterhin wachstumsstarken Sektoren wie Gesundheit, Technologie und erneuerbare Energien ab. So verzeichnete der US-Gesundheitssektor im ersten Quartal 2025 278 PE-Deals im Gesamtumfang von 25 Milliarden US-Dollar. Der Schwerpunkt lag dabei auf technologiegestützten Dienstleistungen und wertorientierter Gesundheitsversorgung. Ebenso stellt auch der Technologiesektor – bedingt durch die Trends KI und Cloud-Computing – weiterhin einen der grössten Anlagebereiche dar.

Zweitens können Fondsmanager ihren Ausstieg dank der mit Private Equity inhärent verbundenen Illiquidität präzise wählen, um so das Wertpotenzial zu maximieren. Zuletzt war das Umfeld für Exit-Aktivitäten zwar schwierig, neue Fortsetzungsvehikel bieten jedoch eine Alternative zu traditionellen Exit-Strategien. Dadurch sind die General Partner in der Lage,

die Haltedauer zu verlängern und den Anlagewert in volatilen Marktphasen zu optimieren.

Des Weiteren behalten Private-Equity-Manager die unmittelbare Kontrolle über ihre Investments, was die Umsetzung operativer Verbesserungen erleichtert und die Effizienz steigert. Diese Interessenkongruenz zwischen Private-Equity-Firmen, Investoren und der Unternehmensleitung ist ein prägendes Merkmal dieser Anlageklasse. Carve-outs und ergänzende Zukäufe gewinnen beispielsweise zunehmend an Beliebtheit, da Private-Equity-Firmen dadurch nicht zum Kerngeschäft gehörende Vermögenswerte erwerben und die operativen Synergien steigern können.

Darüber hinaus sorgt die finanzielle Hebelwirkung bei Private-Equity-Investments weiterhin für höhere Erträge. Obwohl die Kreditkosten gestiegen sind, kam es dank der von engen Spreads gekennzeichneten günstigen Kreditbedingungen Anfang 2025 zu umfangreichen Transaktionen, so etwa die Übernahme von Walgreens Boots Alliance durch Sycamore Partners für 23,7 Milliarden US-Dollar.

Trotz der in der Vergangenheit erzielten Erfolge sieht sich Private Equity im aktuellen Finanzierungsumfeld nun erheblichen Herausforderungen gegenüber. Die Finanzierungskosten sind seit der Coronakrise gestiegen, während die makroökonomischen Unwägbarkeiten, darunter steigende Zölle und geopolitische Spannungen, die Lage zusätzlich verkompliziert haben. So haben in Europa etwa die von den USA verhängten Importzölle und die politische Instabilität an wichtigen Märkten wie Frankreich und Deutschland die

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Private Assets sind nur für grosse oder professionelle Anleger geeignet, die: (i) einen langfristigen Anlagehorizont (>10 Jahre) aufweisen, (ii) keine Liquidität benötigen und (iii) die mit dieser Anlageklasse verbundenen Risiken kennen und verstehen.

GRAFIK 1  
MSCI AC World Index vs. 10-jährige annualisierte  
Erträge globaler Buyouts



Quelle: Pictet Wealth Management, Burgiss, FactSet,  
Stand: 31.03.2025.

Der US-Gesundheitssektor  
verzeichnete im 1. Quartal 2025  
278 Private-Equity-Deals  
im Gesamtumfang von

USD

# 25 Milliarden

Quelle: PitchBook,  
Stand: 30.04.2025.

Anlegerstimmung getrübt, was im ersten Quartal 2025 einen Rückgang des Transaktionsvolumens um 24,6 Prozent im Vergleich zum Vorquartal zur Folge hatte.

Die Performance von Private-Equity-Investitionen, die in der Regel eine befristete Haltedauer aufweisen, hängt grösstenteils von der Fähigkeit der Manager ab, auf attraktiven Bewertungsniveaus auszustiegen. Die Exit-Aktivität hat in den letzten Jahren allerdings nachgelassen (SIEHE GRAFIK 2). In Europa stieg die Median-Haltedauer von PE-finanzierten Unternehmen von 2,4 Jahren im Jahr 2019 auf 3,4 Jahre im ersten Quartal 2025. Indes gibt es in den USA 3800 PE-finanzierte Unternehmen, die zwischen fünf und 12 Jahren gehalten werden, worin die Schwierigkeiten eines rechtzeitigen Ausstiegs zum Ausdruck kommen. Zusätzlich erschwert werden Exits durch die unterschiedlichen Erwartungen der Käufer und Verkäufer sowie die höheren Kreditkosten.

Höhere Zinsen und eine geringere Nachfrage haben sich ebenfalls auf die Finanzierungsbedingungen und die Anlegerstimmung ausgewirkt. Dennoch hat die geldpolitische Lockerung in Europa – mit (derzeit) acht Zinssenkungen der EZB seit Juni 2024 – für gewisse Entlastung gesorgt, da die Kreditkosten

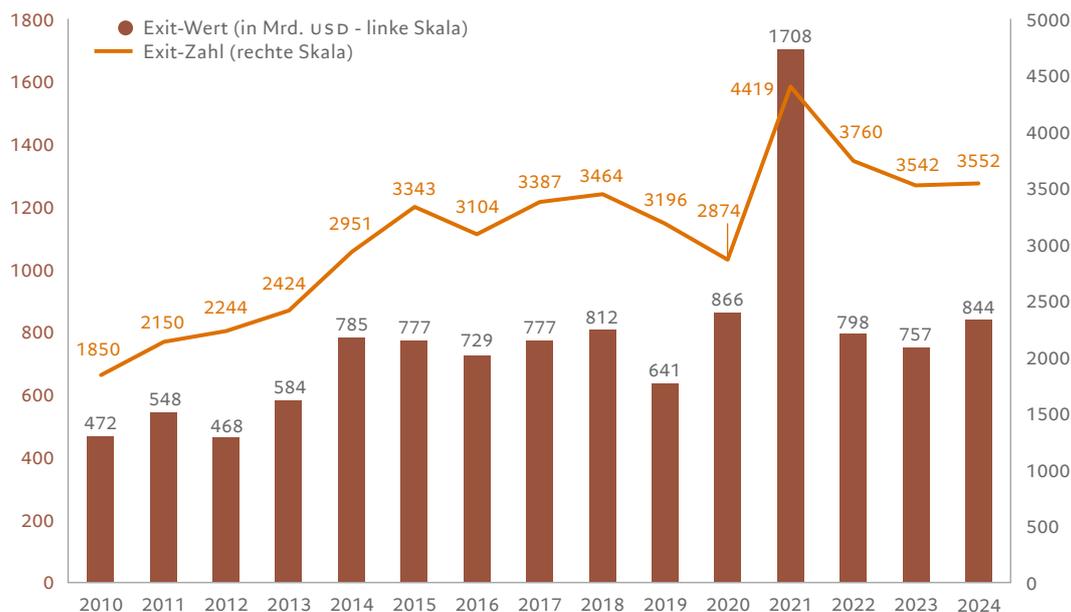
dadurch gesunken und die Leverage-Kapazitäten der Sponsoren gestiegen sind. Darüber hinaus ist die Branche dank des umfangreichen Dry Powder von PE-Firmen – rund 1 Billion US-Dollar in Corporate Private Equity und 566,8 Milliarden US-Dollar in Private Credit – gut positioniert, um von Marktverwerfungen zu profitieren und in unterbewertete Vermögenswerte zu investieren.

Trotz dieser Schwierigkeiten zeichnet sich die Anlageklasse durch Resilienz und Anpassungsfähigkeit aus. Die langfristige Performance dürfte dabei von der zunehmenden Verbreitung von Fonds für Wachstumswerte, dem Einsatz von Fortsetzungsvehikeln und einem Fokus auf wachstumsstarke Sektoren profitieren. Ob Private Equity attraktive Erträge erzielen kann, wird letztlich von der Innovations- und Anpassungsfähigkeit der Anlageklasse abhängen.

Unsere Analyse legt nahe, dass globale PE-Anlagen trotz der aktuellen Belastungsfaktoren in den nächsten zehn Jahren einen durchschnittlichen annualisierten Ertrag von etwa 10 Prozent erzielen und börsennotierte Aktien damit weiterhin übertreffen dürften (beim MSCI AC World Index werden annualisierte Erträge von 7,2 Prozent prognostiziert). Basis hier-

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Private Assets sind nur für grosse oder professionelle Anleger geeignet, die: (i) einen langfristigen Anlagehorizont (>10 Jahre) aufweisen, (ii) keine Liquidität benötigen und (iii) die mit dieser Anlageklasse verbundenen Risiken kennen und verstehen.

GRAFIK 2  
Die Exit-Aktivität bei globalen Private-Equity-Anlagen  
hat sich seit 2021 deutlich verlangsamt



Quelle: Pictet Wealth Management, PitchBook,  
Stand: 31.03.2025.

für ist ein Regressionsmodell, bei dem börsennotierte Aktien und die Finanzierungskosten die grössten Einflussfaktoren für die Private-Equity-Erträge darstellen. Statistisch betrachtet beruhen über einen 10-Jahres-Zeitraum hinweg schätzungsweise 77 Prozent der Private-Equity-Erträge allein auf der Entwicklung börsennotierter Aktien. Unter Berücksichtigung der Rendite auf eine Nicht-Investment-Grade-Anleihe aus den USA als Näherungswert für die Finanzierungskosten lassen sich mit dem Modell etwa 90 Prozent der Private-Equity-Erträge erklären. Unsere Prognose eines Ertrags von 10 Prozent bei Private Equity über einen Zeitraum von 10 Jahren ist zwar die höchste unter den hier abgedeckten Anlageklassen, bewegt sich aber dennoch deutlich unter dem durchschnittlichen realisierten Ertrag von rund 14 Prozent bei globalen bzw. 15 Prozent bei US-Private-Equity-Anlagen in den

vergangenen zehn Jahren. Die Fähigkeit einzelner Private-Equity-Manager, ihre Strategien anzupassen und rentable Buyout-Ziele zu identifizieren, könnte die Erträge jedoch potenziell noch stärker in die Höhe treiben.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Private-Equity-Branche sich in den vergangenen zehn Jahren stark weiterentwickelt hat und den aktuellen Herausforderungen zum Trotz weiter wachsen dürfte. Evergreen-Fonds spielen hierbei eine entscheidende Rolle, da sie für mehr Exit-Gelegenheiten sorgen und die Erträge durch kontinuierliche Mittelbeschaffung sowie verbesserte

Liquiditätsoptionen beflügeln. Darüber hinaus dürften die Lockerung der Geldpolitik und die expansiven fiskalpolitischen Massnahmen in Europa in Kombination mit der von Trump vorangetriebenen Deregulierung in den USA die Investitionsausgaben ankurbeln. Dies verspricht ein günstigeres Wachstumsumfeld und Exit-Gelegenheiten für PE-finanzierte Unternehmen. Das Zusammenspiel aus sinkenden Zinsen, nachlassender Unsicherheit bei Handel und Politik und einer stabileren makroökonomischen Lage dürfte für neue Anlagegelegenheiten sorgen.

