

Executive Summary

- Der Dienstleistungssektor ist weiter die konjunkturelle Stütze, das verarbeitende Gewerbe sollte sich aber dank besserer Stimmungsdaten erholen.
- Politische Unsicherheiten; Handelshemmnisse und geopolitische Spannungen belasten, während fiskalische Impulse stabilisierend wirken.
- Die Erwartungen für Zinssenkungen gehen weit auseinander und werden stark von der Besetzung des Chef-Postens der Fed beeinflusst sein, was auch die Unabhängigkeit beeinträchtigen könnte.
- In Europa und der Schweiz sind die Inflationsraten auf Zielkurs und die Geldpolitik «on hold».
- In Japan werden weitere Zinserhöhungen erwartet.



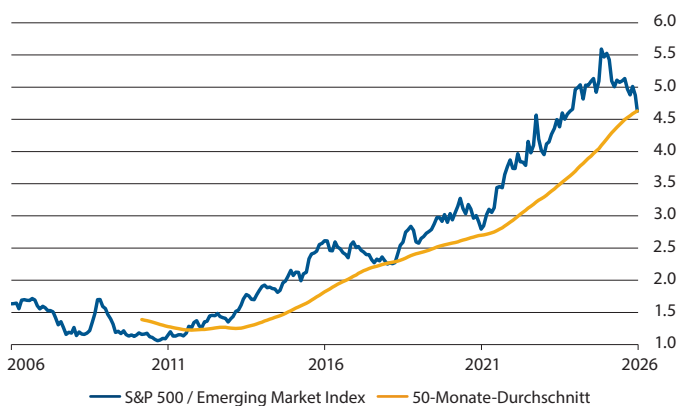
Fokusthema

Aktienindizes der Schwellenländer nehmen Fahrt auf

- Die dargestellte Linie zeigt, wie sich der US-Aktienmarkt (S&P 500) im Vergleich zu den Schwellenländeraktien (MSCI Emerging Markets) schlägt. Steigt sie, entwickelt sich der US-Markt besser, fällt sie, schneiden die Schwellenländer stärker ab.
- Ende 2024 ging eine sehr lange Phase amerikanischer Dominanz zu Ende und seitdem erfreuen sich die Schwellenländeraktien einer deutlich stärkeren Performance.
- Ein zentraler Auslöser ist der zunehmende politische Druck auf die US-Notenbank, insbesondere durch Donald Trump, die Zinsen zu senken. Die Finanzmärkte nehmen diese Entwicklung vorweg und rechnen bereits mit einer lockeren Geldpolitik. In der Folge wird ein schwächerer US-Dollar erwartet, was die Schwellenländer gleich mehrfach begünstigt.
- Es erleichtert den internationalen Handel und sorgt, in Kombination mit tieferen Zinsen, für deutlich attraktivere Finanzierungsbedingungen in der Weltwährung. Dadurch fließt vermehrt Kapital aus den USA in aufstrebende Märkte. Zudem ist der amerikanische Aktienmarkt im Vergleich sehr hoch bewertet, was zu weiteren Kapitalumschichtungen führt.
- Zusätzlich profitieren die Schwellenländer von der laufenden Rohstofffralle. Da viele dieser Märkte stark von Bergbau- und Rohstoffunternehmen geprägt sind, wirkt dieser Boom direkt unterstützend auf die entsprechenden Aktienindizes.

- Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass sich das aktuelle Momentum durch günstige Bewertungen, Kapitalzuflüsse und das makroökonomische Umfeld weiter fortsetzen dürfte.

S&P 500 relativ zum MSCI Emerging Markets Index (20 Jahre)

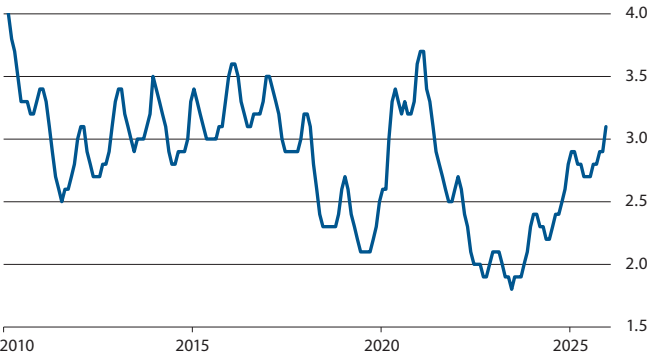


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Wachstumsstarker Dienstleistungssektor

