

ZUWEA

Quartalsbericht

Oktober 2025



Inhalt

| | |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Zusammenfassung | 1 |
| Was im dritten Quartal geschah und was wir unternommen haben | 2 |
| Wie wir die Welt sehen und wie wir positioniert sind | 3 |
| Makroökonomische und finanzmarktbezogene Überlegungen | 4 |
| Das Dilemma: Geopolitische und kulturelle Veränderungen im Gegensatz zu kurzfristigen Dynamiken | 4 |
| Beschäftigung versus Inflation: Das verborgene Ungleichgewicht | 4 |
| Sind Bewertungen ein guter Grund für eine Untergewichtung? | 5 |
| Marktkonzentration: Ist sie ein echtes Problem? | 6 |
| Hauptanlagethemen | 7 |
| Gold ist derzeit der meistgehandelte Anlagewert, dennoch bevorzugen wir es weiterhin | 7 |
| Chancen in Europa: Finanztitel und Verteidigungssektor | 8 |
| Europas Verteidigungs-Superzyklus: von der Zeitenwende bis zur 5%-NATO-Ära | 8 |
| Attraktive Anlagemöglichkeiten in Asien ohne Japan | 9 |
| Aktuelles zum Thema Adipositas: Wer bekommt das grösste Stück vom Kuchen? | 10 |
| Fazit | 12 |

Zusammenfassung

Das dritte Quartal war von Gegensätzen geprägt. Die kräftige Rallye des Goldes und die Schwäche des US-Dollars, beides klassische Signale für Marktunsicherheit, entwickelten sich parallel zu steigenden Aktienmärkten und sinkenden Renditen.

Wir begegneten diesem Paradox mit einem ausgewogenen Ansatz: Wir hielten an einer defensiven Ausrichtung fest, erhöhten jedoch selektiv unser Engagement in entwickelten Aktienmärkten, stärkten unsere Position in Gold und nutzten die Erholung der asiatischen Technologiewerte.

Infolgedessen liegt unsere Jahresperformance weiterhin deutlich über dem Referenzwert.

Mit Blick nach vorne sehen wir ein Umfeld, das von anhaltender Inflation, sich verändernden

geopolitischen Rahmenbedingungen und einem schrittweisen Rückgang der Dominanz des US-Dollars geprägt ist. Diese Entwicklungen bestärken unsere Überzeugung in reale gegenüber nominalen Anlagen, in eine selektive Beteiligung an strukturellen Wachstumsthemen und in eine Diversifikation über traditionelle festverzinsliche Anlagen hinaus.

Gold, europäische Finanztitel und der Verteidigungssektor, Asiens innovationsgetriebene Märkte sowie Fortschritte im Gesundheitswesen sind Bereiche, in denen wir nachhaltige Anlagechancen sehen.

Angesichts hoher Bewertungen und anhaltender Unsicherheiten bleiben Disziplin und Selektivität entscheidend.

Marco Schaller

Chief Executive Officer
LUWEA AG



Was im dritten Quartal geschah und was wir unternommen haben

Das dritte Quartal zeigte deutliche Gegensätze, geprägt von der ungewöhnlichen Koexistenz von Risk-off- und Risk-on-Dynamiken.

Gold glänzte in voller Pracht und setzte seine starke Aufwärtsbewegung fort, während der US-Dollar gegenüber nahezu allen wichtigen Währungen an Wert verlor — Entwicklungen, die typischerweise auf eine gewisse Marktunruhe hindeuten.

Diese Entwicklungen fielen jedoch mit kräftigen Aktienmärkten und sinkenden Renditen zusammen. Die Schwellenländer, insbesondere Asien, angeführt von chinesischen Technologiewerten, schnitten deutlich besser ab, und in den Vereinigten Staaten setzten die Aktien nach dem kurzen «Liberation-Day»-Schock ihren Aufwärtstrend fort, gestützt durch solide Unternehmensgewinne. Europa hingegen nahm erneut seine vertraute Rolle als Nachzügler ein, während die Ölpreise weiter nachgaben.

Wir gingen mit einer defensiven Haltung in das Quartal, uns der widersprüchlichen Signale bewusst, reduzierten jedoch schrittweise unsere Untergewichtung in entwickelten Aktienmärkten, da die Unternehmensgewinne und makroökonomischen Daten positiv überraschten. Innerhalb der entwickelten Märkte erhöhten wir unser Engagement in den Vereinigten Staaten, in Japan und im europäischen Finanzsektor, während wir Schweizer Aktien leicht reduzierten. Gleichzeitig verstärkten wir unsere Goldposition, in Anerkennung seiner anhaltenden Stärke als Absicherung, trotz des vorherrschenden Risk-on-Umfelds.

Hinsichtlich der Performance liegen wir seit Jahresbeginn deutlich über unserer Benchmark, getragen von unserem Fokus auf Gold, Aktien aus Asien ohne Japan sowie einer relativ geringen Exponierung gegenüber dem US-Dollar.

Abbildung 1: Positionierung: LUWEA Growth Portfolio

| Anlageklasse | Portfolioallokation | Positionierung im Verhältnis zur strategischen Asset-Allokation (SAA) und Richtung im 3. Quartal (Pfeil) | | |
|-------------------------------------|---------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-----|
| | | U/W | NEUTR | O/W |
| Geldmarkt | 6.6% | | | ↑ |
| Obligationen | 19.8% | | = | |
| <i>Euro-Obligationen</i> | 14.5% | = | | |
| <i>Schwellenländer-Obligationen</i> | 5.3% | | | = |
| Aktien | 52.1% | ↑ | | |
| <i>Nordamerika</i> | 23.3% | ↑ | | |
| <i>Europa</i> | 13.8% | ↑ | | |
| <i>Asien (exJapan)</i> | 9.6% | | | = |
| <i>Japan</i> | 5.4% | | | ↑ |
| Alternative Anlagen | 21.5% | | | = |
| <i>Private Equity</i> | 7.9% | | | ↓ |
| <i>Hedgefonds</i> | 7.3% | | = | |
| <i>Gold</i> | 6.3% | | | ↑ |

Hinweis: Positionierung: U/W — Untergewichtung, NEUTR — Neutral, O/W — Übergewichtung.

