BANQUE HERITAGE

Letter from the CIO
November 2026

Umschwung in Washington, Fundamentaldaten bleiben stabil

01
Der Oktober markiert eine Rotation in defensive Sektoren, während Anleihen ihre Rolle als stabilisierender Faktor zurückgewinnen.

02
Das Wachstum hält sich robust, doch die Energiepreise treiben die Inflation weiter an, und sowohl die Fed als auch die EZB könnten im Dezember einen noch restriktiveren Kurs einschlagen.

03
Die Demokraten übernehmen die Kontrolle über den Kongress, doch das Veto des Präsidenten schränkt ihren Handlungsspielraum ein. Damit rückt vor allem die Haushaltspolitik in den Vordergrund.

01

Oktober: Die grosse Rotation

Der Oktober markierte eine deutliche Abkehr vom September. Die extreme Konzentration auf den Technologiesektor liess teilweise nach. Stattdessen floss Kapital in defensive, günstig bewertete und zyklische Sektoren. Gleichzeitig gewannen Anleihen wieder an Bedeutung als Diversifikationsinstrument. In den USA schloss der S&P 500 den Monat mit einem leichten Minus von 0,9 %. Hinter dieser scheinbaren Stabilität verbarg sich jedoch eine grosse Streuung: Der Nasdaq fiel um 5,3 %, während der Dow Jones um 1,8 % und der Russell 2000 um 0,6 % zulegten. Die Sektoren Kommunikationsdienstleistungen (–15,0 %) und Technologie (–6,9 %), die im Vormonat noch die besten Ergebnisse erzielt hatten, verzeichneten eine deutliche Korrektur. Demgegenüber entwickelten sich Energie (+13,9 %), Basiskonsumgüter (+11,8 %), Versorger (+10,2 %) und Gesundheitswesen (+9,4 %) deutlich besser. Diese Verschiebung zeigte sich auch bei den Anlagestilen: Der MSCI US Value legte um 3,5 % zu, während der MSCI US Growth um 5,4 % nachgab.

In Europa zeigte sich ein ähnliches Bild. Der Stoxx 600 legte um 2,0 % und der DAX um 2,5 % zu. Getragen wurde diese Entwicklung von den Sektoren Gesundheitswesen (+14,1 %), Energie (+13,7 %) und Basiskonsumgüter (+12,5 %), während Technologie- und Finanzwerte hinterherhinkten. Die Schweiz stach besonders hervor: Der SMI stieg um 7,1 % und profitierte von seiner defensiven Ausrichtung. Im Gegensatz dazu gerieten Asien und die Schwellenländer unter Druck. Der MSCI Emerging Markets Index gab um 8,0 % nach, der Hang Seng um 5,2 % und der brasilianische Bovespa um 9,9 %. Trotz dieser regionalen Unterschiede bleibt die Performance seit Jahresbeginn solide: Der S&P 500 liegt bei +11,8 %, der Stoxx 600 bei +12,4 % und der SMI bei +15,1 %.

Festverzinsliche Wertpapiere leisteten unterdessen einen wichtigen Beitrag zur Portfolioentwicklung. Nachdem die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen Ende September einen Stand von 5,27 % erreicht hatte, fiel sie wieder auf 4,91 %. Auch die Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen ging von 3,58 % auf 3,32 % zurück. Im Gegensatz zum Vormonat normalisierte sich die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen wieder. Damit konnte die traditionelle Diversifikationswirkung von Anleihen erneut zur Stabilisierung der Portfolios beitragen. Die Rohstoffpreise entwickelten sich sehr unterschiedlich. Der WTI-Preis stieg um 15,2 % auf 104 US-Dollar pro Barrel. Damit belief sich sein Anstieg seit Jahresbeginn auf über 80 %. Gold hingegen fiel um 6,8 % auf 3.875 US-Dollar pro Unze. Silber (–18,7 %), Platin (–16,4 %) und Palladium (–19,0 %) verzeichneten sogar noch stärkere Rückgänge. Am Devisenmarkt bestätigte der Schweizer Franken seine Rolle als sicherer Hafen und legte gegenüber dem Euro um 2,8 % und gegenüber dem US-Dollar um 1,3 % zu. Insgesamt belohnte der Oktober ausgewogenere Portfolios, die weniger stark vom Wachstumsfaktor abhängig waren.