„Die Private-Equity-Branche hat sich  
in den vergangenen zehn  
Jahren stark weiterentwickelt und  
dürfte weiter wachsen.“

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Private Assets sind nur für grosse oder professionelle Anleger geeignet, die: (i) einen langfristigen Anlagehorizont (>10 Jahre) aufweisen, (ii) keine Liquidität benötigen und (iii) die mit dieser Anlageklasse verbundenen Risiken kennen und verstehen.

# Der Ausblick für die Private-Debt-Märkte im Vergleich zu öffentlichen Märkten

## Die Zunahme von Private Debt dürfte den Finanzierungsmarkt für mittelständische Unternehmen grundlegend verändern

In den letzten zehn Jahren haben US-Unternehmen ihre Finanzierung von traditionellen Bankkrediten und dem Markt für Unternehmensanleihen auf zwei alternative Märkte ausgeweitet: Konsortialkredite (Broadly Syndicated Loans, BSL) und Private Debt.

Der überwiegend US-basierte Private-Debt-Markt ist mittlerweile grösser als der Markt für Hochzins-Unternehmensanleihen (HY) und der Markt für BSL, womit er nunmehr das primäre Finanzierungsinstrument für mittelständische Unternehmen, Private Equity und innovative Kreditstrategien darstellt.

Sowohl BSL als auch Private Debt zeichnen sich durch ihre variable Verzinsung aus, wobei die Kreditnehmer in der Regel einen Aufschlag gegenüber einem Basiszinssatz zahlen, bei dem es sich oft um einen Referenzzinssatz für Tagesgeld wie etwa den Secured Overnight Financing Rate (SOFR) handelt. Der Aufschlag wird in der Regel vom Kreditgeber festgelegt und

hängt vom Ausfallrisiko des Kreditnehmers ab. Der Referenzzinssatz ist indes an den Leitzins gekoppelt und wird meist vierteljährlich angepasst.

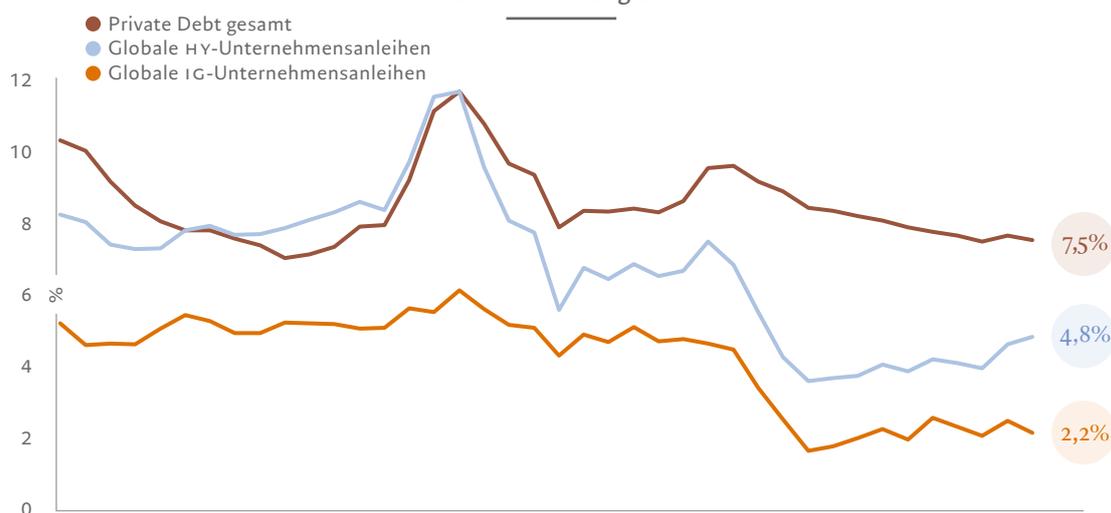
Die variable Verzinsung minimiert das Zinsrisiko für die Anleger, da die Zinssätze der Kredite regelmässig angepasst werden. Allerdings steigt so auch das Risiko für höhere Kuponzahlungen bei steigendem Leitzins. Aufgrund dieses geringen Durationsrisikos sind BSL und Private-Debt-Fonds in Zinserhöhungszyklen für Anleger besonders attraktiv. Dies erklärt auch die zweistelligen Wachstumsraten beider Märkte in den beiden vorangegangenen Zinserhöhungszyklen der Fed (Ende 2016–2019 und 2022–2023).

Wir prognostizieren eine weltweite 10-Jahres-Rendite von

# 7,8%

für den globalen Private-Debt-Markt.

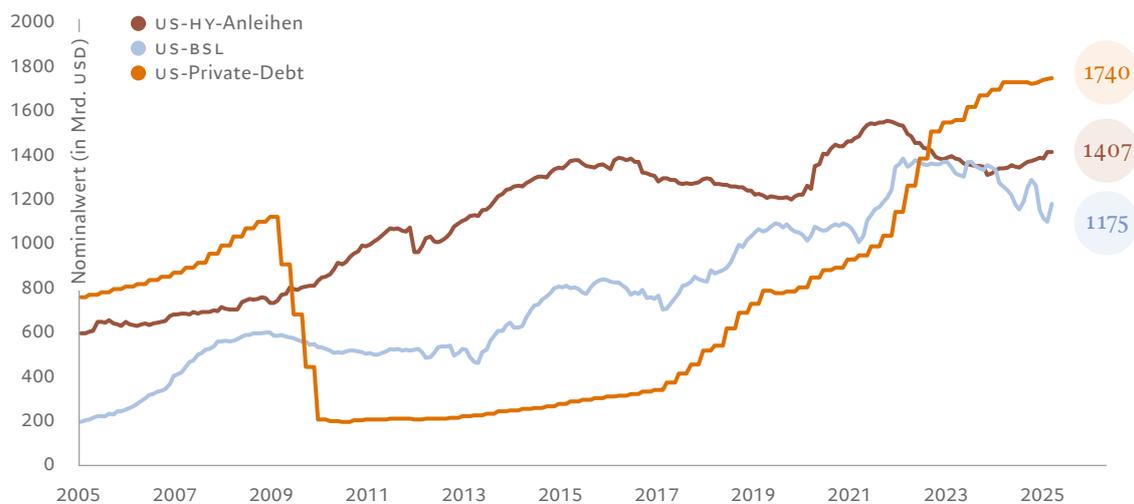
GRAFIK 1  
Gleitende 10-jährige Gesamterträge sind gesunken ausser im HY-Segment



Quelle: Pictet Wealth Management, FactSet, Burgiss, Stand: 31.12.2024.

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Private Assets sind nur für grosse oder professionelle Anleger geeignet, die: (i) einen langfristigen Anlagehorizont (>10 Jahre) aufweisen, (ii) keine Liquidität benötigen und (iii) die mit dieser Anlageklasse verbundenen Risiken kennen und verstehen.

GRAFIK 2  
Die öffentlichen Märkte für Unternehmensanleihen und Kredite sind zugunsten des Private-Debt-Marktes geschrumpft



Quelle: Pictet Wealth Management, ICE BofA-Indizes, Stand: 31.03.2025.

Seit 2017 hat sich ein bedeutender Trend herausgebildet: Private Kreditgeber sind in das traditionell von Banken und öffentlichen Märkten bediente Terrain vorgedrungen, insbesondere in den USA. Dadurch hat sich die Grösse des US-Private-Debt-Markts in den letzten zehn Jahren verfünffacht. Durch Partnerschaften und Transaktionsaktivitäten ist Private Debt inzwischen stärker in die Geschäftstätigkeit von traditionellen Banken und Finanzintermediären ausserhalb der Bankenbranche wie Hedgefonds oder Private-Equity-Unternehmen eingebunden.

Anders als BSL und HY-Anleihen bieten Private-Debt-Fonds begrenzte Transparenz und Liquidität und sind oft als geschlossene Vehikel mit mehrjährigen Sperrfristen ausgestaltet. Private Debt erzielte von 2003 bis 2015 mit über 10,2 Prozent jährlich ähnliche Erträge wie Aktien. Da der Markt seinen Fokus jedoch auf riskantere Kreditgeber und komplexere Strukturen verlagerte, kamen Sorgen über rückläufige Erträge und höhere Risiken auf, die sich im Abwärtstrend der gleitenden 10-jährigen Gesamterträge seit 2021 widerspiegeln (SIEHE GRAFIK 1). Bei getrennter Betrachtung der über 10 Jahre erwarteten Erträge von Private-Debt-Anlagen nach

Segmenten ergeben sich 8,1 Prozent für das USD-Segment und 6,8 Prozent für das EUR-Segment. Ausgehend von einer Gewichtung des US-Markts von 75 Prozent und einer Gewichtung des europäischen Markts von 25 Prozent resultiert daraus ein erwarteter globaler Ertrag von 7,8 Prozent in Lokalisierung.