Hinweis: Richtung im 3. Quartal: ↑ — Positionierung erhöht, = — keine Veränderung, ↓ — Positionierung reduziert.

Wie wir die Welt sehen und wie wir positioniert sind

Mit dem schwindenden Einfluss der Pax Americana tritt die Welt in eine Phase grösserer geopolitischer Instabilität, verschiebender Allianzen und zunehmender Bewährungsproben militärischer Entschlossenheit ein. Die Regierung Trump verfolgt ihre ehrgeizige Agenda mit beispiellosem Tatendrang und Entschlossenheit für einen neu gewählten Präsidenten, setzt sie jedoch oft erratisch und sprunghaft um, was Spannungen und Unsicherheiten weiter verstärkt.

Aus wirtschaftlicher Sicht sind wir der Überzeugung, dass das globale Umfeld von inflationären Kräften dominiert wird. Drei strukturelle Treiber: Demografie, Dekarbonisierung und Deglobalisierung erhöhen weiterhin den Preisdruck, während das vierte «D», die öffentliche Verschuldung, eine anhaltende Quelle der Unsicherheit darstellt. Unser langfristiges Basisszenario bleibt daher von höherer Inflation und über einen längeren Zeitraum höheren Zinsen geprägt.

Die wichtigste Gegenkraft zu diesen Entwicklungen wird durch die Digitalisierung und die künstliche Intelligenz gebildet. Diese sind starke Kräfte, die dazu beitragen könnten, inflationäre Tendenzen abzufedern, insbesondere im Umgang mit demografischen Herausforderungen.

Schliesslich wird die Rolle des US-Dollars als weltweite Reservewährung nicht von heute auf morgen verschwinden, jedoch zunehmend infrage gestellt. Diese schrittweise Erosion mindert einige der Privilegien, die die Vereinigten Staaten lange genossen haben.

Aus strategischer Sicht führt dies dazu, dass wir Obligationen, insbesondere Staatsanleihen, untergewichten, während wir reale Vermögenswerte wie Aktien, private Märkte, Immobilien und Gold übergewichten und dank defensive Hedgefonds-Strategien nach alternativen Diversifikationsquellen verfügen.

Anlagekonsequenzen:

- Bevorzugung realer gegenüber nominalen Anlagen (Aktien, Gold, Private Märkte)
- Selektive Ausrichtung auf globale Megatrends
- Anpassung der USD-Exposure auf ein angemessenes Niveau
- Suche nach Diversifikationsmöglichkeiten ausserhalb von Obligationen (z. B. Gold, defensive Hedgefonds-Strategien)
- Bevorzugung aktiven Managements gegenüber passiven oder marktkapitalisierungsbasierten ETFs

«Die alten Anker verlieren an Halt — steigende Inflation, strukturelle Verschuldung und ein sich abschwächender Dollar machen Disziplin, Diversifikation und den Fokus auf reale Vermögenswerte wichtiger denn je.»

Makroökonomische und finanzmarktbezogene Überlegungen

Das Dilemma: Geopolitische und kulturelle Veränderungen im Gegensatz zu kurzfristigen Dynamiken

Es wäre naiv, die tiefgreifenden kulturellen und politischen Veränderungen im Westen zu ignorieren. Gesellschaften werden zunehmend fragmentiert, weniger demokratisch und gespalten. Märkte scheinen kurzfristig von diesen Dynamiken abgeschirmt, doch mit der Zeit wird die Erosion der Grundlagen der freien Marktwirtschaft an Bedeutung gewinnen. Implizite Risiken nehmen zu, und werden durch Anlegernicht angemessen eingepreist.

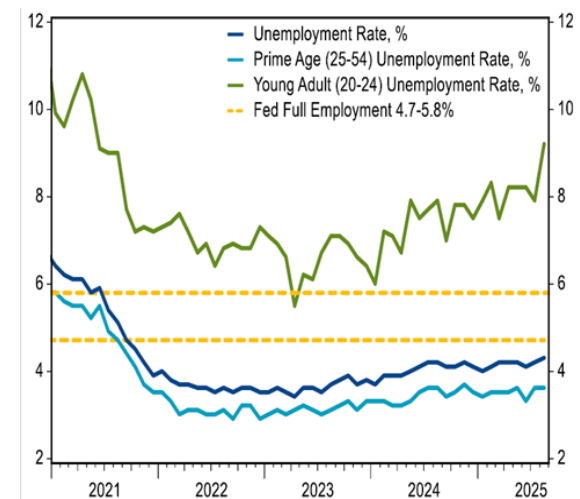
Kurzfristig erkennen wir jedoch die Kräfte an, die die Wirtschaft und Aktienmärkte weiterhin stützen: den Übergang von einem konsum- zu einem investitionsgetriebenen Wirtschaftszyklus, gesunde Bilanzen und Gewinne im privaten Sektor, eine unterstützende Geldpolitik der Zentralbanken sowie eine Federal Reserve, die derzeit offenbar stärker auf Beschäftigung als auf Inflation fokussiert ist. Obwohl die Bewertungen historisch hoch sind, lösen Bewertungen allein selten eine Korrektur aus. Diese Faktoren erklären die aktuelle Widerstandsfähigkeit der Märkte, mindern jedoch nicht unsere vorsichtige Haltung, deren Hintergründe wir im Folgenden erläutern.