- Die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe fielen im Dezember gegenüber dem Vormonat auf breiter Front schwächer aus. Ausnahmen in Europa mit besseren Daten waren Frankreich und Grossbritannien, die zusammen mit den USA für die von S&P Global erhobenen Indizes mit Werten über 50 Punkten in der Wachstumszone lagen.
- Hingegen enttäuschten die vom Institute of Supply Management (ISM) erhobenen Indizes für das verarbeitende Gewerbe in den USA. So blieb der Gesamtindex mit 47,9 Punkten hinter den Erwartungen zurück. Dabei belasteten die Auftragssituation (47,7) und der Arbeitsmarkt (44,9) wie auch unverminderter Preisdruck mit 58,5 Punkten, der im Dienstleistungssektor sogar noch belastender ausfiel. Allerdings wird eine Verbesserung bei den Neuaufträgen erwartet, da der Lagerabbau wieder für Aufträge besorgt sein wird.
- Die Einkaufsmanagerindizes für den Dienstleistungssektor liegen hingegen global unverändert über der wichtigen Marke von 50 Punkten und tragen zu einer überraschend robusten Wirtschaftslage bei.
- Das Haushaltsbudget in den USA wurde im November 2025 lediglich mit einem befristeten Übergangskredit bis Ende Januar beschlossen. Es könnte somit im Februar bereits wieder zu einem teilweisen Stillstand der Regierungsgeschäfte (Shutdown) kommen. Im Hinblick auf die im November anstehenden Zwischenwahlen dürften die Verhandlungen diesmal härter geführt werden.
- Während die Zollpolitik der USA das globale Wachstum und die Güterströme bereits erheblich beeinträchtigt, belastet auch der Grönlandstreit. Die EU hat nun aber den ausufernden Begehrlichkeiten von Präsident Trump Grenzen gesetzt und drohte mit sektorübergreifenden Gegenmassnahmen bis hin zu Vergeltungszöllen und Marktbeschränkungen. Damit signalisiert die EU erstmals glaubhaft die Bereitschaft, wirtschaftlichem Druck mit spürbarer Gegenmacht zu begegnen.
- Deutschland, die grösste Volkswirtschaft der Eurozone, wies für das dritte Quartal 2025 ein Wirtschaftswachstum von 0,2% aus. Für das Kalenderjahr 2025 wird erstmals seit 2022 wieder ein bescheidenes Wachstum von 0,3% erwartet. Von der Ausgabenoffensive der Regierung werden auch weiterhin positive Impulse für den industriellen Aufschwung erwartet.
- Im Dezember stieg die Arbeitslosigkeit in der Schweiz auf 3,1%, den höchsten Wert seit 2021 und beträgt saisonbereinigt 3,0%. Der seit 2023 bestehende Trend steigender Arbeitslosen setzt sich somit fort – auch bei der Kurzarbeit. Der Anstieg wurde im Dezember saisonal durch das Baugewerbe belastet.
- Wir erwarten für 2026 folgende BIP-Wachstumsraten: global 3%, USA 2%, China 4,5%, die EU und die Schweiz 1,2%, Grossbritannien und Japan 1%.

Schweiz: Arbeitslosenquote (seit 2010)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Global: Einkaufsmanagerindizes Dienstleistungssektor