Mit Blick auf globale HY-Unternehmensanleihen stimmt der für die nächsten 10 Jahre erwartete Ertrag von 6,1 Prozent nach wie vor mit unserer Prognose vom letzten Jahr überein, wobei die Creditspreads bei 300 Basispunkten liegen dürften, sodass sie einen günstigen Carry im Vergleich zu Staatsanleihen versprechen. Die erwartete Rendite globaler Investment-Grade-Papiere ist deutlich von 4,2 Prozent auf 5,3 Prozent gestiegen, beflügelt durch die höheren erwarteten Gesamterträgen von

Staatsanleihen in den nächsten 10 Jahren bei unveränderten Creditspreads von 100 Basispunkten.

Der Anstieg der auf Sicht von 10 Jahren erwarteten Gesamterträge von Staatsanleihen gegenüber dem Vorjahr geht überwiegend auf die aktuellen Renditeniveaus zurück, die weitgehend unseren langfristigen Annahmen entsprechen und einen attraktiven Carry bei minimalem Kursverlust bieten. Insgesamt sprechen unsere über 10 Jahre erwarteten Erträge für eine Übergewichtung von Krediten gegenüber Staatsanleihen, da im Lending-Segment mit höheren Erträgen zu rechnen ist. Überdies eröffnen die Expansion des Private-Debt-Marktes und andere Entwicklungen am Kreditmarkt diverse Chancen für Anleger, sich in den nächsten zehn Jahren stabile Erträge zu sichern (SIEHE GRAFIK 2).

„Es hat sich ein bedeutender Trend herausgebildet: Private Kreditgeber sind in das traditionell von Banken und öffentlichen Märkten bediente Terrain vorgedrungen.“

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Private Assets sind nur für grosse oder professionelle Anleger geeignet, die: (i) einen langfristigen Anlagehorizont (>10 Jahre) aufweisen, (ii) keine Liquidität benötigen und (iii) die mit dieser Anlageklasse verbundenen Risiken kennen und verstehen.

# Entdollarisierung im Zeitalter der Geoökonomie

## Fragmentierung statt Substituierung

### EIN SICHER WANDELNDES UMFELD

Das Ende des Dollar wurde schon mehrmals prophezeit. Doch weder die Abschaffung des Goldstandards im Jahr 1971 noch ein gravierendes Ereignis wie die globale Finanzkrise konnte seiner Vormachtstellung Abbruch tun. Viele Zentralbanken schichteten ihre Reserven in den letzten zehn Jahren in andere Währungen und Gold um, insbesondere nach der Invasion Russlands in der Ukraine und dem Zusammenschluss des „Globalen Südens“. Darüber hinaus wirbt China für den Renminbi als Abwicklungswährung im Handel, während die sprunghafte Politik der Regierung Trump das Vertrauen in den Dollar geschwächt hat. Hinzu kommt, dass die Entwicklung digitaler Währungen – sei sie öffentlich oder privat gefördert – künftig weitere Zahlungsalternativen bietet.

Doch läuten diese Trends tatsächlich das Ende des Dollar als Leitwährung des globalen Finanzsystems ein? Um die einer Entdollarisierung zugrunde liegenden Kräfte zu verstehen, gilt es zu analysieren, welche Faktoren überhaupt zur Entwicklung einer Reservewährung führen. In der Vergangenheit galt eine Währung, die ausserhalb ihres Währungsgebiets als Rechnungseinheit, Zahlungsmittel und sogar als Wertanlage diente, als Sinnbild der militärischen und politischen Stärke des jeweiligen Landes. Anders ausgedrückt: Eine siegreiche politische Einheit (ein Stamm oder eine Dynastie) zwang der unterliegenden Partei ihre politische und wirt-

schaftliche Ordnung auf, wodurch sich der Handel und somit die Nutzung des von ihr verwendeten Tauschmittels ausweitete.

Früher basierten die meisten führenden internationalen Währungen auf einem Metallstandard (in der Regel Gold), und eine Eroberung ging häufig mit einer Übertragung von Goldbeständen einher, was den Machtwechsel festigte. Nur wenige internationale (westliche) Währungen waren Fiat-Währungen, wie jene der italienischen Staaten und der niederländische Gulden im 14. und 17. Jahrhundert. Der Dollar stellt die einzige moderne Ausprägung einer internationalen Fiat-Währung dar, deren Status ausschliesslich von der Glaubwürdigkeit und der Autorität des ausgebenden Staats abhängt.

### BISHERIGE HERAUSFORDERER

Die Vorrangstellung des Dollar im globalen Finanzsystem wurde in der Vergangenheit wiederholt herausgefordert, insbesondere durch den japanischen Yen in den 1980er Jahren und den Euro in den 2000er Jahren. Beide Währungen boten sich als potenzielle Ersatzwährungen an, da sie Zugang zu den tiefen, liquiden und offenen Finanzmärkten der Industrieländer eröffneten. Zudem konkurrierten sie in wirtschaftlicher und finanzieller Hinsicht mit den USA, konnten den Dollar letztlich jedoch nicht entthronen. Die in der japanischen Wirtschaft entstandene Blase platzte in den 1990er Jahren. Es folgte eine schmerzliche und langwierige Phase

des Schuldenabbaus, begleitet von niedrigem Wirtschaftswachstum und Deflation. Die Staatsschuldenkrise 2009–12 legte offen, dass die wirtschaftliche und fiskalische Integration des Euroraums nicht ausreichte, um die enormen internen Ungleichgewichte auszutarieren. Der Anleihemarkt des Euroraums ist nach wie vor fragmentiert und aufgrund der unterschiedlichen Kreditrisiken durch divergierende Renditen geprägt. Im Gegensatz dazu konnten die USA ihre wirtschaftliche Führungsrolle nach der Finanzkrise durch erfolgreiche Rekapitalisierung des Bankensystems über das Troubled Asset Relief Program (TARP) für notleidende Vermögenswerte wiederherstellen. Der Vorsprung beim Pro-Kopf-Einkommen und technologischen Fortschritt hat sich seitdem vergrössert.

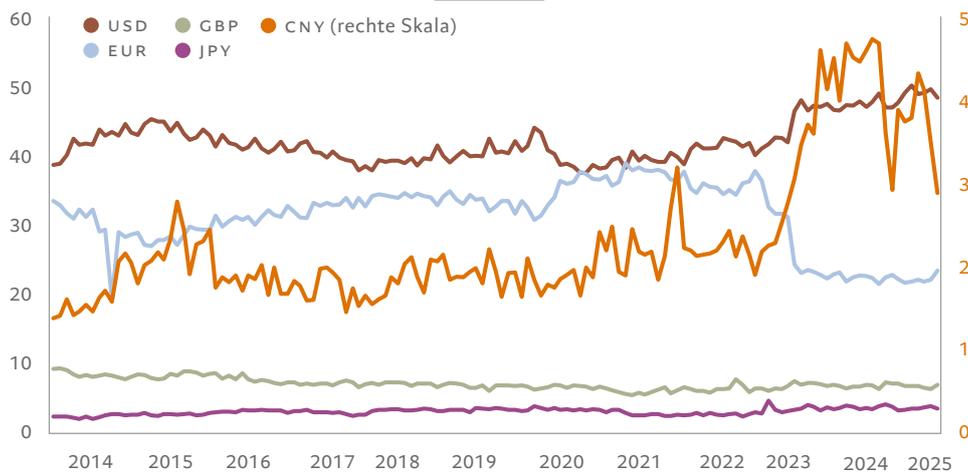
Zurückzuführen ist die Dominanz des Dollar an den globalen Märkten hauptsächlich auf die Tiefe, die Breite und die Liquidität der US-Kapitalmärkte sowie den Schutz, den das US-Recht und die US-Gerichte ausländischen Inhabern von Währungsreserven bieten. Trotz dieses Schutzes haben die USA immer wieder Sanktionen gegen ausländische Staaten verhängt, um ihre (geo-)politischen Ziele voranzutreiben.

Der Trend zu einer stärkeren Diversifizierung liegt nicht in Zweifel an der Nützlichkeit des Dollar als Tauschmittel begründet – diese ist unbestritten. Vielmehr spiegelt er die mangelnde Bereitschaft bestimmter Länder wider, sich dem politischen Einfluss der USA zu unterwerfen. Insbesondere nach dem Einmarsch Russlands in der Ukraine 2022 stellte einen Wendepunkt dar, da es den fundamentalen Grundsatz der Zentralbank-Immunität infrage stellte. Schon die 2014 von den USA in Reaktion auf die Besetzung der Krim gegen Russland verhängten Sanktionen veranlassten Russland dazu, sich gegen weitere Sanktionen zu wappnen. Dazu tauschte das Land seine Dollar-Reserven in Euro, Renminbi und Gold und

„Die Vorrangstellung des Dollar im globalen Finanzsystem wurde in der Vergangenheit wiederholt herausgefordert.“

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

GRAFIK 1  
Über SWIFT ausgeführte Zahlungen nach Währungen,  
in Prozent am Gesamtvolumen



Quelle: Pictet Wealth Management, Macrobond, Stand: 31.12.2024.

schuf ein alternatives Kartenzahlungssystem namens MIR. MIR-Karten werden von mehreren „wohlgesinnten“ Ländern in Lateinamerika, dem Kaukasus und Zentralasien akzeptiert. Darüber hinaus lancierte Russland als Alternative zum in Belgien ansässigen SWIFT-System das System for Transfer of Financial Messages (SPFS) mit laut Angaben der russischen Zentralbank 20 angeschlossenen Ländern. Das SPFS stellt jedoch keinerlei Konkurrenz zum gut etablierten SWIFT-System mit seinen 11 000 Korrespondenzbanken in 200 Ländern dar (SIEHE GRAFIK 1).

#### KÜNFTIGE ASPIRANTEN

Bei der Beurteilung, ob eine Währung eine globale Vormachtstellung für sich beanspruchen kann, ist es sinnvoll, ihre Qualitäten anhand der zuvor genannten drei Funktionen (Rechnungseinheit, Zahlungsmittel und Wertanlage) zu analysieren. Interessant ist auch festzustellen, ob etwaige strukturelle Veränderungen vom privaten oder vom öffentlichen Sektor ausgehen.