Beschäftigung versus Inflation: Das verborgene Ungleichgewicht

Die jüngste Schlagzeilen deuten darauf hin, dass sich der US-Arbeitsmarkt abkühlt. Die Beschäftigungszahlen für August fielen deutlich schwächer aus als erwartet, und das Bureau of Labor Statistics revidierte die bisherigen Beschäftigungsgewinne um eispiellose 911'000 nach unten. Entlassungen

nehmen zu, offene Stellen liegen nahe den Tiefstständen seit der Pandemie, und die Jugendarbeitslosigkeit ist auf über 9 % gestiegen. Gleichzeitig flacht das Lohnwachstum ab, bleibt aber über dem Niveau vor der Pandemie.

Abbildung 2: Steigende Arbeitslosigkeit — besonders besorgniserregend bei jungen Erwachsenen



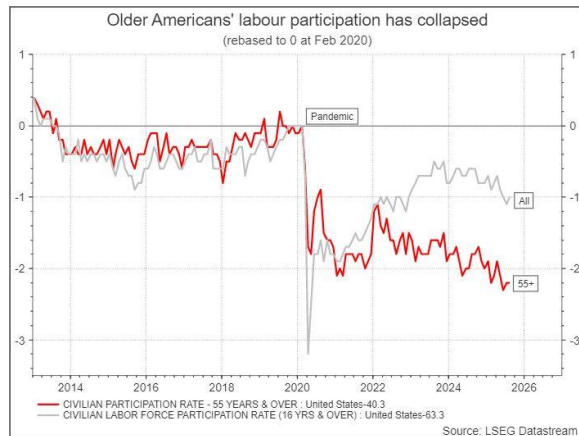
Quelle: Bureau of Labor Statistics / Haver Analytics

Unter der Oberfläche zeigt sich jedoch ein strukturelles, kein zyklisches Ungleichgewicht. Wie von BCA Research hervorgehoben (siehe Abbildung 3 unten), bleibt die Erwerbsquote nach der Pandemie insgesamt unter dem Trend und ist bei Amerikanern ab 55 Jahren stark eingebrochen, wo sie weiterhin 2,2 Prozentpunkte unter dem Vor-Pandemie Niveau liegt. Das entspricht einem Mangel von rund 2,2 Millionen Arbeitskräften. Diese neuen Pensionierten erzeugen weiterhin Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen, tragen jedoch nicht mehr zum Arbeitsangebot bei. Dieses Ungleichgewicht ist bedeutsam, da die über Jahrzehnte erworbenen Fähigkeiten nicht über Nacht durch jüngere Arbeitskräfte ersetzt werden können. Infolgedessen könnte der Arbeitsmarkt inflationärer sein, als es die

Schlagzeilendaten vermuten lassen.

Das Fazit ist klar: Unter der Oberfläche bleibt die Arbeitsnachfrage stark, während das Angebot strukturell begrenzt ist. Dies birgt das Risiko, dass eine aggressive Lockerung der Geldpolitik durch die Federal Reserve, die von den Märkten bereits eingepreist wird, verhindern könnte, dass die Inflation jemals zu ihrem Zielwert von 2 % zurückkehrt.

Abbildung 3: Rückläufige Erwerbsbeteiligung in den USA



Quelle: LSEG Datastream / BCA Research

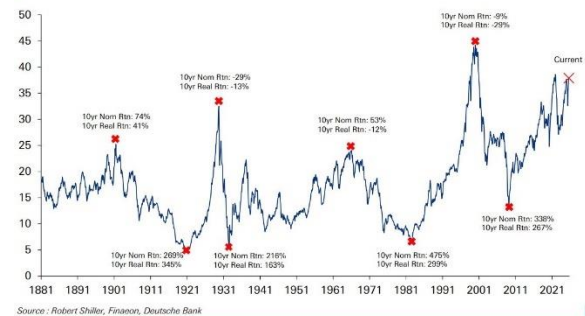
Sind Bewertungen ein guter Grund für eine Untergewichtung?

Wir haben stets argumentiert, dass US-Aktien teuer sind. Das ist einer der Hauptgründe für unsere Untergewichtung. Doch waren wir in dieser Analyse vielleicht zu vereinfachend? Es lohnt sich, das Argument zu verfeinern.

Erstens sind die Bewertungen in absoluten Zahlen extrem. Das zyklisch bereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE) des S&P 500 liegt bei 38x und befindet sich damit im 98. Perzentil seit 1881. Wie von der Deutschen Bank festgestellt (siehe Abbildung 4), folgten auf derart hohe Niveaus in der Vergangenheit häufig Jahrzehnte mit niedrigen oder negativen realen Renditen.

Abbildung 4: S&P 500 CAPE-Verhältnis und anschließende 10-Jahres-Gesamtrenditen (real und nominal)

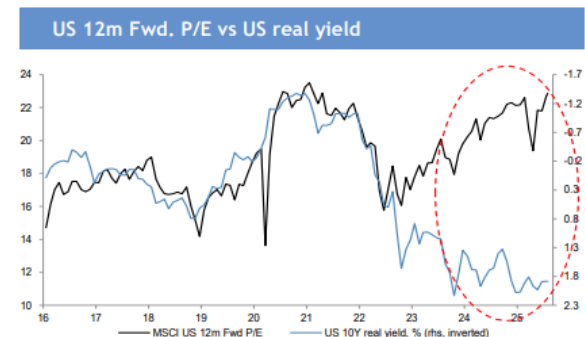
Figure 1: S&P 500 CAPE ratio with 10yr total returns (real and nominal) from the high and low valuations points. 10yr real returns have been negative from the last three major peaks ...



Quelle: Robert Shiller, Finaeon, Deutsche Bank

Zweitens wirken Aktien im Vergleich zu Obligationen weniger attraktiv als in früheren Zyklen. Die erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnisse (Forward P/E) bleiben erhöht, während die Realrenditen deutlich gestiegen sind (siehe Abbildung 5). Auf dieser relativen Bewertungsbasis erscheinen Aktien teuer.