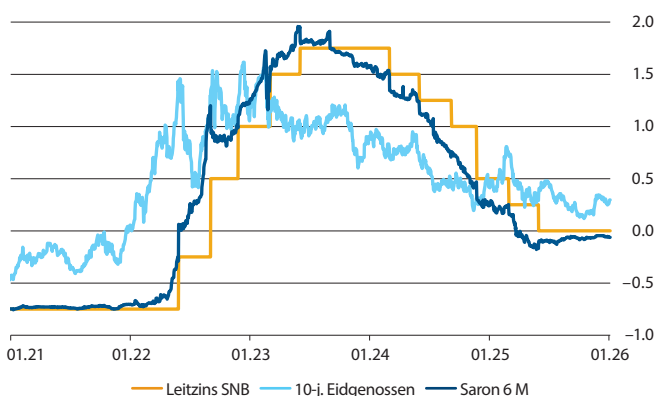
	01.25	02.25	03.25	04.25	05.25	06.25	07.25	08.25	09.25	10.25	11.25	12.25	01.26
Global	52.2	51.5	52.7	50.8	52.0	51.8	53.5	53.3	52.9	53.5	53.2	52.4	52.4
Entwickelte Länder	52.2	50.9	52.5	50.3	51.9	51.8	53.9	53.3	52.9	53.8	53.3	52.1	52.1
Schwellenländer	52.0	52.6	53.0	52.1	52.3	51.9	53.0	53.9	53.0	53.0	53.3	53.0	53.0
Eurozone	51.3	50.6	51.0	50.1	49.7	50.5	51.0	50.5	51.3	53.0	53.6	52.4	52.4
Deutschland	52.5	51.1	50.9	49.0	47.1	49.7	50.6	49.3	51.5	54.6	53.1	52.7	52.7
Frankreich	48.2	45.3	47.9	47.3	48.9	49.6	48.5	49.8	48.5	48.0	51.4	50.1	50.1
Italien	50.4	53.0	52.0	52.9	53.2	52.1	52.3	51.5	52.5	54.0	55.0	51.5	51.5
Spanien	54.9	56.2	54.7	53.4	51.3	51.9	55.1	53.2	54.3	56.6	55.6	57.1	57.1
Schweiz	57.2	56.8	50.6	52.4	56.3	48.5	41.8	43.9	51.3	47.8	45.3	52.1	52.1
GB	50.8	51.0	52.5	49.0	50.9	52.8	51.8	54.2	50.8	52.3	51.3	51.4	51.4
USA	52.9	51.0	54.4	50.8	53.7	52.9	55.7	54.5	54.2	54.8	54.1	52.5	52.5
Japan	53.0	53.7	50.0	52.4	51.0	51.7	53.6	53.1	53.3	53.1	53.2	51.6	51.6
Brasilien	47.6	50.6	52.5	48.9	49.6	49.3	46.3	49.3	46.3	47.7	50.1	53.7	53.7
China	51.0	51.4	51.9	50.7	51.1	50.6	52.6	53.0	52.9	52.6	52.1	52.0	52.0
Indien	56.5	59.1	58.5	58.7	58.8	60.4	60.5	62.9	60.9	58.9	59.8	58.0	58.0

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Unabhängigkeit der wichtigsten Notenbank auf Prüfstand