02

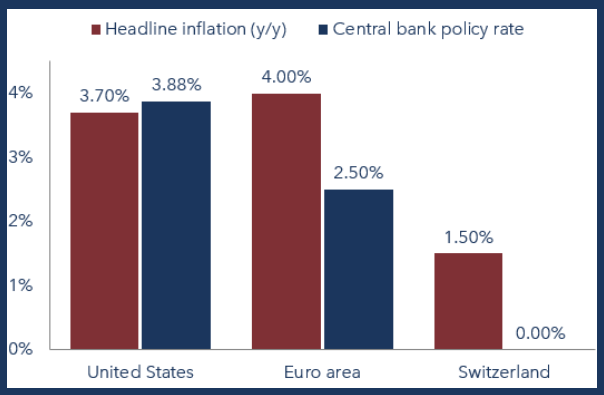
Das Wachstum hält an, die Inflation ebenfalls

Die Wirtschaftsdaten zeigen sich weiterhin weitgehend stabil. In den USA lag das Wachstum im dritten Quartal bei annualisierten 3,4 % und damit über den Erwartungen sowie deutlich über dem Wert des Vorquartals. Das Konsumentenvertrauen erholte sich im Oktober, und die wöchentlichen Arbeitslosenanträge blieben nahe den historischen Tiefständen. Ein Indikator verdient jedoch besondere Aufmerksamkeit: Der reale Konsum stagnierte im September, da die gestiegenen Energiepreise die Kaufkraft zunehmend belasteten.

Auch in Europa fiel das Wachstum besser aus als erwartet: Das BIP der Eurozone stieg im dritten Quartal um 0,4 %, wobei die Unterschiede zwischen den Ländern weiterhin gross sind. Deutschland verzeichnete ein Wachstum von 0,2 %, und der IFO-Index verbesserte sich weiter. Italien stagnierte hingegen, während Frankreich einen leichten Rückgang von 0,1 % verzeichnete. Die relative Schwäche Frankreichs zeigt sich auch an den Anleihemärkten: Die Rendite 10-jähriger französischer Staatsanleihen liegt bei knapp 5 %, der Abstand zu deutschen Bundesanleihen bei rund 165 Basispunkten. In der Schweiz beschleunigte sich die Inflation im Oktober vor allem aufgrund der Energiepreise auf 1,5 %, liegt aber weiterhin innerhalb des Zielbands der SNB. Diese liess ihren Leitzins unverändert bei 0 %.

Leitzinsen und Inflation

Gesamtinflation und Leitzins, letzte verfügbare Daten (%)



Quelle: Banque Heritage, BLS, Eurostat, BFS, Fed, EZB, SNB. Stand: 04.11.2026 (Zahlen von Banque Heritage).

Mit Blick auf die kommenden Monate bleiben Energie und Inflation die wichtigsten makroökonomischen Themen. Der Ölschock verschärfte sich im Oktober, als der Brent-Preis nach dem Angriff auf einen Öltanker in der Strasse von Hormus auf fast 118 US-Dollar pro Barrel stieg. Dies erhöhte den Inflationsdruck sowohl in den USA als auch im Euroraum. Die zugrunde liegenden Inflationskennzahlen bleiben vorerst moderater und liegen bei 3,1 % für die US-Kerninflation (PCE) und bei 2,5 % im Euroraum. Das Ergebnis der US-Kongresswahlen scheint jedoch die kurzfristige Risikoeinschätzung verändert zu haben: Die Märkte berücksichtigen nun die Möglichkeit eines geringeren Engagements der USA im Nahen Osten. Dies führte Anfang November zu einer deutlichen Korrektur des Brent-Preises. Ein anhaltender Rückgang der Energiepreise würde den Inflationsdruck automatisch verringern und den Bedarf an weiteren Zinserhöhungen reduzieren. Der Dezember bleibt dennoch ein wichtiger Meilenstein. Sowohl die Fed als auch die EZB könnten die finanziellen Rahmenbedingungen weiter straffen. Wir sehen darin keinen Regimewechsel, sondern vielmehr eine Phase, in der energiebedingte Inflationsrisiken bewältigt werden müssen, während das Wachstum vorerst weitgehend robust bleibt.