Abbildung 5: US-Forward-KGV im Vergleich zur US-10-Jahres-Realrendite (invertiert)



Quelle: Datastream

Drittens, obwohl Vergleiche mit der Dotcom-Ära zahlreich sind, unterscheiden sich die heutigen teuersten Unternehmen deutlich von jenen im Jahr 2000: Sie sind nicht nur hochprofitabel, sondern ihre Gewinne sind in spektakulärer Weise gestiegen, und die Bewertungen werden durch reale Cashflows gestützt. Die Parallele zur Dotcom-Blase ist daher nur oberflächlich: Damals basierten viele Bewertungen auf Hoffnung, heute werden sie

durch ein stärkeres Gewinnwachstum untermauert.

Abbildung 6: Gewinnwachstum «Magnificent 7» im Vergleich zu den übrigen 493 Unternehmen



Zusammenfassend lässt sich sagen, dass hohe Bewertungen allein keine Korrekturen auslösen. Teure Märkte können über längere Zeit teuer bleiben. Dennoch sind US-Aktien, trotz solider und wachsender Gewinne, auf Perfektion bepreist, und dies in einer Phase erhöhter geopolitischer und makroökonomischer Unsicherheit. Unsere bewertungs-basierte Untergewichtung beruht auf drei Überlegungen: der Vorhersagekraft des CAPE für langfristige Renditen, der Unterschätzung geopolitischer und wirtschaftlicher Risiken sowie der Erwartung einer Dollar-Schwäche, die die Renditen für in CHF und EUR investierende Anleger zusätzlich schmälert.

Marktkonzentration: Ist sie ein echtes Problem?

Ein letzter Punkt, der nur indirekt mit Bewertungen zusammenhängt, aber häufig als Hinweis auf Marktüberreibungen angeführt wird, betrifft die Konzentration. Eine hohe Marktkonzentration ist in vielen Märkten, etwa in der Schweiz, nichts Ungewöhnliches, für die Vereinigten Staaten jedoch untypisch. Derzeit entfallen lediglich auf 2 % der US-Unternehmen rund 40 % der gesamten Marktkapitalisierung des S&P 500. Während die «Magnificent Seven» enorme Gewinne erzielen, macht eine derart hohe Konzentration passive Anleger gefährlich verwundbar. Der Kauf des Index bietet keine sinnvolle Diversifikation mehr. Aus unserer Sicht spricht dies für aktives Management oder zumindest für passive Gleichgewichtsstrategien anstelle einer marktkapitalisierungs-basierten Indexabbildung.

Abbildung 7: Veränderung der Zusammensetzung der zehn grössten Unternehmen im S&P 500

Leadership Isn't Static

Microsoft is the only ever-present in the S&P 500's top 10 since 2000

| | 2025 | 2020 | 2015 | 2010 | 2005 | 2000 |
|--------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|------|
| NVIDIA | 8.1 Apple | 6.7 Apple | 3.6 Exxon Mobil | 3.1 Exxon Mobil | 3.3 General Electric | 4.3 |
| Microsoft | 7.0 Microsoft | 5.7 Microsoft | 2.1 Apple | 2.3 General Electric | 3.2 Intel | 3.6 |
| Apple Inc. | 6.3 Amazon.com | 5.0 Exxon Mobil | 1.8 Microsoft | 1.9 Microsoft | 2.4 Cisco Systems | 3.4 |
| Amazon.com | 4.0 Meta Platforms | 2.3 Johnson & Johnson | 1.5 Procter & Gamble | 1.8 Citigroup | 2.1 Microsoft | 2.9 |
| Meta Platforms | 3.0 Alphabet | 1.7 Wells Fargo | 1.5 General Electric | 1.7 Pfizer | 1.7 Exxon Mobil | 2.2 |
| Broadcom | 2.6 Alphabet | 1.6 General Electric | 1.4 IBM | 1.7 Johnson & Johnson | 1.7 Pfizer | 2.1 |
| Alphabet | 2.2 Berkshire Hathaway | 1.4 Berkshire Hathaway | 1.4 Johnson & Johnson | 1.7 Bank of America | 1.6 Citigroup | 1.9 |
| Alphabet | 1.8 Johnson & Johnson | 1.4 JPMorgan Chase | 1.4 AT&T | 1.6 Intel | 1.4 Nortel Networks | 1.9 |
| Tesla | 1.7 Procter & Gamble | 1.2 Pfizer | 1.2 Chevron | 1.6 AIG | 1.4 Oracle | 1.8 |
| Berkshire Hathaway | 1.6 Visa | 1.2 AT&T | 1.1 JPMorgan Chase | 1.5 Walmart | 1.4 Walmart | 1.7 |
| JPMorgan Chase | 1.5 Home Depot | 1.1 Amazon.com | 1.1 Bank of America | 1.4 Altria Group | 1.3 IBM | 1.6 |

Quelle: Bloomberg

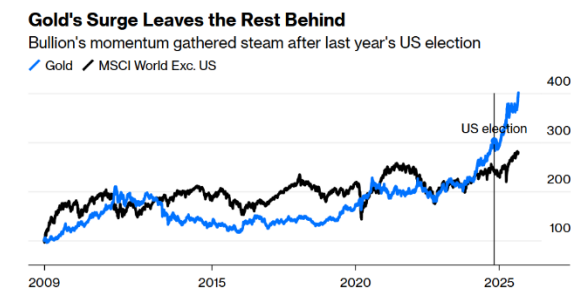
«Trotz hoher Bewertungen und Konzentrationsrisiken bestehen weiterhin Chancen für jene, die unter die Oberfläche blicken. Selektive Exponierung, aktive Strategien und Diversifikation ermöglichen es, Wachstum zu nutzen und gleichzeitig die strukturelle Fragilität in Arbeitsmärkten, Geopolitik und Währungsdynamiken zu steuern.»