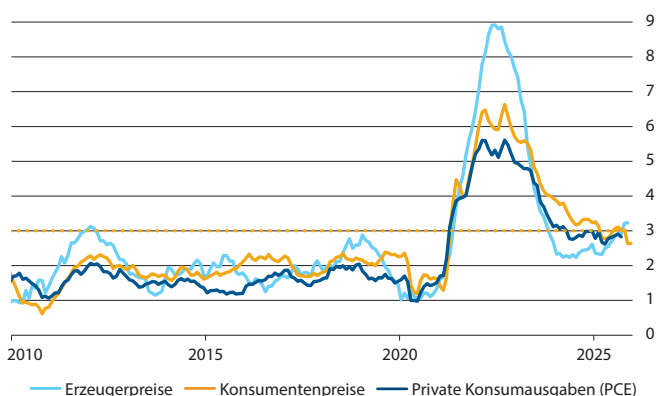
- Für das laufende Jahr erwartet der Markt von der Fed zwei Zinssenkungen, während das Gremium selbst nur einen Schritt in der zweiten Jahreshälfte in Aussicht stellt. Stephen Miran geht deutlich weiter und fordert sechs Zinsschritte bis auf 2,25%, begründet mit der Überzeugung, dass ein zu starker US-Dollar der Industrie schadet, und plädiert entsprechend für eine gezielte Schwächung der Währung. Seine Positionen gelten als Trump-nah und stehen im Einklang mit einer stärker politisch geprägten Wirtschafts- und Währungspolitik. Im Mai übernimmt zudem ein neuer Notenbank-Chef die Geschicke der Zentralbank; der politische Einfluss auf die Geldpolitik könnte die Reputation der Fed belasten, den Vertrauensverlust verstärken und einen weiteren Renditeanstieg am langen Ende begünstigen.
- Die bevorzugte Kerninflationszahl der Fed auf der Basis der persönlichen Konsumausgaben ist mit 2,8% weiterhin über dem langfristigen Ziel von 2%. Das solide Wirtschaftswachstum, ein immer noch robuster Arbeitsmarkt und substantielle Konjunktur-, Infrastruktur- und Rüstungsprogramme bilden die Grundlage für eine stete Nachfrage nach Rohstoffen und einem potenziellen Inflationsschub, was Zinssenkungen zum aktuellen Zeitpunkt nicht rechtfertigt – ebenso wenig wie die hohe Staatsverschuldung. Die fiskalpolitische Lockerung und der börsenbedingte Vermögenseffekt wirken ohnehin schon förderlich auf das Wirtschaftswachstum.
- In der Nixon-Burns-Ära der 1970er-Jahre verursachten politisch erzwungene Zinssenkungen in Verbindung mit steigender Inflation negative Realzinsen, die zu einem starken Wirtschaftswachstum, einer steigenden Verschuldung, der Aufblähung von Vermögenswerten, der Flucht in Realwerte und schliesslich zu einer Stagflation führten. Einige Parallelen bestehen zum aktuellen Umfeld.
- Die herrschende Rohstoffinflation ist primär angebotsgetrieben und entzieht sich dem direkten Einfluss geldpolitischer Massnahmen. Eine expansive Geldpolitik wirkt in diesem Umfeld eher destabilisierend und verstärkt über zusätzliche Nachfragestimuli den bereits bestehenden Preisdruck, ohne strukturelle Engpässe auf der Angebotsseite zu beheben.
- In der Schweiz und der Eurozone liegt die Inflation im Zielband von 0% bis 2%. Die beiden Zentralbanken werden somit vorerst auf weitere geldpolitische Schritte verzichten und an den aktuellen Leitzinssätzen festhalten. Der Einlagensatz der EZB liegt bei 2% und der Leitzins der SNB bei 0%.
- Die Bank of Japan steht in einem Zielkonflikt zwischen Wirtschaftswachstum, hoher Inflation und dem fiskalpolitischen Interesse der Liberaldemokratischen Partei. Der Renditeanstieg auf 10- und 30-jährigen Staatsanleihen auf 2,35% resp. 3,9% reflektiert das Inflationsniveau von nahezu 3% sowie eine Neubewertung der Zinsstruktur. Vor diesem Hintergrund erwarten wir eine Fortsetzung des Renditeanstiegs, der aktuell von der Geopolitik getrieben wird.

Schweiz: SNB-Leitzins, Saron 6 Monate und Rendite 10-j. Eidgenossen (3 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

USA: ausgewählte Inflationsraten (seit 2010)



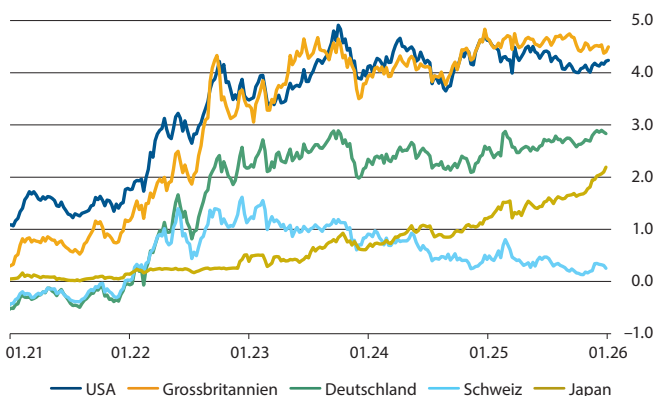
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: Warum die Renditen trotz Unsicherheit standhalten

