

Executive Summary

- Die Weltwirtschaft präsentiert sich zum Jahresauftakt divers: USA und Schweiz überraschen positiv, Eurozone enttäuscht.
- Der Ausblick wird durch den steigenden Preisdruck getrübt, der den privaten Konsum zu bremsen droht und fremdfinanzierte Unternehmen belastet.
- Gestiegene Rohstoffpreise haben den Eingang in die Inflationsdaten der wichtigsten Volkswirtschaften gefunden. Vorlaufende Indikatoren weisen auf einen anhaltenden Teuerungsdruck hin.
- Für die Notenbanken wird die Lage zunehmend herausfordernder. Die vor kurzem noch erwarteten Zinssenkungen mussten auch bei der Fed einem Szenario von möglichen Zinserhöhungen Platz machen.

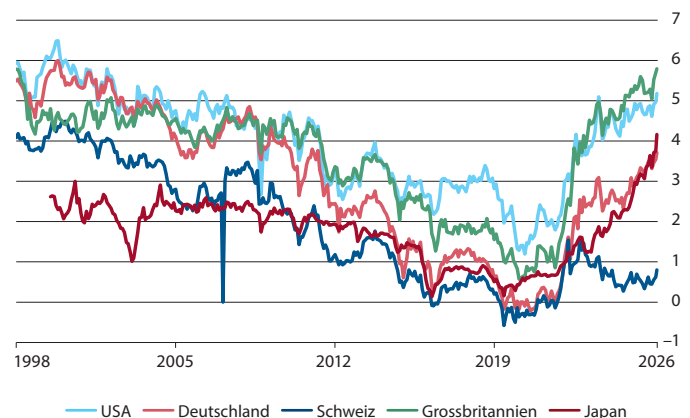


Fokusthema

Die Sicht auf die langen Renditen im langen Horizont

- Die globalen Anleiherenditen haben seit Jahresbeginn deutlich angezogen und erreichen vielerorts Niveaus, die seit Krisenzeiten nicht mehr gesehen wurden. Der 30-jährige US-Treasury notierte zeitweise bei rund 5,2%, dem höchsten Stand seit Juli 2007, kurz vor der Finanzkrise, und ihre deutschen Pendanten bei 3,7%, zuletzt auf diesem Niveau im Jahr 2011 inmitten der Eurokrise.
- Die Schweizer Staatspapiere nehmen mit 0,8% eine Sonderstellung ein. Die tiefe Inflation dämpft den Renditeanstieg. Den stärksten Zinsanstieg verzeichnen Grossbritannien und Japan mit 5,7% resp. 4,1%, Niveaus, die bis 1998 zurückreichen. Im Fall Japans, wo der 30-jährige Benchmark erst Ende 1999 eingeführt wurde, handelt es sich um ein Allzeithoch.
- Die Ursache des ersten Renditeanstiegs ab 2022 lag in der Corona-Pandemie: Lockdowns, globale Versorgungsengpässe, Liquiditätsflut und fiskalpolitische Massnahmen trieben die Inflation und damit die Renditen nach oben.
- Der aktuelle Schub hat eine andere, aber verwandte Ursache: Der Iran-Krieg und die Schliessung der Strasse von Hormus verknappten Energierohstoffe und Dünger, befeuern die Inflation und drücken die Renditen weiter nach oben. Hinzu kommt die strukturell hohe Staatsverschuldung vieler Industrieländer, die Bondmärkte zunehmend kritisch bepreisen.
- Seit Kriegsbeginn sind die Kurse auf den meisten dieser Referenzanleihen mit einer Duration von rund 16 Jahren um acht bis neun Prozent gefallen – für Grossbritannien und Japan belief sich der Kursrückgang auf 12% resp. 14,5%.