03

Zum Jahresende: Eine neue politische Landschaft in Washington, doch unveränderte Standpunkte

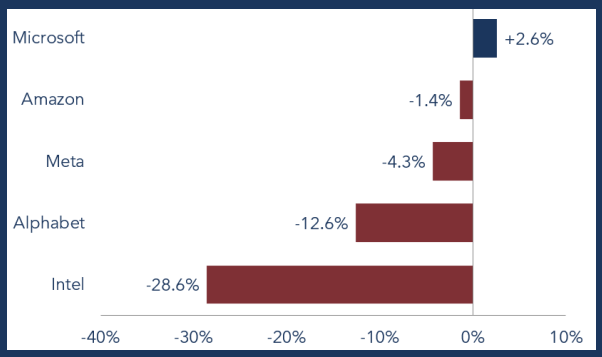
Die Wahl vom 3. November hat die politische Landschaft in Washington neu geordnet, ohne unser zentrales Szenario grundlegend zu verändern. Die Demokraten haben die Kontrolle über beide Kammern des Kongresses übernommen. Ihr Handlungsspielraum bleibt jedoch durch das Veto des Präsidenten und die Abstimmungsregeln im Senat eingeschränkt. Für die Märkte dürfte deshalb weniger die Gesetzgebung als vielmehr die Haushaltspolitik im Vordergrund stehen. Da beide Seiten ihre eigenen Ausgabenprioritäten verteidigen, könnten Kompromisse eher durch zusätzliche Ausgaben als durch Einsparungen zustande kommen. Das Defizit bleibt trotz des soliden Wachstums auf hohem Niveau. Nach den bereits umfangreichen Konjunkturimpulsen durch das «One Big Beautiful Bill»-Paket dürfte der Finanzierungsbedarf des Finanzministeriums weiterhin eine Quelle der Volatilität am langen Ende der Zinskurve bleiben. Der jüngste Rückgang der Renditen sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass diese strukturell anfällig für das hohe Schuldenangebot bleiben.

Die neue politische Konstellation bedeutet jedoch nicht, dass die Exekutive an Bedeutung verliert. Handelspolitik, Einwanderung und Aussenpolitik bleiben weitgehend unter der Kontrolle des Präsidenten. Gleichzeitig geniesst eine entschlossene Haltung gegenüber China weiterhin breite parteiübergreifende Unterstützung. Auch der Konflikt mit dem Iran bleibt ein Aufwärtsrisiko für den Ölpreis und damit für die Inflation. Auf Ebene der Bundesstaaten haben mehrere neu gewählte Gouverneure ihre Bereitschaft signalisiert, strengere Auflagen für den Ausbau von Rechenzentren einzuführen, insbesondere bei Genehmigungen, Wasserverbrauch und Energiekosten. Das Risiko ist vorerst noch punktuell, betrifft jedoch unmittelbar den Investitionszyklus im Bereich der künstlichen Intelligenz. Dieser hat sich zu einem der wichtigsten Treiber der Investitionsausgaben und des

Gewinnwachstums in den USA entwickelt. Die tatsächlichen Auswirkungen werden allerdings davon abhängen, welche Massnahmen letztlich umgesetzt werden. Diese können erheblich von der Wahlkampfrhetorik und den Wahlversprechen abweichen. Genau hier sorgt die Berichtssaison zum dritten Quartal für ein willkommenes Mass an Disziplin. Die Gewinne des S&P 500 steigen im Vergleich zum Vorjahr um rund 30–32 %, und 82 % der Unternehmen, die ihre Ergebnisse bereits vorgelegt haben, übertrafen die Erwartungen. Dennoch ist

KI-Wachstum allein reicht nicht mehr aus

Aktienkursreaktion auf die Ergebnisse des 3. Quartals 2026 (%)



Quelle: Banque Heritage, Bloomberg, CMF Hebdo. Nur zur Veranschaulichung; stellt keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar.

der Markt deutlich selektiver geworden. KI-bezogenes Wachstum allein reicht nicht mehr aus: Anleger verlangen zunehmend klare Aussagen zur Kapitalrendite, zu den Margen und zur Cashflow-Generierung. Die gegensätzlichen Marktreaktionen auf Alphabet und Microsoft veranschaulichen diesen Wandel sehr gut. Der Markt ist weiterhin bereit, für Wachstum zu zahlen, allerdings nicht mehr um jeden Preis.