Hauptanlagethemen

Gold ist derzeit die bevorzugte Anlage, wir halten an unserer positiven Einschätzung fest

Gold liegt seit Jahresbeginn nahezu 40 % im Plus, die stärkste Performance seit über drei Jahrzehnten. Bemerkenswert ist, dass diese Entwicklung parallel zu starken Aktienmärkten verlief.

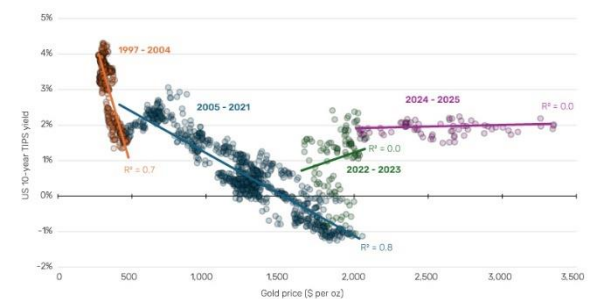
Abbildung 8: Der Glanzmoment des Goldes



Wie in der Grafik rechts dargestellt, hat sich die traditionelle inverse Beziehung zu den Realzinsen seit 2024 aufgelöst. Dies deutet darauf hin, dass Gold in ein neues Regime eingetreten ist. Zu den Treibern gehören anhaltende Inflation, eine stagnierende Geldpolitik, erhöhte geopolitische Risiken und ein nachlassendes Vertrauen in Fiatwährungen.

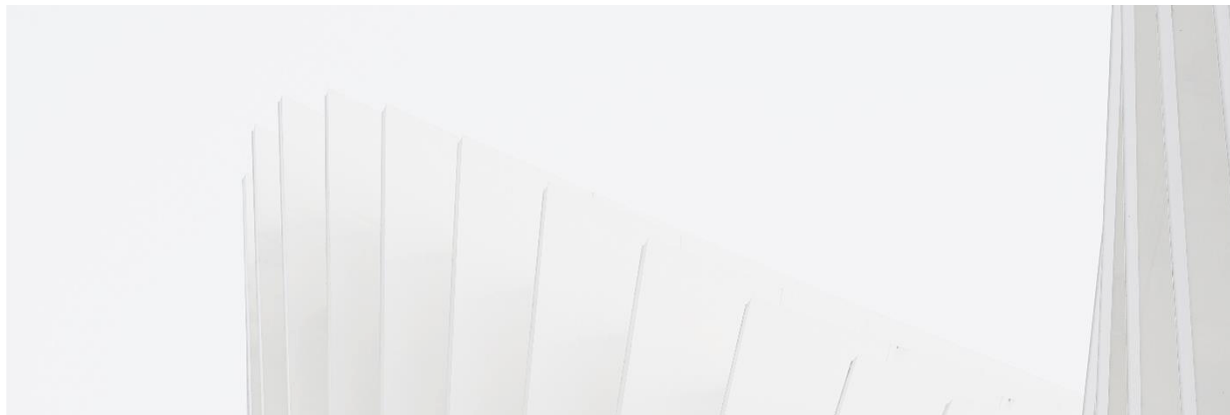
Zentralbanken, die sich zunehmend vom Dollar diversifizieren, haben in drei aufeinanderfolgenden Jahren mehr als 1'000 Tonnen Gold gekauft. Obwohl Gold keine laufenden Erträge generiert, hat sich seine Rolle als sicherer Hafen und Portfoliodiversifikator weiter gefestigt.

Abbildung 9: Gold ist in ein neues Regime eingetreten



Source: Man Group, as of May 2025

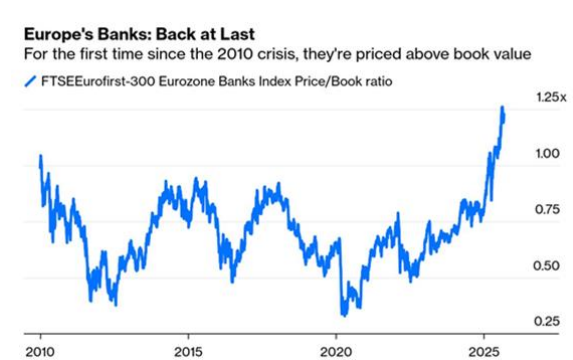
«Gold generiert keinen Cashflow, aber es schafft Vertrauen — eine zeitlose Absicherung in einer unsicheren Welt.»



Chancen in Europa: Finanztitel und Verteidigungssektor

Trotz politischer Turbulenzen, insbesondere in Frankreich, und tief verwurzelter struktureller Probleme zeigen sich Anzeichen einer Verbesserung auf dem alten Kontinent. Die Europäische Zentralbank scheint eine soft landing erreicht zu haben; der sogenannte «Misery Index», also die Summe aus Arbeitslosigkeit plus Inflation, hat sich auf das Vor-COVID-Niveau abgeschwächt, und europäische Banken, lange Zeit ein Schwachpunkt, werden erstmals seit der griechischen Schuldenkrise von 2010 wieder über dem Buchwert gehandelt. Das deutet auf ein gestiegenes Vertrauen in ihre Bilanzen hin. Wir sehen weiterhin Aufwärtspotenzial bei europäischen Finanztiteln.

Abbildung 10: Kurs-Buchwert-Verhältnis europäischer Banken



«Europa stabilisiert sich still und leise: Die Banken gewinnen an Stärke, und das politische Bekenntnis zu höheren Verteidigungsausgaben hat einen strukturellen Superzyklus ausgelöst — mit nachhaltigem Wachstum und klaren Gewinnern.»