#### Fakturierung und Zahlungen

Bei den drei monetären Funktionen treten starke Netzwerkeffekte auf, die der etablierten Währung einen enormen Vorteil verschaffen. Eine einheitliche Recheneinheit kann für

eine reibungslosere Funktionsweise des Finanzsystems etwa bei der Preisfindung oder mit Blick auf die Volatilität der Wechselkurse oder die Absicherungskosten sorgen, da sie die Transparenz verbessert und den Wettbewerb fördert. Tatsächlich wurde der Euro neben anderen, politischen Zielen auch aus diesem Grund ins Leben gerufen. Der Dollar nimmt derzeit eine Vorrangstellung als Recheneinheit ein. So werden in Lateinamerika 96 Prozent, im Asien-Pazifik-Raum 74 Prozent und im Rest der Welt 79 Prozent der Handelsgeschäfte in Dollar abgerechnet. Der Euro verfügt lediglich in Europa über eine starke Position, wo nur 23 Prozent aller Rechnungen für Handelsgeschäfte in Dollar ausgestellt werden.

Dem chinesischen Renminbi mangelt es an vielen Vorzügen, die der Dollar bietet. Erstens ist der Renminbi-Wechselkurs kein Marktpreis, und Renminbi-Inhaber sind daher einem Anpassungsrisiko ausgesetzt. Überdies kontrolliert China den Kapitalverkehr, was Kapitaltransaktionen zwischen gebietsansässigen und gebietsfremden Personen beeinträchtigt. Der Renminbi gewinnt jedoch an Bedeutung, was die Fakturierung und Abwicklung chinesischer Transaktionen anbelangt, die angesichts der Grösse und des Wachstums der Wirtschaft stark zunehmen.

Deutlich wird die Rolle einer Währung als Zahlungsmittel ferner bei der globalen Zahlungsabwicklung. So baut China ein alternatives Zahlungssystem auf, um seine Anfälligkeit gegenüber westlichen Sanktionen zu verringern. Als politisch und wirtschaftlich starke regionale Hegemonialmacht verstärkt China seine konzentrierten Anstrengungen zum Aufbau einer Infrastruktur und finanzieller Regelungen, um seine Wirtschaft auch ohne Zugang zum globalen Zahlungssystem am Laufen zu halten. Wenig später führte Russland sein eigenes Zahlungssystem ein. 2015 lancierte China das Cross-border Interbank Payment System (CIPS), das den Teilnehmern Clearing- und Abwicklungsdienste für grenzüberschreitende Renminbi-Zahlungen bereitstellt. Seitdem ist das CIPS rasant gewachsen und verfügt über Teilnehmer aus 119 Ländern. Angesichts der Trägheit und der starken Netzwerkeffekte, die dem Dollar zugutekommen, machen CIPS-Transaktionen aktuell jedoch lediglich 3 Prozent der gesamten globalen Abwicklungen aus. Das Gros ist nach wie vor in Dollar denominiert (51 Prozent), und dieser Anteil wächst.

Andere Kennzahlen deuten darauf hin, dass der Dollar weiterhin in wesentlich stärkerer Masse als Referenzwährung verwendet wird als andere Währungen. So verharret der Anteil der auf US-Dollar lautenden Fremdwährungsanleihen seit 2010 bei rund 70 Prozent. Dadurch lässt der Dollar den Euro, dessen Anteil sich lediglich auf 21 Prozent beläuft, deutlich hinter sich. Die auf Dollar lautenden Bankkredite machen 51 Prozent

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

der gesamten Fremdwährungsforderungen von Banken aus. Ausserdem war der Dollar die an den Devisenmärkten am meisten gehandelte Währung. Sein Anteil am Umsatzvolumen belief sich laut der letzten, alle drei Jahre durchgeführten Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) auf 81 Prozent, gefolgt vom Euro mit 43 Prozent und dem Schweizer Franken mit 34 Prozent. Überdies weisen ausländische Anleger umfangreiche Bestände an US-Dollar-Banknoten auf, die in den beiden letzten Jahrzehnten sogar noch weiter gestiegen sind. Den Schätzungen der Federal Reserve zufolge hielten ausländische Anleger Ende 2022 über 1 Billion US-Dollar an Dollar-Banknoten, also etwa die Hälfte der in Umlauf befindlichen Banknoten.

### Wertanlage

Initiativen zum Aufbau alternativer Zahlungssysteme werden zwar von öffentlichen Institutionen lanciert. Das Vertrauen in diese Systeme und die Entscheidung, welche Währung für Transaktionen oder die Preisgestaltung eingesetzt werden soll, liegt gleichwohl nach wie vor in privater Hand und wird in gewisser Weise vom Markt bestimmt. Anders bei der Frage, ob sich eine Währung als Wertanlage eignet. Hier spielt der öffentliche Sektor als Aufbewahrungsstelle der ausländischen Vermögenswerte eines Landes eine entscheidende Rolle.

Der Anteil der US-Dollar-Reserven an den von Zentralbanken gehaltenen Gesamtreserven sank in den letzten 25 Jahren von 75 Prozent im Jahr 1999 auf 57 Prozent im Jahr 2024. Dieser Rückgang kam anderen G10-Währungen wie dem Pfund Sterling und dem Euro zugute, deren Anteil jeweils um 2 Prozentpunkte stieg. Der Renminbi profitierte zudem von der Umschichtung russischer Reserven aus dem US-Dollar in die chinesische Währung, der Aufnahme des Renminbi in den Währungskorb der Sonderziehungsrechte des IWF (SZR) und dem Anstieg der grenzüberschreitenden, in Renminbi abgewickelten Zahlungen. Auf ihn entfallen allerdings nach wie vor lediglich 2,2 Prozent der Gesamtreserven. Die Hauptnutznieser der Diversifizierung waren indes andere kleine Währungen (etwa der

Schweizer Franken und der Australische Dollar), deren Anteil von unter 2 Prozent auf beinahe 10 Prozent gestiegen ist.

Um als Reservewährung eingestuft zu werden, darf eine Währung kein Kreditrisiko bergen. Zudem muss sie tiefe und liquide Anleihen- und Devisenmärkte bieten und darf keinem geopolitischen Risiko ausgesetzt sein. Was den ersten Aspekt betrifft, kommen nur Investment-Grade-Währungen infrage, was den Renminbi eher aussen vor lässt. Mit einem Anteil seines Anleihenmarktes an den globalen Staatsanleiheindizes von 14 Billionen US-Dollar nimmt der Dollar die Führungsposition ein. Der Staatsanleihenmarkt des Euroraums ist mit 7,2 Billionen US-Dollar etwa halb so gross. An dritter Stelle rangiert der japanische Markt mit 6,4 Billionen US-Dollar. Durch die Beschlagnahme russischer Reserven durch westliche Regierungen sind nun allerdings auch die Dollar- und sogar die Euroreservebestände mit einem geopolitischen Risiko behaftet. Wird eine Währung als Waffe eingesetzt, verliert sie zwangsläufig an Attraktivität. Insofern ist die jüngste Währungsdiversifizierung eine unmittelbare Folge dieses Attraktivitätsverlusts. Wie weit kann diese Entwicklung gehen? Und gibt es überhaupt eine vertrauenswürdige Alternative zu den tiefen Märkten, die der Dollar bietet?

Änderungen der Leitwährung gehen in der Regel mit Verschiebungen der wirtschaftlichen und militärischen Machtverhältnisse einher („Theorie der hegemonialen Stabilität“). In der Nachkriegszeit garantierten die USA den Frieden und den militärischen Schutz Europas und von Teilen Asiens. Sie boten wirtschaftlichen Wohlstand und gewannen im Gegenzug politischen Einfluss und ein Netz aus Verbündeten, mit dem ideologische Widersacher in ihre Schranken gewiesen wurden. Von den globalen Währungsreserven in Höhe von 12 Billionen US-Dollar werden rund 60 Prozent in Dollar gehalten, wobei sich diese Dollarbestände zur Hälfte im Besitz von Verbündeten der USA und von weniger US-freundlichen Regimen befinden. Bei den letztgenannten Ländern überwiegen Staaten mit Leistungsbilanzüberschüssen,

insbesondere China, Russland und Saudi-Arabien. Mit einer jährlichen Lücke von 1 Billion US-Dollar (4 Prozent des BIP) weisen die USA aber perfiderweise das grösste Leistungsbilanzdefizit der Welt auf und stellen einen wichtigen Exportmarkt für diese Länder dar. Eine Reduzierung ihrer Dollar-Reserven würde daher eine Verringerung der bilateralen Handelsströme bedeuten. Länder mit Überschüssen könnten zwar gemeinsame Handelsblöcke bilden, dies dürfte jedoch insgesamt geringere Handelsströme und möglicherweise negative Auswirkungen auf die Binnennachfrage zur Folge haben.

Die Reservebestände sind wegen der höheren präventiven Nachfrage zur Stärkung der finanziellen Stabilität im Falle eines abrupten Endes der Kapitalzuflüsse oder eines Abzugs von Kapital gestiegen. Überdies richtete die Federal Reserve ständige Dollar-Swap-Fazilitäten mit fünf Zentralbanken (Euroraum, Schweiz, Japan, Grossbritannien und Kanada) ein, um Liquiditätsengpässen in Zeiten von Marktstress entgegenzuwirken. Zuvor hatte die Fed für neun andere Länder, darunter Australien, Brasilien und Dänemark, temporäre Fazilitäten etabliert, die jedoch ausgelaufen sind, bei Bedarf aber reaktiviert werden können. Auf dem Höhepunkt der Coronakrise wurden 500 Milliarden US-Dollar in Anspruch genommen. Die chinesische Zentralbank (PBOC) richtete ähnliche Swaplinien in Renminbi ein (5,2 Billionen Renminbi), um eine Fakturierung von Handelsgeschäften in der chinesischen Währung zu fördern.