Renditen 30-jähriger Staatsanleihen auf Langzeithoch



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

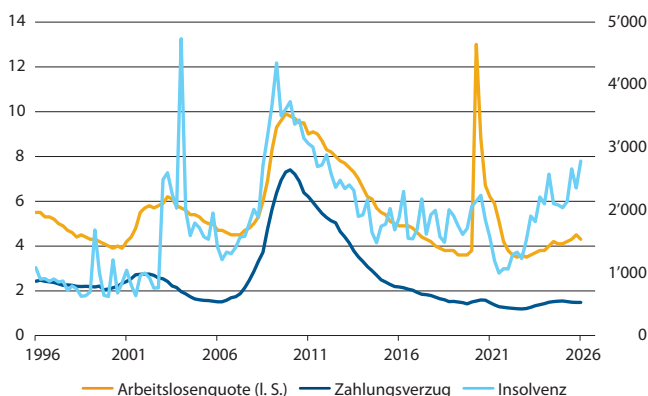
Solider Jahresauftakt – möglicher inflationärer Widerstand

- Der gemeinsame Nenner über alle Wirtschaftsräume hinweg ist der anhaltende Inflationsdruck aus der Schliessung der Strasse von Hormus: Höhere Rohstoffpreise zeichnen sich in den Erzeugerpreisen als Vorläufer für die Konsumentenpreise ab und dürften die Inflationsdynamik in den kommenden Monaten weiter erhöhen. Gleichzeitig kühlen sich die Arbeitsmärkte global graduell ab, von tiefen Ausgangsniveaus: Schweiz von 1,9% (2023) auf 3,0%, USA von 3,4% auf 4,3%, Frankreich von 7,1% auf 8,1%, UK von 3,6% auf 5,0%.
- Die Schweizer Wirtschaft dürfte mit einem erwarteten BIP-Wachstum von 0,5% überraschend stark ins Jahr gestartet sein. Der Einkaufsmanagerindex notiert im April bei 54,5 Punkten klar im expansiven Territorium. Preisseitig zeichnet ein Inflationsanstieg auf 0,6% eine Abkehr vom drohenden Deflationsszenario ab. Daraus abgeleitet erwarten wir im zweiten Quartal leichte Bremspuren.
- Das BIP in den USA wuchs zum Jahresauftakt auf Quartalsbasis annualisiert 2%, getragen von ungebrochenen Unternehmensinvestitionen im Bereich der künstlichen Intelligenz und von Datenzentren. Der Arbeitsmarkt bleibt trotz leichter Abkühlung robust und hält die Haushaltsnachfrage stabil. Entlassungen bleiben historisch tief und das Lohnwachstum hält an. Allerdings hat die hohe Inflation von 3,8% das Realeinkommen erstmals seit 2023 ins Minus ge-

dreht. Bemerkenswert ist zudem der Anstieg der Insolvenzmeldungen im Zusammenhang mit hoher Verschuldung, gestiegenen Kreditzinsen und zurückhaltender Kreditvergabe der Banken.

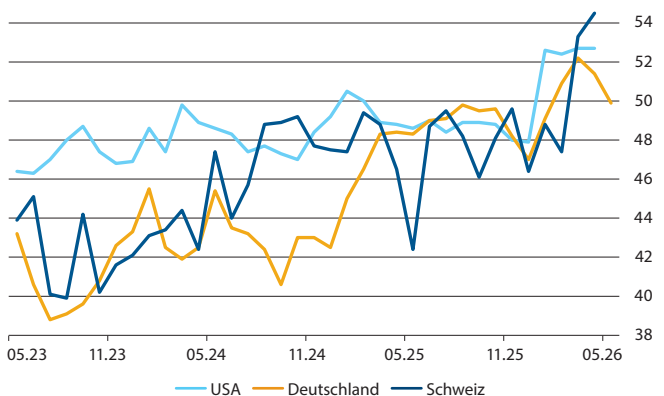
- Das Wirtschaftswachstum in der Eurozone bleibt mit 0,8% auf Jahresbasis verhalten; auch für das Jahr 2026 zeichnet sich keine Beschleunigung ab. Gegenüber dem Vorquartal resultiert ein bescheidener Zuwachs von 0,1%. Spanien sticht mit einem Wachstum von 0,6% und 2,7% für Quartal und Jahr positiv hervor. In Frankreich belasten strukturelle Probleme und die politische Instabilität die Wirtschaft. Das Wachstum liegt deutlich unter dem Durchschnitt der Eurozone.
- Auch Deutschland fällt innerhalb Europas aus der Reihe, und zwar nach unten. Während die Erwerbstätigkeit in der EU im ersten Quartal 2026 um 0,6% wuchs, verlor Deutschland im gleichen Zeitraum saisonbereinigt 61'000 Stellen. Ohne Saisonbereinigung waren es 486'000 Stellen weniger als im Vorquartal – der stärkste Rückgang seit Jahren. Besonders die Industrie trägt die Last: Im Jahresvergleich gingen dort 171'000 Arbeitsplätze verloren. Hinzu kommt ein weiteres Warnsignal: Die Firmeninsolvenzen erreichten im ersten Quartal 2026 den höchsten Stand seit 20 Jahren; allein im März verzeichneten IWH-Forscher 1'716 Fälle, getrieben vorwiegend von kleineren Unternehmen.