- Aktuell notieren die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen in den USA bei 4,2%, in Deutschland bei 2,9% und in Japan bei 2,25%. Sie spiegeln eine Kombination aus anhaltender Inflationsunsicherheit und einem grossen Angebot an Staatsanleihen infolge hoher Staatsdefizite sowie quantitativer Straf- und geldpolitischer Massnahmen wider. Gleichzeitig wirken geopolitische Spannungen mildernd und sorgen für eine konstante Nachfrage nach Safe-Haven-Assets, vor allem bei Schweizer Eidgenossen, was die Rendite dämpft.
- Insbesondere die stark fremdfinanzierten USA sind auf Investoren aus China, Japan und den europäischen Staaten angewiesen. Dieser Tatbestand könnte in der aktuellen Grönlandkrise zu einem Näherrücken unter den EU-Ländern beitragen. Sollte die Trump-Administration ihren Druck auf die Federal Reserve weiter erhöhen und deren Unabhängigkeit unterminieren, könnten sie zusätzliche Verkäufe auslösen, was die Renditen am langen Ende nach oben treiben würde, selbst wenn Leitzinssenkungen am kurzen Ende erfolgen.
- Die Renditen behaupten sich aktuell wegen eines komplexen Zusammenspiels aus Risikoauflägen, Angebotseffekten und Safe-Haven-Strömen. Ein fragiles Gleichgewicht, das bei Vertrauensverlust rasch kippen könnte.

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen in % (5 Jahre)

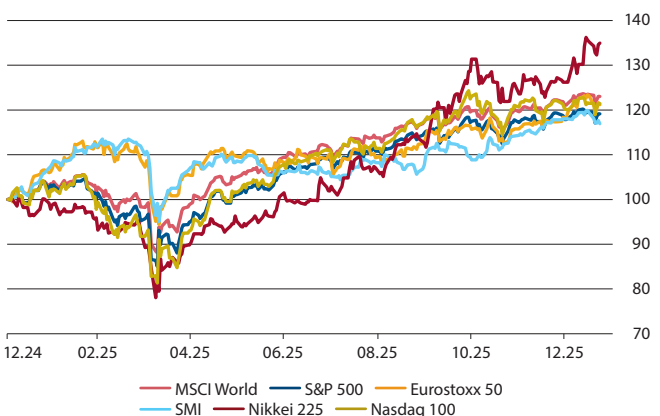


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Positives Marktsentiment durch Handelsstreit in Gefahr

- Die US-Berichtssaison ist erfreulich gestartet. Die Unternehmen haben ihre Erwartungen grossmehrheitlich übertroffen. Demgegenüber senden die geopolitischen Spannungen rund um die Grönlandkrise sowie politische Unberechenbarkeiten und der neuerliche Shutdown Belastungssignale für die US-Indizes. In Kombination mit ambitionierten Bewertungen und erhöhter Volatilität bleibt das Umfeld für US-Aktien damit chancenreich, aber zunehmend selektiv.
- Getrieben durch eine erwartete Verbesserung des Verbraucher- und Unternehmensvertrauens, zunehmende Klarheit im Handel sowie eine unterstützende globale Geld- und Fiskalpolitik, könnte sich nach drei Jahren stagnierender Gewinne der zyklische Ausblick in Europa aufhellen.
- Während die strukturellen Probleme für deutsche Unternehmen fortbestehen könnten, signalisieren die Grundgesetzänderungen, die das Ausgabenprogramm ermöglichen, eine bedeutende Reform der fiskalischen Rahmenbedingungen in Deutschland. Der Markt bietet zudem eine attraktive Dividendenrendite.
- Insgesamt wird für Schweizer Unternehmen weiterhin ein robustes organisches Umsatzwachstum erwartet. Preiserhöhungen lassen sich derzeit nur schwer durchsetzen. Unternehmen konzentrieren sich daher verstärkt auf Effizienzsteigerungen, Portfoliooptimierungen und gezielte Akquisitionen.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2025, indexiert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