### ANDERE ALTERNATIVEN

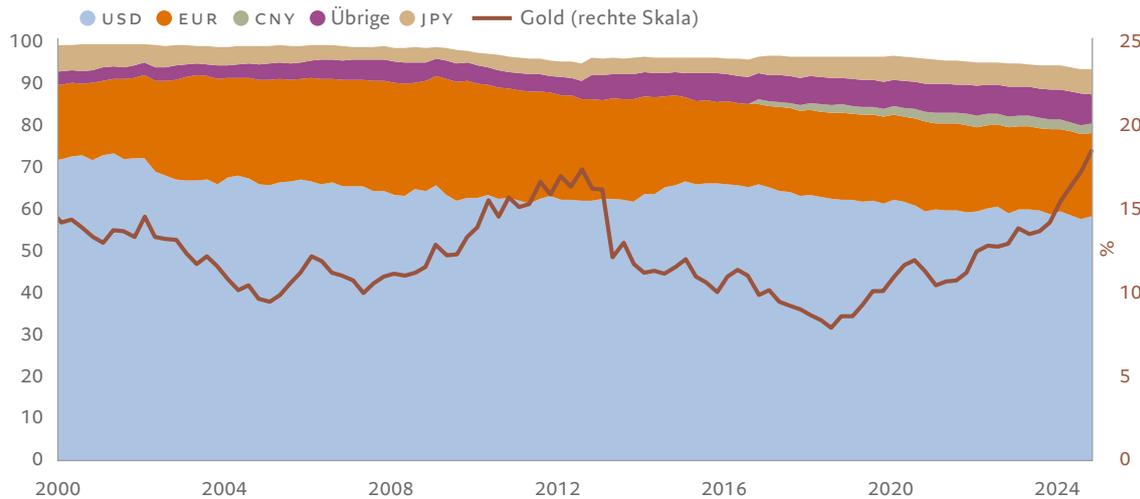
#### Gold

In dem Bestreben, ihre Reserven zu diversifizieren und die Abhängigkeit vom US-Dollar zu verringern, haben viele Länder nicht nur alternative Währungsreserven aufgebaut, sondern auch vermehrt Gold gekauft. Die Goldbestände sind tatsächlich auf 20 Prozent des gesamten Auslandsvermögens der Zentralbanken und somit auf ein Niveau gestiegen, das zuletzt in der Zeit des Gold-(Devisen-)Standards, der 1971 endete, verzeichnet wurde.

Gold eignet sich nur begrenzt als Tauschmittel. Gleichwohl hat es den Zentralbanken als Wertanlage gute

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

GRAFIK 2  
Internationale Reserven, in Prozent der Gesamtallokation



Quelle: Pictet Wealth Management, Macrobond, Stand: 31.12.2024.

Dienste geleistet, ist der Wert in den letzten zehn Jahren doch um 227 Prozent gestiegen. Ein weiterer Vorteil des Edelmetalls besteht darin, dass es für niemanden eine Verbindlichkeit darstellt (und somit kein Kreditrisiko birgt) und keine Verbindung zu einem bestimmten Land aufweist (also nicht mit einem geopolitischen Risiko behaftet ist). Für Länder, die sich der politischen Vormachtstellung der USA entziehen möchten, stellt es daher eine sinnvolle Alternative dar. Darüber hinaus wird es von öffentlichen Stellen in Ländern wie Indien und der Türkei oft als Absicherung gegen Inflation und finanzielle Instabilität eingesetzt.

Gold ist allerdings mit ähnlichen Herausforderungen konfrontiert wie andere Reservewährungen. So können in London oder New York gehaltene Bestände bei Bedarf zwar leicht in andere Währungen umgetauscht werden, aber eine Beschlagnahme durch das Land, in dem Goldbestände gehalten werden, ist ebenso möglich. Werden die Goldbestände hingegen im Inland gehalten, könnten sich umfangreiche Käufe oder Verkäufe schwieriger gestalten und Bartergeschäfte erfordern. Einer möglichen Ausweitung der Stellung, die Gold unter den Zentralbankreserven einnimmt, sind daher wahrscheinlich Grenzen gesetzt. Diese Grenzen könnten jedoch überwunden werden, sollte Gold tokenisiert und

dadurch der physischen Kontrolle entzogen werden, wobei die Inhaber anonym bleiben würden.

#### BRICS-Länder

Mit dem (erneuten) Zusammenschluss des „globalen Südens“ entstanden auch Pläne zur Schaffung einer gemeinsamen BRICS-Währung. Bezeichnend ist, dass kein BRICS-Land auf den Renminbi zurückgreift, obwohl ein allgemein positives Verhältnis zu China gepflegt wird und man der US-Außenpolitik mit Argwohn begegnet. Neben der üblichen Schwierigkeit, die Souveränität unter „Möchtegern“-Grossmächten zu bündeln, stünde eine solche Währung allerdings in vielerlei Hinsicht Herausforderungen gegenüber.

#### Digitale Zentralbankwährungen

Eine dritte mögliche Reservewährung stellen digitale Zentralbankwährungen (Central Bank Digital Currencies, CBDC) dar. Sie könnten eine Alternative zum heutigen Zahlungsverkehrssystem bieten und die Vormachtstellung des Dollar verringern. Sollten derartige Währungen direkt an ein zentralisiertes Zahlungsverkehrssystem angebunden sein, könnte der Dollar als zwischengeschaltete Währung überflüssig werden. Gleichermassen könnten die Zentralbanken beschliessen, direkte Transaktionen in ihren digitalen Währungen

durchzuführen. Dem Vernehmen nach prüfen Russland und China eine Verknüpfung ihrer elektronischen Währungen. Der BIZ zufolge haben bereits vier Zentralbanken CBDC eingeführt, und drei weitere planen, dies 2025 zu tun. Die Herstellung vollständiger Währungsinteroperabilität zwischen den Zentralbanken sowie die Errichtung von Governance-Rahmenwerken und Entscheidungsmechanismen dürften indes mehr Zeit in Anspruch nehmen. CBDC stellen jedoch valide Alternativen dar und könnten letztlich die Vorrangstellung des Dollar bei der Abwicklung untergraben.

#### FAZIT

Reservewährungen haben ihren Status traditionell der militärischen und politischen Stärke des jeweiligen Landes zu verdanken. Aktuell kommt der wirtschaftlichen Überlegenheit indes wachsende Bedeutung zu. Bislang ist es wirtschaftlichen Rivalen der USA nicht gelungen, den US-Dollar herauszufordern. Die Rahmenbedingungen haben sich jedoch geändert, zumal in diese früher rein technische Frage nun auch geopolitische Erwägungen einfließen.

Daher werden alternative Zahlungssysteme entwickelt und gefördert, während digitale Zentralbankwährungen dem Dollar Konkurrenz machen könnten. Dies spricht nicht für eine Welt mit einer anderen dominanten Währung, sondern für eine deglobalisierte, stärker fragmentierte Welt, in der mehrere Währungen in ihrer jeweiligen politischen Einflussphäre eine Vorrangstellung einnehmen.

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

# Aktien und Anleihen: Diversifizierung in einer stark korrelierten Welt

## Portfolioresilienz stärken

Staatsanleihen und Aktien bilden seit Langem den Kern eines diversifizierten Portfolios, das sich das Absicherungspotenzial wenig volatiler Anleihen und deren schwache Korrelation zu Aktien zunutze macht.

Jüngste Ereignisse haben jedoch gezeigt, dass dieses Gleichgewicht anfällig auf bestimmte wirtschaftliche Bedingungen reagiert. Das Auftreten positiver Korrelationen zwischen Aktien und Anleihen seit 2022 (SIEHE GRAFIK 1) markiert eine Kehrtwende nach einem Jahrzehnt negativer Korrelationen und sorgt an den Märkten für Verwirrung.

Deshalb sollten die Anleger ihre Annahmen in Bezug auf die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen einer Prüfung unterziehen. Tatsächlich lassen sich Warnsignale ausmachen, dass sich diese Korrelation allmählich verändern könnte – mit Auswirkungen auf die Portfolioallokation der Anleger.

Schon mehrfach haben wir darauf verwiesen, dass Faktoren wie die Inflation grossen Einfluss auf die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen haben. Wir gehen noch einen Schritt weiter und untersuchen, wie sich die Beziehung zwischen Aktien und Staatsanleihen in unterschiedlichen Szenarien für Inflation und Wirtschaftswachstum entwickelt.

In einer Phase mit niedriger Inflation und starkem Wirtschaftswachstum entwickeln sich Aktien und Anleihen in der Regel synchron. Aktien kommt oft eine robuste Konjunktur zugute, in der Unternehmen höhere Umsätze und Gewinne verzeichnen, während sich Anleihen bei niedrigem Inflationsdruck gut entwickeln, da die Zinsen dann generell stabil sind oder sinken. Diese Kombination kann eine positive Korrelation zwischen den beiden Anlageklassen hervorrufen, in der sowohl Aktien als auch Anleihen eine gute Performance erzielen. Diese

höhere Korrelation muss nicht zwangsläufig als negativ eingestuft werden, vorausgesetzt beide Anlageklassen leisten einen positiven Portfoliobeitrag (SIEHE GRAFIK 2 UND 3).