USA: Insolvenzen, Zahlungsverzug und Arbeitslosigkeit



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Einkaufsmanagerindizes verarbeitendes Gewerbe



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Steigende Leitzinsen erwartet

- Versorgungsgpässe infolge der Blockade der Strasse von Hormus treiben Energie- und Düngerpreise stark nach oben. Die Auswirkungen auf Güter- und Nahrungsmittelpreise sind inzwischen weltweit sichtbar und dürften länger anhalten als erwartet. Zweitrundeneffekte werden die Inflation in den kommenden Monaten auf erhöhtem Niveau halten.
- Der Preisschub in den USA fiel im April mit 6,0% bei der Produktion und 3,8% bei den Konsumenten überraschend stark aus und verunsicherte die Märkte. Ähnliche Entwicklungen zeigen sich in Europa, der Schweiz und Japan. EZB-Vertreter wie Bundesbank-Chef Joachim Nagel warnen vor anhaltend höherer Inflation und bereiten die Märkte auf Zinserhöhungen vor.
- Mit Kevin Warsh als neuem Fed-Chef steht die Unabhängigkeit der Notenbank unter Druck: Der steigende Inflationsdruck widerspricht den Forderungen der Trump-Administration nach tieferen Zinsen. Die Renditen auf US-Staatsanleihen haben sich bereits deutlich vom Leitzins gelöst. Während vor Kriegsbeginn noch Zinssenkungen erwartet wurden, rechnet der Markt inzwischen bis März 2027 mit einer Zinserhöhung. Die US-Zinskurve ist ab zwei Jahren Laufzeit um 60 bis 75 Basispunkte gestiegen. Reagiert Warsh zu zögerlich, droht der Vorwurf, die Inflation zusätzlich zu fördern.
- Die SNB steht vor einer anderen Herausforderung: Mit einer Kerninflation von nur 0,3% bleibt der Spielraum für Zinserhöhungen begrenzt. Deshalb signalisiert sie eine höhere Bereitschaft zu Interventionen am Devisenmarkt, falls der Franken weiter aufwertet.

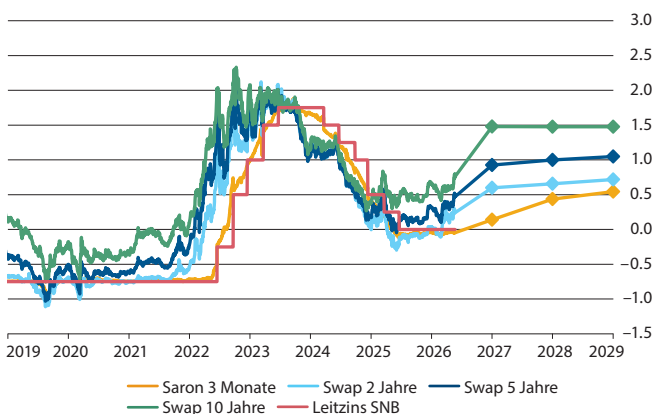
- Das eigentliche Dilemma der Notenbanken liegt darin, dass der Inflationsschub angebotsbedingt ist. Höhere Zinsen bremsen zwar Inflation, schwächen aber zugleich die ohnehin fragile Konjunktur. Aggressive Zinserhöhungen könnten eine Rezession auslösen, zu zögerliches Handeln die Inflation weiter beschleunigen. Erinnerungen an die 1970er-Jahre werden wach, als dieselbe Region und dieselben Rohstoffe bereits ein inflationäres Umfeld prägten.