Europas Verteidigungs-Superzyklus: von der Zeitenwende zur 5%-NATO-Ära

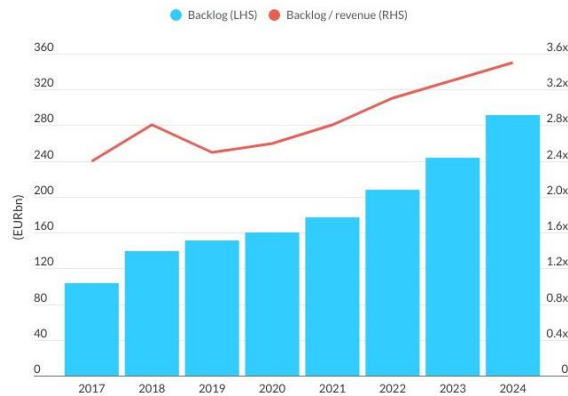
Anlässlich des NATO-Gipfels in Den Haag im Juni verpflichteten sich die europäischen Mitgliedstaaten, ihre Ausgaben weiter zu erhöhen und dies im Rahmen eines langfristigen Plans zu tun, der der Industrie eine seltene Planungssicherheit bietet.

Deutschland steht im Zentrum dieses Wandels. Seine «Zeitenwende» hat Jahrzehnte fiskalischer Zurückhaltung beendet, indem die Verteidigungsausgaben von der Schuldenbremse ausgenommen und ein gesamteuropäischer Aufrüstungsprozess angestoßen wurden. EU-Initiativen stellen nun sicher, dass dieser Budgetanstieg in industrielle Kapazitäten und in konkrete Aufträge fließt, die an die Europäische Verteidigungs-, Technologie- und Industriebasis vergeben werden.

Dies ist kein einmaliger Nachfrageanstieg, sondern ein struktureller Superzyklus. Munition, Fahrzeuge, Raketenabwehr, Drohnen und Cyberfähigkeiten stehen alle vor einer mehrjährigen Expansionsphase.

Das bedeutet grössere Auftragsbestände, stärkere Preissetzungsmacht und eine höhere Planungssicherheit für die grossen europäischen Verteidigungsunternehmen sowie für spezialisierte Nischenanbieter (siehe Abbildung 11). Diese Unternehmen verfügen bereits über rekordhohe Auftragsbücher, und die Regierungen tendieren nun strukturell dazu, «europäisch» zu kaufen, anstatt sich auf US-Importe zu verlassen. Auch die Finanzierung stellt kein Engpass mehr dar, da EU-Darlehensprogramme und Verteidigungsanleihen zunehmend Kapital anziehen.

Abbildung 11: Entwicklung der Auftragsbestände europäischer Verteidigungsunternehmen



Quelle: Fitch Ratings

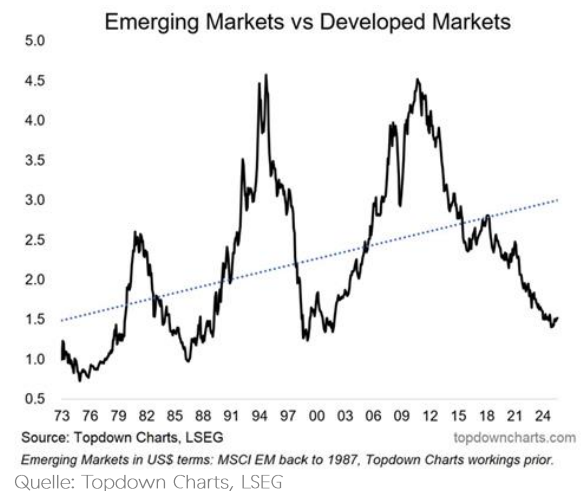
Dies bedeutet nicht, dass der Weg risikofrei ist. Die Umsetzung wird durch Engpässe bei Stahl, Arbeitskräften und Energie auf die Probe gestellt werden. Politische Spannungen oder eine plötzliche Wende im Krieg in der Ukraine könnten das Tempo verlangsamen. Zudem spiegeln die Bewertungen bereits einen grossen Teil der Wachstumsgeschichte wider.

Doch die Richtung ist klar: Europa rüstet in grossem Umfang auf, mit politischem Engagement, fiskalischer Flexibilität und industrieller Planung, die alle aufeinander abgestimmt sind. Damit entsteht die Grundlage für eine langfristige Wachstumsgeschichte mit nachhaltiger Cashflow-Sichtbarkeit und einer klar umrissenen Gruppe von Gewinnern.

Attraktive Anlagemöglichkeiten in Asien ohne Japan

Nach mehr als einem Jahrzehnt im Schatten bleiben Aktien aus Schwellenländern untergewichtet und unterbewertet. Im Vergleich zu den entwickelten Märkten notieren sie weiterhin deutlich unter ihrem langfristigen Trend (siehe Abbildung 12). Wir sind der Ansicht, dass sich dies ändern könnte.

Abbildung 12: Aktien aus Schwellenländern weiterhin deutlich unter ihrem langfristigen Aufwärtstrend im Vergleich zu entwickelten Märkten



Innerhalb der Schwellenländer liegt unser Fokus auf Asien ex Japan.

Über die globalen Rückenwinde hinaus bietet die Region eine Marktstruktur, die sich klar in Richtung Wachstum verschoben hat. Nahezu



die Hälfte der diesjährigen Renditen stammt von nur zehn grossen Technologieunternehmen, doch die Chancen gehen weit über die Marktführer hinaus. Der Index selbst hat sich stark verändert: War er früher von Öl-, Gas- und Rohstoffwerten (25 %) dominiert, beträgt deren Anteil heute weniger als 10 %, während der Schwerpunkt deutlich stärker auf technologie- und innovationsgetriebenen Sektoren liegt. Wir sind der Ansicht, dass Asien ohne Japan nicht länger nur ein zyklisches Engagement in globalen Rohstoffen darstellt, sondern eine eigenständige Wachstumsgeschichte ist. Mit attraktiven Bewertungen, unterstützenden Währungsdynamiken und einem technologieorientierten Index bietet die Region eine überzeugende Anlagechance.