Bei starker Konjunktur und anziehender Inflation driften die Entwicklung von Aktien und Anleihen auseinander. Obwohl sich Aktien dank hoher Konsumausgaben und Unternehmensrentabilität möglicherweise weiterhin gut entwickeln, leiden Anleihen in der Regel unter den steigenden Zinsen. In diesem inflationären Szenario können sich die höheren Renditen nachteilig auf den Anleihenmarkt auswirken und für Kursverluste sorgen. Die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen könnte sich in der Folge abschwächen oder sogar ins Negative verkehren (SIEHE GRAFIK 3). In diesem makroökonomischen Szenario dürfte ein ausgewogenes Portfolio dank der Aktienerträge nach wie vor eine positive

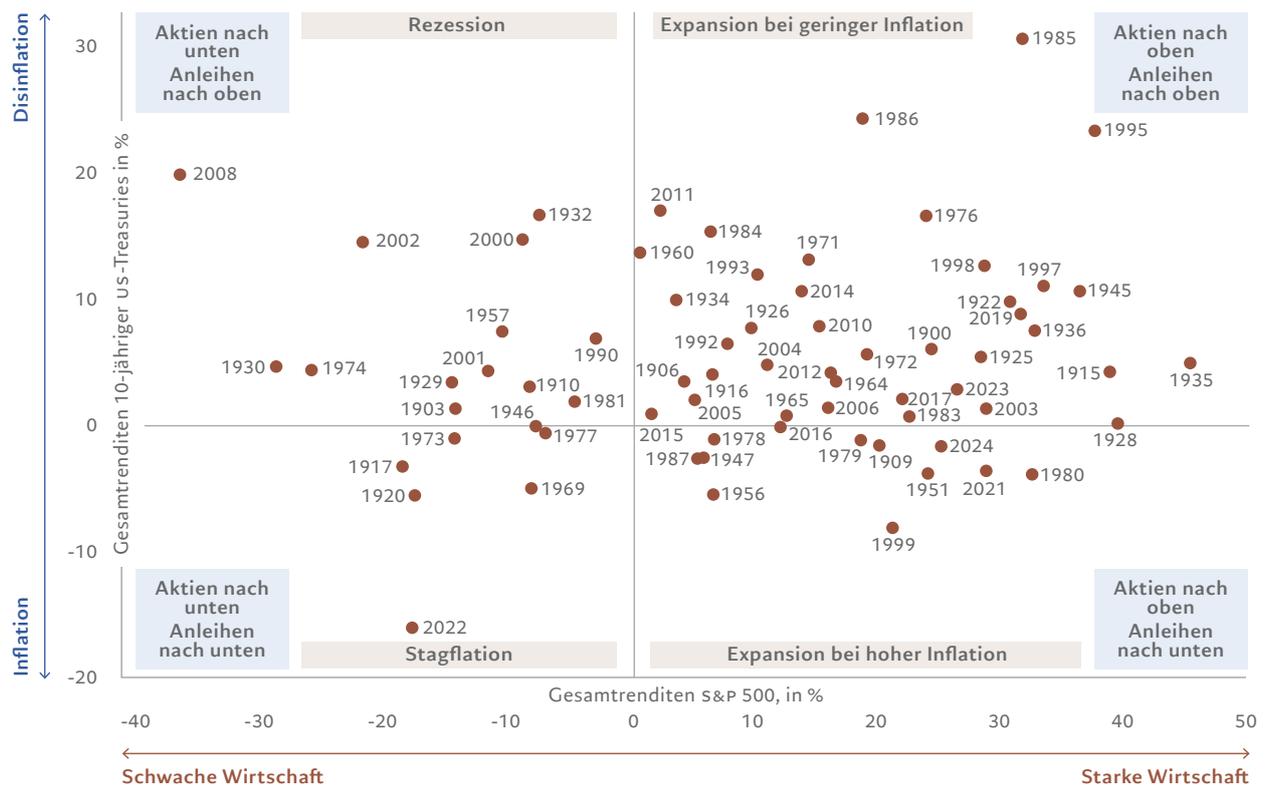
GRAFIK 1  
1-Jahres-Korrelation zwischen US-Aktien  
und -Anleihen



Quelle: Pictet Wealth Management, DMS, FactSet,  
Stand: 31.03.2025.

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

GRAFIK 2  
Renditen von Aktien und Anleihen unter verschiedenen  
makroökonomischen Szenarien



Quelle: Pictet Wealth Management, DMS, FactSet, Stand: 31.03.2025.

Wertentwicklung erzielen. Anleger müssen dann jedoch nach anderen Möglichkeiten Ausschau halten, um die im Anleihensegment verzeichneten Verluste zu kompensieren.

In Rezessionsphasen, insbesondere wenn die Inflation in Verbindung mit einem schwachen Wirtschaftswachstum sinkt, entwickeln sich Aktien und Anleihen oft diametral. In solchen Phasen brechen die Aktienmärkte meist ein, während Staatsanleihen an Wert gewinnen, da ihnen die Zinssenkungen der Zentralbanken zugutekommen. Diese negative Korrelation verdeutlicht, dass Anleihen in Abschwungphasen als Schutz gegen Verluste bei Aktien dienen können. Historische Ereignisse wie die globale Finanzkrise sind gute Beispiele für diesen Mechanismus. Im Laufe der Krise legten 10-jährige US-Treasuries um 21 Prozent zu, während der S&P 500 um 55 Prozent nachgab. Auch im März

2020, als Aktien aufgrund des Ausbruchs der Pandemie massiv einbrachen, verzeichneten US-Treasuries Gewinne, welche die Verluste aus Aktien zum Teil ausglich.

Es gibt jedoch Phasen, in denen selbst Anleihen keine Entlastung bieten. So sind Phasen einer Stagflation, also einer hohen Inflation in Verbindung mit stagnierendem Wachstum, besonders schwierig und belasten sowohl Aktien als auch Anleihen. Hier lohnt sich ein Blick auf das Jahr 2022, als die aggressiven Massnahmen der Zentralbanken zur Eindämmung der Inflation zu erheblichen Verlusten an beiden Märkten führten (SIEHE GRAFIK 2). Der S&P 500 gab um 24 Prozent nach, während 10-jährige US-Treasuries 17 Prozent einbüßten – ein seltener Fall, in dem Anleihen ihrer Diversifizierungsfunktion nicht mehr gerecht wurden.

Heute signalisieren die steigende Inflation, höhere Realzinsen sowie die geldpolitische Entwicklung, dass sich die historisch niedrige Korrelation zwischen Aktien und Anleihen in eine eher positive Beziehung verwandeln könnte. Unsere aktuelle langfristige Prognose für die USA sieht eine Inflation von rund 2,5 Prozent in den nächsten zehn Jahren vor. Dieses Niveau liegt leicht über jenem, das nach der globalen Finanzkrise und vor der Coronapandemie verzeichnet wurde, als die durchschnittliche 5-jährige Inflationsrate unter 2 Prozent verharrte (SIEHE GRAFIK 4).

Darüber hinaus liegt unsere Prognose für das reale BIP-Wachstum in den USA in den nächsten zehn Jahren bei rund 2 Prozent jährlich und somit leicht unter dem Durchschnittswert der letzten zehn Jahre von 2,5 Prozent, was auf eine Phase moderater wirtschaftlicher Expansion hindeutet.

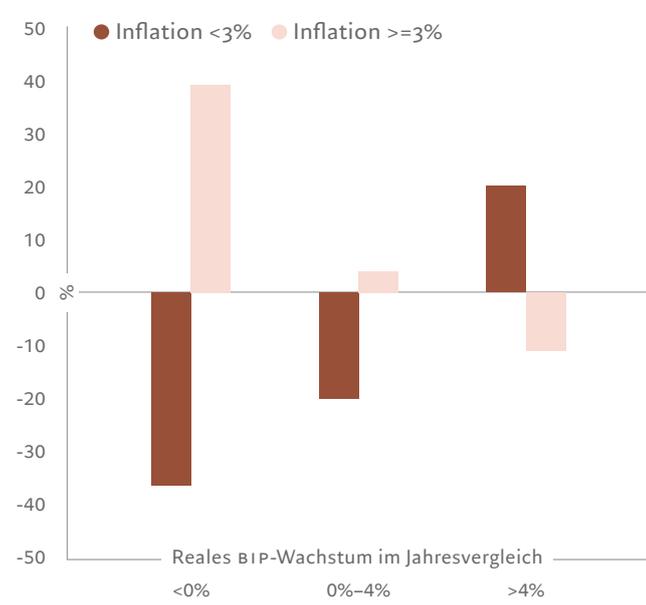
Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

Unsere Analyse legt nahe, dass die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen in den nächsten zehn Jahren zwar etwas höher ausfallen könnte als in den vorangehenden beiden Jahrzehnten bis 2020, aber ausreichend niedrig sein dürfte, um den Diversifizierungsvorteil zu wahren. Überdies dürfte die von uns in zehn Jahren erwartete Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen von 4,8 Prozent Anleihen genügend Spielraum geben, Aktienmarktverluste in Rezessionsphasen auszugleichen.

Selbst bei einer künftig stärkeren Korrelation von Aktien und Anleihen könnte eine umsichtige Asset-Allokation immer noch Diversifizierungsvorteile bieten. Eine Integration anderer Anlageklassen, der Einsatz von Derivaten zum Risikomanagement und die Streuung der Anlagen über diverse Regionen und Sektoren hinweg kann die Widerstandskraft des Portfolios deutlich stärken.

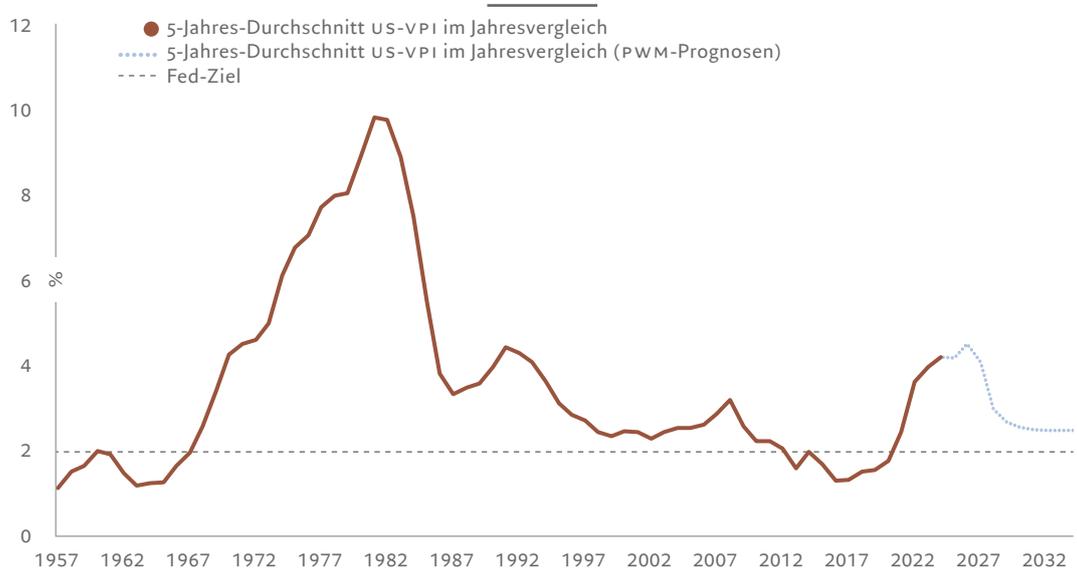
**GRAFIK 3**  
**Durchschnittliche Korrelation in verschiedenen Szenarien für Inflation und reales BIP-Wachstum (jährliche Daten seit 1988)**

In einem Umfeld mit niedriger Inflation steigt die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen in der Regel synchron zum Wachstum. In einem Umfeld mit hoher Inflation sinkt sie im Allgemeinen.