Zinsprognose Schweiz: unsere Einschätzung seit April 2026

- Mittelfristig sehen wir nicht zuletzt aufgrund des Iran-Krieges die Gefahr von nachhaltig höheren Rohstoffpreisen und als Folge davon einer leicht höheren Inflation, mit entsprechendem Aufwärtsdruck auf die Zinsen.
- Hierzulande ist die Abhängigkeit vom Öl deutlich geringer als im Ausland – die Schweiz deckt rund 60% ihres Stroms aus Wasserkraft und gut ein Drittel aus Kernenergie, während Erdöl vor allem im Verkehr und bei Heizungen eine Rolle spielt. Deshalb dürften die Zinsen weniger ansteigen als in Europa oder Asien. Auch der starke Schweizer Franken federt die Teuerung bei den Rohstoffimporten ab. Aber ganz verschont bleiben auch wir nicht.

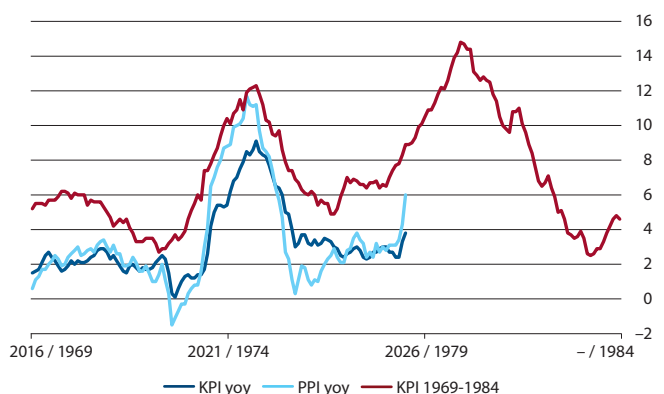
	aktuell	Dez. 27	Dez. 28	Dez. 29
Saron 3 Monate	-0.05	0.14	0.44	0.55
Swap 2 Jahre	0.24	0.60	0.66	0.72
Swap 5 Jahre	0.47	0.93	1.00	1.05
Swap 10 Jahre	0.76	1.48	1.48	1.48

Zinsprognose Schweiz



Quelle: Aquila AG, Bloomberg Financial L.P.

USA: Inflation 1970er-Jahre und heute



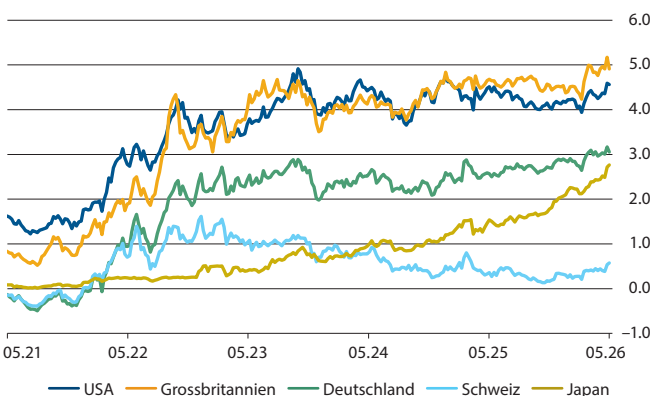
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Trotz steigenden Renditen wenig Stress bei den Spreads

- Der Renditeanstieg seit Jahresbeginn fiel je nach Region unterschiedlich aus: Schweiz und Deutschland verzeichneten rund 30 Basispunkte, während die USA, Grossbritannien und Japan mit 50, 60 resp. 70 Basispunkten deutlich stärker betroffen waren.
- Die Zinsaufschläge für Unternehmens- und hochverzinsliche Anleihen haben sich nach einem kurzfristigen, kriegsbedingten Anstieg im März wieder beruhigt und notieren nahe ihren Tiefständen der letzten Jahre. Die Rally bei Unternehmensanleihen hat die Risikoprämien auf ein Niveau gedrückt, das zuletzt vor der globalen Finanzkrise 2008 gesehen wurde.
- Die Marktteilnehmer scheinen ob der allgemeinen Nachrichtenlage insgesamt noch immer tiefenentspannt zu sein. Das gilt insbesondere für den Bereich Private Credit, also direkte Unternehmenskredite ausserhalb des öffentlichen Anleihe-markts. Dieser ist in den letzten Jahren massiv gewachsen, und seine Risiken sind bei steigenden Zinsen, nachlassender Konjunktur und damit schwindender Liquidität ins Rampenlicht gerückt, wurden jedoch allem Anschein nach noch nicht ausreichend getestet.