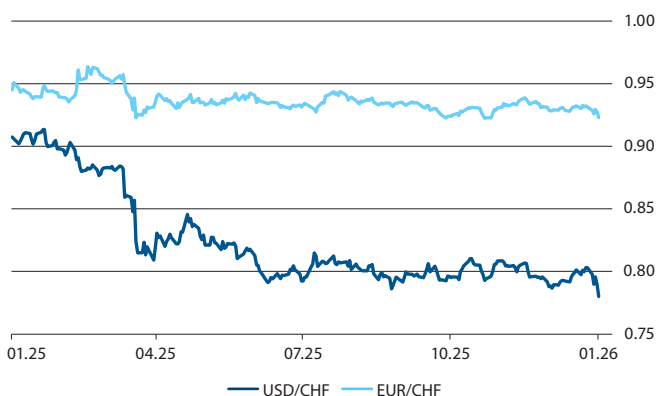
Kurzfristige Konsolidierung im USD

- Der US-Dollar hat gegenüber dem Schweizer Franken im Verlauf des Jahres rund 12% an Wert verloren und bewegt sich aktuell um die Marke von 0,80. Allerdings ist zu bemerken, dass der Rückgang in der ersten Jahreshälfte erfolgt ist und in der zweiten Jahreshälfte eine deutliche Stabilisierung eingestellt hat.
- Mittelfristig erwarten wir einen weiteren Rückgang des USD, da das Vertrauen in die Weltleitwährung durch die aggressive US-Handelspolitik und die politischen Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank zunehmend erodiert.
- Der Euro fluktuiert zum Franken seit geraumer Zeit in einer engen Bandbreite von 0,92–0,94. Die geringen Schwankungen im Währungspaar dürften darauf zurückzuführen sein, dass von beiden Notenbanken vorerst keine weiteren Zinssenkungen zu erwarten sind. Übergreifend rechnen wir aber weiterhin mit einer anhaltend hohen Nachfrage nach Schweizer Franken, da global trotz tiefer Zinsen verstärkt Kapital in die Schweiz fliesst. Dies unterstreicht, dass für viele internationale Investoren Sicherheit und Stabilität aktuell wichtiger sind als die Rendite.

Gold steigt auf über 5'000 Dollar pro Unze

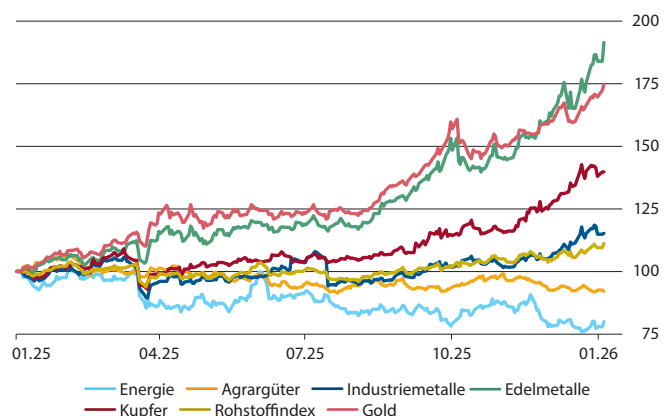
- Zum Jahresende hin hat die Gold-Notierung ein neues Allzeithoch über USD 4'500 erreicht. Zum Jahresresultimo kam es zu einer kurzen Korrektur auf USD 4'319. Der Unzen-Kurs stieg dann auf über USD 5'000, was einem Kilopreis von CHF 127'000 entspricht.
- An unserer langfristigen Einschätzung für Gold als robusten Realwert mit werterhaltenden Eigenschaften halten wir unverändert fest, auch in unserer Positionierung bleiben wir unverändert. Der Hauptgrund für die Gold-Hausse sind die hohe Nachfrage der Notenbanken, die allgemeine Tendenz zur Dedollarisierung und nicht zuletzt die Zunahme der Staatsschulden in vielen Ländern. Der Grund dafür ist mitunter in der zunehmenden gesellschaftlichen Polarisierung zu suchen und der fehlenden Kompromissbereitschaft in politischen Auseinandersetzungen. Aus dieser Konstellation resultiert, was im angelsächsischen Sprachraum als «kick the can down the road» bezeichnet wird: die Probleme werden in die Zukunft verschoben und nicht gelöst. Die Aussichten für die Entwicklung der Staatsschulden sind schlecht und entsprechend positiv für Gold und andere Realwerte.

Euro und Dollar gegen Franken (12 Monate)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Rohstoffindizes (12 Monate)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es ist weder Angebot noch Aufforderung für den Kauf oder Verkauf von Produkten. Für Richtigkeit und Vollständigkeit wird keine Gewähr übernommen. Die Publikation entstand in Kooperation mit Aquila.