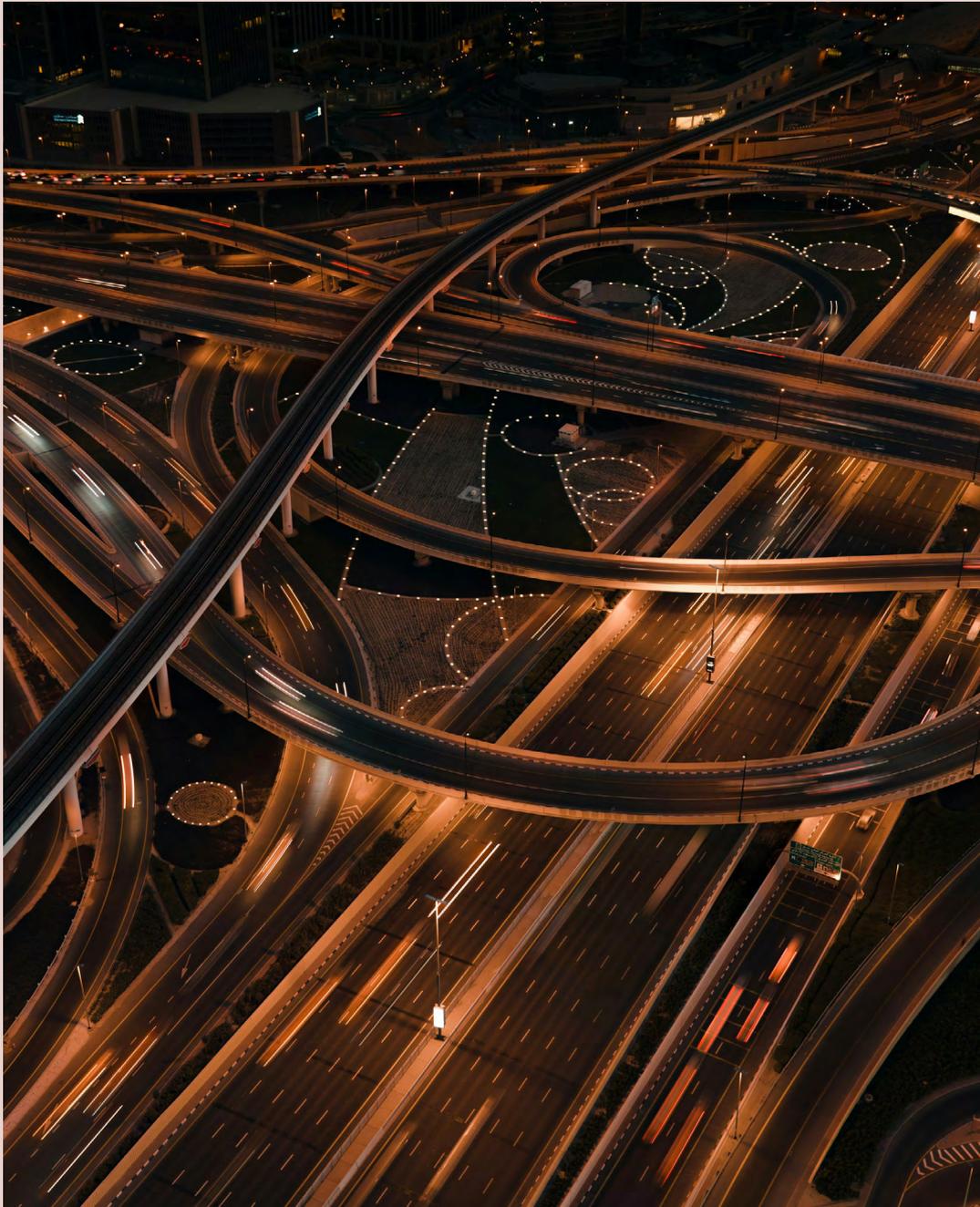
Quelle: Pictet Wealth Management, DMS, FactSet, Stand: 31.03.2025.

**GRAFIK 4**  
**5-jährige durchschnittliche Inflation inkl. Prognosen von Pictet Wealth Management**



Hinweis: Basierend auf dem US-Verbraucherpreisindex im Jahresvergleich.  
Quelle: Pictet Wealth Management, DMS, FactSet, Stand: 31.03.2025.

Nur zu Illustrationszwecken. Es gibt keine Gewähr für das Erreichen dieser Projektionen, Prognosen oder erwarteten Renditen. In der Vergangenheit erzielte Resultate geben keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Resultate und Renditen können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.



Die nach dem ersten Präsidenten der Vereinigten Arabischen Emirate benannte Sheikh Zayed Road ist mit ihren 14 Fahrspuren die berühmteste Strasse Dubais. Sie ist die Hauptverkehrsachse der Wüstenstadt und

verbindet Attraktionen wie den Wolkenkratzer Burj Khalifa und das Einkaufszentrum Dubai Mall. Dabei führt sie vorbei an der beeindruckenden Skyline der Stadt mit ihren Luxushotels und Glasbauten.

„Anleger müssen eine neue Realität berücksichtigen, die durch eine grössere Unsicherheit und Ergebnisbandbreite bei der Beurteilung von Wirtschaftsleistung, Anlageerträgen und Kapitalflüssen geprägt ist.“

**Glossar der Risiken:** Zugänglich über diesen Link oder QR-Code: [pictet.com/macroeconomic-risks](https://pictet.com/macroeconomic-risks)



**Glossar der Termini:** Zugänglich über diesen Link oder QR-Code: [pictet.com/glossary-of-terms](https://pictet.com/glossary-of-terms)



#### **Haftungsausschlüsse der Index- und Datenanbieter:**

Alle hier wiedergegebenen Indexdaten bleiben Eigentum des jeweiligen Datenanbieters. Die Haftungsausschlüsse der Datenanbieter sind über diesen Link oder QR-Code zugänglich (nur auf Englisch): [pictet.com/3rd-party-data-providers](https://pictet.com/3rd-party-data-providers)



#### **Rechtlicher Hinweis:**

Dieses Marketingdokument (nachstehend das „Dokument“) darf nur von dessen Empfänger gelesen und/oder verwendet werden. Es ist nicht für natürliche oder juristische Personen bestimmt, welche die Staatsangehörigkeit von oder den Wohn- bzw. den Geschäftssitz in einem Staat oder Gerichtskreis haben, in dem seine Verteilung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Verwendung gegen Gesetze oder andere Bestimmungen verstösst. Es wird solchen Personen weder bereitgestellt noch darf es von ihnen verwendet werden. Es stellt in keinem Fall ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren, Rohstoffen, Derivaten oder anderen Finanzinstrumenten (gemeinsam als „Anlage(n)“ bezeichnet) noch zum Eingehen von Rechtsbeziehungen oder Vereinbarungen noch eine Beratung oder Empfehlung für irgendwelche Anlagen dar. Die in diesem Dokument erwähnten Instrumente wurden von der zuständigen Aufsichtsbehörde möglicherweise nicht zugelassen oder genehmigt. Ihr öffentlicher Vertrieb ist deshalb unter Umständen nicht erlaubt, und ihre private Platzierung kann auf bestimmte Arten von Anlegern beschränkt sein. Für die betreffende(n) Anlage(n) gelten möglicherweise detaillierte Verkaufsrestriktionen, die berücksichtigt werden müssen. Dieses Dokument enthält keine persönliche, auf die Bedürfnisse, den Kenntnisstand, die Erfahrung, eventuelle Nachhaltigkeitspräferenzen, Ziele und die finanzielle Situation einer Privatperson oder eines Unternehmens zugeschnittene Empfehlung. Das vorliegende Dokument und/oder die darin erwähnte(n) Anlage(n) eignen sich möglicherweise nicht für den Empfänger. Das Dokument sollte nicht als Geeignet-