Abbildung 13: Asiatische IT-Aktien dominieren die Performance seit Jahresbeginn

| Company | Rating | YTD total return in USD | Contribution to the index return |
|---------------------|-------------|-------------------------|----------------------------------|
| TSMC | Buy | 27.4% | 12.2% |
| Tencent | Buy | 55.7% | 10.6% |
| Alibaba Group | Hold | 91.5% | 9.0% |
| Samsung Electronics | Buy | 46.3% | 5.2% |
| SK Hynix | Not covered | 93.8% | 3.7% |
| Xiaomi | Hold | 62.3% | 2.4% |
| Delta Electronics | Not covered | 98.6% | 1.6% |
| NetEase | Hold | 77.5% | 1.4% |
| Hon Hai Precision | Not covered | 21.7% | 1.2% |
| Naspers | Not covered | 40.7% | 1.1% |
| Total | | | 48.4% |

Quelle: Bloomberg, Julius Baer

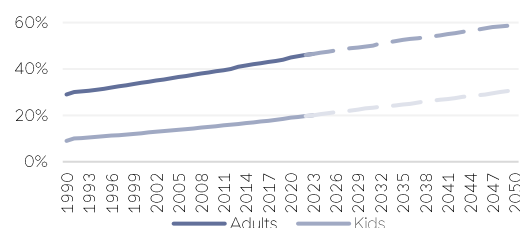
«Nach einem Jahrzehnt der Unterperformance bietet Asien ex Japan einen transformierten Markt, in dem Technologie und Innovation dominieren, die Bewertungen attraktiv bleiben und Währungsdynamiken selektive Wachstumschancen für langfristige Anleger unterstützen.»

Aktuelles zum Thema Adipositas: Wer erhält das grösste Stück vom Kuchen?

Jelena Veljkovic, Research Analystin

Wie bereits in einem früheren Quartalsbericht erwähnt, ist Adipositas sowohl eine der grössten globalen Gesundheitsbelastungen als auch eine der bedeutendsten Chancen im Gesundheitssektor. Mehr als 1,3 Milliarden Menschen, rund 16 % der Weltbevölkerung, sind fettleibig, und diese Zahl dürfte weiter steigen, da Urbanisierung und höhere Einkommen den Kalorienkonsum in den Schwellenländern ankurbeln. Die jährlichen wirtschaftlichen Kosten übersteigen bereits 1 Billion USD, wobei Begleiterkrankungen wie Bluthochdruck, hohe Cholesterinwerte und Migräne die Belastung zusätzlich verstärken.

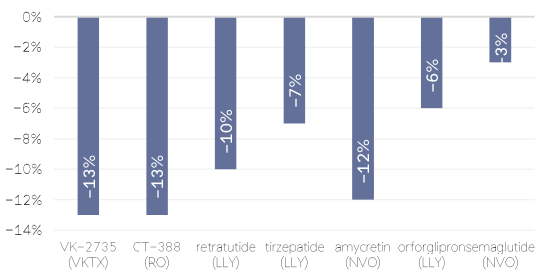
Abbildung 14: Anteil der Adipositas, 1990–2050 — Erwachsene (25+) und Jugendliche (5–25)



Source: The Guardian

Der Sektor wurde durch GLP-1-Rezeptor-Agonisten transformiert, die ursprünglich als Diabetesmedikamente entwickelt wurden und heute den Goldstandard in der Behandlung von Adipositas darstellen. Diese Therapien führen nicht nur zu einer nachhaltigen Gewichtsreduktion, sondern bieten auch breitere kardiometabolische Vorteile und schaffen damit einen grossen und dauerhaften adressierbaren Markt. Das aktuelle Rennen erstreckt sich über mehrere Dimensionen: Wirksamkeit bei der Gewichtsreduktion, Verträglichkeit und die Ausweitung auf adipositasbedingte Erkrankungen.

Abbildung 15: Gewichtsverlust nach 12 Wochen bei führenden Wirkstoffen (Injektionspräparate vs. orale Medikamente)



Quelle: William Blair Research

Hinweis: Ergebnisse für höhere Dosierung dargestellt.

Die Marktstruktur befindet sich im Wandel. Eli Lilly und Novo Nordisk dominieren derzeit — Lilly mit Zepbound und dem vielversprechenden oralen Kandidaten Orforglipron, Novo mit Wegovy und einer Pipeline der nächsten Generation. Dieses Duopol wird jedoch zunehmend infrage gestellt. Amgen, Boehringer Ingelheim/Zealand, Viking, Roche, Pfizer und Regeneron entwickeln differenzierte Ansätze, die von oralen GLP-1-Wirkstoffen und Antikörper-Fusionen bis hin zu muskelerhaltenden Mechanismen reichen. Jeder dieser Ansätze birgt das Potenzial, die Marktanteile der etablierten Anbieter zu verändern.

Für Anleger sind die Implikationen klar:

- **Grösse und Lieferfähigkeit werden ebenso wichtig sein wie wissenschaftliche Innovation.** Unternehmen, die ihre Produktionskapazitäten ausbauen und Versicherungsschutz sichern können, werden einen überproportionalen Marktanteil gewinnen.
- **Die Pipelines bleiben weit offen.** Orale Wirkstoffe der nächsten Generation, Kombinationstherapien («Triple G») und neuartige Mechanismen wie der Muskelerhalt eröffnen mehrere Wege zur Marktführerschaft.
- **Strategische M&A-Aktivitäten nehmen zu.** Dies deutet auf wachsenden Wettbewerb hin, schafft aber auch Chancen für Späteinsteiger, etablierte Anbieter zu Überholen.
- **Erweiterung der Anwendungen.** Die Ausdehnung der Behandlungen auf die Kardiologie und Neurologie könnte völlig neue Märkte erschliessen.