Unsere Positionierung bleibt daher positiv, wird jedoch zunehmend selektiver. Wir halten an Aktien fest, gestützt durch robustes Wachstum und solide Gewinne. Gleichzeitig reduzieren wir schrittweise unser Engagement in Technologieunternehmen, die besonders stark vom Investitionszyklus im Bereich der künstlichen Intelligenz abhängig sind. Stattdessen setzen wir verstärkt auf hochwertige Wachstumsunternehmen mit starken Bilanzen, hohen Margen und wiederkehrenden Cashflows. Im Bereich der festverzinslichen Wertpapiere bieten die aktuellen Renditen weiterhin attraktive Erträge. Im Oktober haben Anleihen zudem erneut ihren Wert als Diversifikationsinstrument innerhalb der Portfolios unter Beweis gestellt. Wir gehen davon aus, dass die mit Washington, KI und Öl verbundene Volatilität anhalten wird. Wir sehen darin jedoch eher eine Gelegenheit, unsere Bestände an hochwertigen Vermögenswerten aufzustocken, als einen Grund, unser zentrales Anlageszenario infrage zu stellen.

Dieses Dokument ist eine Marketing-Publikation. Es dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt keine Finanzanalyse, kein Angebot, kein öffentliches Angebot, keine Anlageberatung, keine Empfehlung und keine Aufforderung zum Kauf, zur Zeichnung, zum Halten oder zum Verkauf eines Finanzinstruments und/oder zur Erbringung einer Finanzdienstleistung dar. Darüber hinaus berücksichtigt dieses Dokument, sofern nicht anders angegeben, nicht die persönliche Situation, die Anlageziele oder die Kenntnisse, Bedürfnisse und die Klassifizierung der Personen, die dieses Dokument erhalten. Die Banque Heritage SA prüft nicht die Angemessenheit und/oder Angemessenheit der zur Verfügung gestellten Informationen. Die allgemeinen Risiken im Zusammenhang mit Finanzdienstleistungen und Anlagen sind in der Broschüre der Schweizerischen Bankiervereinigung über die Risiken beim Handel mit Finanzinstrumenten [www.swissbanking.ch] erläutert. Spezifische Risiken im Zusammenhang mit den in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten sind in den Prospekten und Basisinformationsblättern (KID) beschrieben, die bei der Banque Heritage SA kostenlos erhältlich sind. Jede Anlageentscheidung sollte auf der Grundlage eines vorherigen Studiums der Dokumentation und insbesondere des Prospekts und des Basisinformationsblatts (falls vorhanden) erfolgen. Diese Präsentation und ihr Inhalt dürfen nicht an Personen in Ländern verteilt, übertragen oder eingesehen werden, in denen die Verteilung, Übertragung oder Einsichtnahme dieses Dokuments nach den Wertpapiergesetzen oder anderen Gesetzen dieses Landes oder anderer Länder rechtswidrig wäre. Dieses Dokument ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse im Sinne der Schweizer Bankenrichtlinie zur unabhängigen Finanzanalyse, die auf diese Publikation nicht anwendbar ist. Dementsprechend sollten die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Ansichten als kurzfristige Marktkommentare betrachtet werden, die lediglich Informationszwecken dienen. Als solche sind die hierin enthaltenen Ansichten nur indikativ und können häufig ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Jede Person muss ihre eigene, unabhängige Analyse der Risiken (einschließlich rechtlicher, aufsichtsrechtlicher und steuerlicher Risiken) vornehmen, gegebenenfalls mit Hilfe professioneller Berater, bevor sie in ein hierin erwähntes Wertpapier, Finanzinstrument oder einen Finanzmarkt investiert. Die Anleger sollten insbesondere bedenken, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht als Hinweis oder Garantie für die aktuelle oder künftige Wertentwicklung angesehen werden sollte. Die bereitgestellten Informationen beruhen auf Quellen, die als zuverlässig angesehen werden. Die Banque Heritage SA übernimmt jedoch keine Gewähr für deren Vollständigkeit oder Richtigkeit und haftet nicht für Verluste oder Schäden, die sich aus deren Verwendung ergeben. Alle hierin enthaltenen Informationen und Meinungen sowie Preise, Marktbewertungen und Berechnungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Der Inhalt ist nur für den Empfänger bestimmt und darf ohne vorherige Zustimmung der Banque Heritage SA nicht vervielfältigt, veröffentlicht, weitergegeben oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Banque Heritage SA gibt keine ausdrücklichen oder stillschweigenden Zusicherungen oder Gewährleistungen in Bezug auf das in dieser Präsentation enthaltene Material. Mit Ausnahme der gesetzlichen Haftung, die nicht ausgeschlossen werden kann, übernehmen die Bank, ihre Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter, Berater und Vertreter ausdrücklich keine Verantwortung für die Vollständigkeit des in dieser Präsentation enthaltenen Materials oder der in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und übernehmen keinerlei Haftung im Zusammenhang mit der Verwendung der in dieser Präsentation enthaltenen Informationen.