heitsbestätigung betrachtet werden, da der Bank nicht alle notwendigen Informationen über den Empfänger vorliegen, um eine Geeignetheitsprüfung durchzuführen, die Kenntnisse und Erfahrung, Risikotoleranz, eventuelle Nachhaltigkeitspräferenzen, Anlagebedürfnisse und Finanzrisikotragfähigkeit des Empfängers berücksichtigt. Weitere von der Bank veröffentlichte oder verteilte Berichte oder Dokumente können von den Informationen und/oder Meinungen in diesem Dokument abweichen und zu anderen Schlussfolgerungen führen, und die Bank kann im Widerspruch zu den in diesem Dokument vorgestellten Informationen und/oder Meinungen handeln und Interessen verfolgen, die den Interessen des Empfängers dieses Dokuments zuwiderlaufen. Anleger sollten eine unabhängige Finanzberatung über die Geeignetheit einer Anlage oder für die Übernahme von in diesem Dokument diskutierten Strategien einholen. Beschliesst der Anleger, eine Transaktion im Zusammenhang mit einer in diesem Dokument genannten Anlage zu tätigen, so ist er allein dafür verantwortlich, und die Geeignetheit/Angemessenheit der Transaktion sowie sonstige spezifische Finanzrisiken ebenso wie mögliche rechtliche, aufsichtsrechtliche, kreditspezifische, steuerliche und bilanzielle Aspekte sollten von einer Fachperson beurteilt werden. Zudem gibt die Bank keine Erklärung oder Beratung über die geeignete buchhalterische Behandlung oder mögliche steuerliche Folgen irgendeiner Anlage ab. Die in diesem Dokument erwähnten Informationen, Instrumente und Materialien dienen reinen Informationszwecken, wurden in gutem Glauben übernommen und stammen aus Quellen, die als zuverlässig gelten. Diese Informationen können ohne vorherige Mitteilung geändert werden. Die Bank kann nicht für eventuelle Kursschwankungen der Wertpapiere haftbar gemacht werden. Die Preise, Wertangaben und Erträge der in diesem Dokument erwähnten Anlage(n) beruhen auf den üblichen Finanzinformationsquellen der Bank. Die Bank ist nicht verpflichtet, die in diesem Dokument wiedergegebenen Informationen zu aktualisieren, und ihre Genauigkeit und Vollständigkeit kann weder ausdrücklich noch implizit bestätigt oder garantiert werden. Die Bank übernimmt somit keine Haftung für Verluste, die sich aus der Verwendung dieses zu reinen Informationszwecken erstellten Dokuments oder der Bezugnahme darauf ergeben. Der Marktwert von Anlagen kann durch wirtschaftliche, finanzielle und politische Faktoren, die Restlaufzeit, Marktbedingungen und Volatilität sowie die Bonität des jeweiligen Emittenten oder des Benchmark-Emittenten steigen oder sinken, ohne dass dies mitgeteilt wird. Einige Anlagen sind möglicherweise nicht sofort realisierbar, weil der entsprechende Markt illiquide sein kann. Zudem können die Wechselkurse einen positiven oder negativen Einfluss auf Wert, Preis oder Rendite der in diesem Dokument erwähnten Anlage(n) haben. Die politische und wirtschaftliche Lage in Schwellenländern ist deutlich instabiler als in Industrieländern, und entsprechende

Anlagen können mit höheren Risiken und mehr Volatilität verbunden sein. Prognosen und in der Vergangenheit erzielte Resultate geben keinen verlässlichen Hinweis auf oder eine Garantie für die zukünftige Entwicklung. Die Bank übernimmt keinerlei Haftung – weder ausdrücklich noch stillschweigend – für die künftige Wertentwicklung. Dementsprechend muss der Anleger bereit und in der Lage sein, alle Risiken zu tragen, auch das Risiko, weniger zurückzuerhalten, als ursprünglich investiert wurde. Die angegebene Performance berücksichtigt weder Kommissionen noch Kosten (welche die Performance schmälern). Jede Anlageentscheidung setzt voraus, dass der Anleger die jeweilige(n) Anlage(n) und die damit verbundenen Risiken vollumfänglich versteht. Insbesondere sollte die Dokumentation der betreffenden Anlage(n) (wie Emissionsprogramm, endgültige Bedingungen, Prospekt, vereinfachter Prospekt, Private Placement Memorandum und wesentliche Anlegerinformationen) gelesen werden. Strukturierte Produkte sind komplexe Finanzprodukte und bergen ein hohes Risiko. Der Wert der strukturierten Produkte hängt nicht nur von der Performance des Basiswerts bzw. der Basiswerte ab, sondern auch von der Bonität des Emittenten. Ausserdem ist der Anleger dem Risiko ausgesetzt, dass der Emittent/Garantiegeber ausfällt. Falls dieses Dokument einen Link zu Dokumenten im Zusammenhang mit der/den Anlage(n) wie einem Schweizer Basisinformationsblatt oder einem Basisinformationsblatt für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte („KID“; Key Information Document) enthält, gilt es zu beachten, dass das jeweilige Dokument ohne vorherige Mitteilung geändert werden kann. Unmittelbar vor Bestätigung der Anlageentscheidung gegenüber der Bank muss der Anleger über den entsprechenden Link die jeweils neueste Version des betreffenden KID bzw. eines sonstigen Anlagedokuments abrufen. Sollte der Anleger keinen Link für den Zugriff auf die jeweiligen Dokumente erhalten haben oder unsicher sein, welches die jüngste Version des jeweiligen KID bzw. sonstiger Produktunterlagen ist oder wo diese zu finden ist, kann er sich an seinen Ansprechpartner bei der Bank wenden. Wenn die Bank nicht Hersteller der Anlage(n) ist, wird das KID/sonstige Dokument von einer Drittpartei bereitgestellt (das „Drittparteidokument“). Drittparteidokumente werden aus als zuverlässig erachteten Quellen bezogen. Die Bank gibt keinerlei Garantie für die Korrektheit bzw. Genauigkeit der im Drittparteidokument enthaltenen Daten. Die Bank haftet nicht für Anlageentscheidungen oder Transaktionen, die im Vertrauen oder gestützt auf im Drittparteidokument enthaltene Daten erfolgen. Sollte der Anleger die hier erwähnte(n) Anlage(n) zeichnen, erklärt er, (i) dass ihm die mit der/den Anlage(n) verbundene relevante Dokumentation – einschliesslich gegebenenfalls des jeweiligen KID/eines anderen Dokuments – rechtzeitig zur Verfügung gestellt wurde und dass er diese Dokumentation gelesen und

verstanden hat; (ii) dass er die für die Anlage(n) bestehenden Beschränkungen zur Kenntnis genommen hat; und (iii) dass er die geltenden subjektiven und objektiven Voraussetzungen erfüllt, um die Anlage(n) zu tätigen. Die Bank kann sich bei Bedarf auf diese Bestätigungen beziehen und die Aufträge des Anlegers entgegennehmen, um sie an einen anderen professionellen Dienstleister zu übermitteln, sie gemäss den entsprechenden Klauseln des Mandats des Anlegers sowie den Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Bank auszuführen und für die Zeichnung der Anlage(n) erforderliche Dokumente oder Bestätigungen im Namen des Anlegers zu unterzeichnen. Durch Zeichnung der Anlage(n) erklärt sich der Anleger ferner einverstanden, die Bank für jegliche Forderungen, Verluste und Schäden, die ihr in Verbindung mit der/den Anlage(n) entstehen könnten, zu entschädigen und schadlos zu halten. Jegliche Wiedergabe, Vervielfältigung, Offenlegung, Änderung und/oder Veröffentlichung dieses Dokuments ist nur mit vorheriger schriftlicher Erlaubnis der Bank gestattet und erfolgt unter Ausschluss jeglicher Haftung der Bank. Der Empfänger des Dokuments verpflichtet sich, die geltenden Gesetze und Bestimmungen in den Jurisdiktionen einzuhalten, in denen die in diesem Dokument bereitgestellten Informationen verwendet werden. Alle Rechte vorbehalten. Copyright 2025

#### **Vertrieb:**

**Banque Pictet & Cie SA**, route des Acacias 60, 1211 Genf 73, Schweiz, ist eine nach dem Schweizer Gesetz zugelassene Bank mit Sitz in der Schweiz und untersteht als solche der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA), Laupenstrasse 27, 3003 Bern, Schweiz. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen resultieren nicht aus einer unabhängigen Finanzanalyse und gelten somit nicht als Finanzanalyse im Sinne der von der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBV) erlassenen Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse.

**Bank Pictet & Cie (Europe) AG** ist ein von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassenes und beaufsichtigtes Kreditinstitut nach deutschem Recht mit Sitz in Neue Mainzer Str. 2–4, 60311 Frankfurt am Main mit Niederlassungen in Luxemburg, Frankreich, Italien, Spanien, Monaco und dem Vereinigten Königreich, die jeweils der Aufsicht des entsprechenden Landes unterliegen.

**Pictet Bank & Trust Limited** ist eine von der Central Bank of The Bahamas und der Securities Commission of The Bahamas zugelassene und beaufsichtigte Gesellschaft. Ihre eingetragene Adresse lautet Building 1, Bayside Executive Park, West Bay Street and Blake Road, Nassau, New Providence, Bahamas.

**Banque Pictet & Cie SA Singapore Branch („BPSA SG Branch“)** ist in Singapur unter UEN T24fc0020C im Handelsregister eingetragen. Dieses Dokument ist nicht für Personen oder für die Verteilung an oder die

Verwendung durch Personen bestimmt, die nicht akkreditierte Investoren, erfahrene oder institutionelle Investoren gemäss Abschnitt 4A des singapurischen Securities and Futures Act 2001 („SFA“) sind. BPSA SG Branch ist eine von der Monetary Authority of Singapore („MAS“) im Sinne des singapurischen Banking Act 1970 zugelassene und regulierte Wholesale-Bank-Niederlassung, ein von der Lizenzpflicht befreiter Finanzberater im Sinne des Financial Advisers Act 2001 und ist gemäss SFA von der Pflicht zum Halten einer Lizenz für Kapitalmarktdienstleistungen befreit.

**Banque Pictet & Cie SA, Hong Kong Branch („Pictet HK Branch“) in Hongkong.** Dieses Dokument ist nicht für Personen oder für die Verteilung an oder die Verwendung durch Personen bestimmt, die nicht „professionelle Investoren“ im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Kapitel 571 der Gesetze von Hongkong) und deren Durchführungsbestimmungen sind. Soll Pictet HK Branch keine personenbezogenen Informationen für Marketingzwecke verwenden, kann kostenfrei von Pictet HK Branch verlangt werden, dies zu unterlassen. Ein entsprechender Antrag ist per E-Mail an den Datenschutzbeauftragten (asia-data-protection@pictet.com) oder postalisch an die eingetragene Adresse von Pictet HK Branch unter 9/F, Chater House, 8 Connaught Road Central, Hongkong zu richten.

**Hinweis:** Der Inhalt dieses Dokuments wurde von keiner Aufsichtsbehörde in Hongkong geprüft. Es empfiehlt sich daher, Vorsicht in Bezug auf die Anlage(n) walten zu lassen. Bei Zweifeln über den Inhalt dieses Dokuments sollte unabhängige professionelle Beratung in Anspruch genommen werden.



[pictet.com/wealth-management](https://pictet.com/wealth-management)