Kurz gesagt: Auch wenn Eli Lilly häufig als der Standardgewinner genannt wird, ist das Feld zu dynamisch, um einen eindeutigen Sieger zu küren. Wir sehen einen milliarden schweren Markt mit Platz für mehrere führende Akteure und anhaltenden Innovationswellen. Für Anleger bleibt die Ironie bestehen: Je grösser der «Kuchen», desto grösser die Chance.

«Adipositas steht sinnbildlich für eine der größten gesundheitlichen Herausforderungen unserer Zeit: Sie belastet Gesundheitssysteme, Gesellschaften und Volkswirtschaften weltweit — und eröffnet zugleich einen milliarden schweren Markt für jene, die ihre strukturellen Treiber, Dynamiken und langfristigen Implikationen frühzeitig erkennen und einordnen.»

Fazit

Unsere langfristigen Überzeugungen bleiben unverändert: Wir befinden uns in einer inflationären, geopolitisch instabilen Welt nach der Pax Americana.

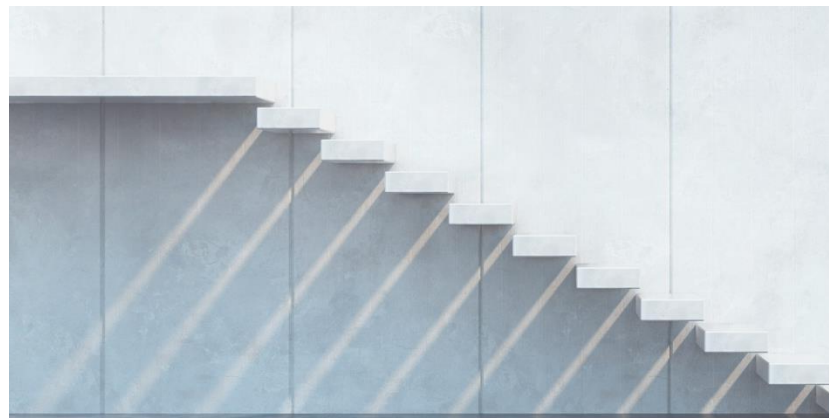
Reale Vermögenswerte, nicht Schulden, bleiben die bevorzugten Anlageklassen. Kurzfristig erfordern jedoch hohe Bewertungen, strukturelle Ungleichgewichte auf dem Arbeitsmarkt und ein sich abschwächender Dollar eine vorsichtige Navigation. Die Märkte sind auf Perfektion bepreist, und Selbstzufriedenheit ist aus unserer Sicht das grösste Risiko.

Wir werden unsere Portfolios weiterhin mit Selektivität verwalten, den Schwerpunkt auf reale Vermögenswerte, Diversifikation und Widerstandsfähigkeit legen. Dabei nutzen wir

gezielt Chance in Bereichen, die von strukturellen Trends getragen werden. Dazu gehören Gold und defensiven Hedgefonds-Strategien bis hin zu technologiegetriebenem Wachstum in Asien und strukturellen Transformationen in Europa und im Gesundheitswesen.

Im Gesundheitssektor laden wir insbesondere Anleger ein, die weitere Trends im Adipositasmarkt erkunden oder mehr über unsere bevorzugten Anlagemöglichkeiten erfahren möchten, mit uns Kontakt aufzunehmen.

In einer unsicheren Welt bleibt es unser Leitprinzip, das Wesentliche vom Lärm zu trennen und uns an dauerhaften Themen zu orientieren.



Haftungsausschluss

Dieser Bericht wurde von der LUFWEA AG ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt. Er darf weder ganz noch teilweise ohne die vorherige ausdrückliche Zustimmung der LUFWEA AG verkauft, weitergegeben, vervielfältigt oder veröffentlicht werden.

Dieser Bericht stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren bzw. Finanzinstrumenten oder zur Teilnahme an einer Handelsstrategie dar. Weder die LUFWEA AG noch ihre Tochtergesellschaften, verbundenen Unternehmen oder Mitarbeitenden übernehmen eine Haftung für direkte oder Folgeschäden, die sich aus der Nutzung dieser Publikation oder ihres Inhalts ergeben.

Allfällige hierin erwähnte Anlagen können erhebliche Risiken beinhalten und sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Die mit Investitionen in die hier behandelten Instrumente verbundenen Risiken werden nicht in ihrer Gesamtheit erläutert. Dieser Bericht basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen. Obwohl angemessene Sorgfalt darauf verwendet wurde sicherzustellen, dass die enthaltenen Angaben zum Zeitpunkt der Veröffentlichung weder unrichtig noch irreführend sind, übernimmt die LUFWEA AG keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Eignung der Daten.

Die LUFWEA AG kann nicht garantieren, dass Prognosen, die in diesem Bericht erwähnt werden, eintreten. Alle hierin enthaltenen Meinungen und Schätzungen spiegeln die aktuelle Einschätzung des bzw. der Verfasser wider und entsprechen nicht notwendigerweise der Auffassung der LUFWEA AG oder ihrer Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen. Die LUFWEA AG verpflichtet sich nicht, über Änderungen ihrer Einschätzungen oder Informationen zu informieren. Zudem behalten wir uns das Recht vor, diese Informationen ohne vorherige Ankündigung zu aktualisieren oder deren Veröffentlichung ganz einzustellen. Anleger sollten ihre Anlageentscheidungen unabhängig und ohne Rückgriff auf diese Publikation treffen.

Die LUFWEA AG, ihre Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen — einschliesslich ihrer Mitarbeitenden — können Positionen in Wertpapieren oder Finanzinstrumenten der in dieser Studie behandelten Unternehmen halten und diese auf andere Weise handeln, als in diesem Bericht beschrieben. Dieser Bericht kann Analysen enthalten, die auf technischer Analyse basieren. Die technische Analyse stützt sich im Allgemeinen auf die Untersuchung von Kursbewegungen und Handelsvolumina, um Preistrends zu identifizieren und zu prognostizieren. Sie berücksichtigt nicht die Fundamentaldaten des zugrunde liegenden Emittenten.