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen in %, 5 Jahre

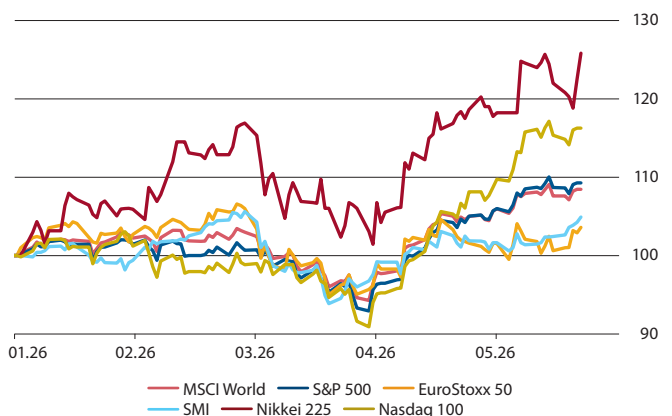


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gewinnausweise und Investitionen als Stütze

- Künstliche Intelligenz bleibt das dominierende Thema am Aktienmarkt. Gewinne, Ausblick und besonders rekordhohe Investitionen stehen dabei im Fokus, aber scheinen zunehmend kritisch auf ihre Nachhaltigkeit beurteilt zu werden. Profiteure sind nicht mehr nur die Halbleiter- und Hardwarehersteller, sondern vermehrt auch Titel aus dem Kommunikationssektor, der die Datenübertragung und Netzwerkinfrastruktur sicherstellt.
- Die geopolitischen Spannungen und der Iran-Krieg beflügeln den Energie- und Rüstungssektor sowie weiter gefasste Industrietitel. Energieunternehmen verbuchen dank höherer Öl- und Gaspreise einen markanten Gewinnsprung. Da sich die Versorgungslage auch nach einer Wiederöffnung der Strasse von Hormus aus unserer Sicht nicht rasch normalisieren dürfte, sollte sich der positive Gewinnausblick über mehrere Quartale erstrecken und kursstützend wirken. Der Rüstungssektor profitiert von der global erhöhten Bedrohungslage und den steigenden Verteidigungsbudgets, die in Europa nach Jahren der Unterinvestition strukturell angehoben werden.
- Zahlreiche Infrastruktur- und Fiskalpakete treiben zusätzlich die Güternachfrage und wirken sich günstig auf Rohstoffunternehmen aus. Zentral bleibt für uns im aktuellen Umfeld dennoch eine breite Diversifizierung, da die Kombination aus erhöhter Inflation, geopolitischer Unsicherheit und zins-sensitiven Bewertungen das Risikoprofil einzelner Sektoren rasch verändern kann.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2026, indexiert, in Lokalwährung



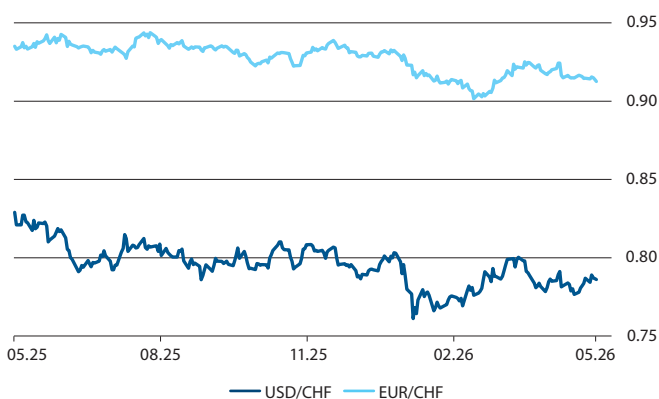
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

Vier Zentralbanken, vier Dilemmas

- Die strukturelle Dollarschwäche ist durch den Iran-Krieg und die damit verbundene Risikoaversion sowie den Nimbus der Währung als sicherer Hafen unterbrochen. Seit den Tiefständen von Januar/Februar bei 0,76 zum Franken erholt sich der Greenback dank positiver Momentumindikatoren und Kaufsignalen gleitender Durchschnitte. Die gestiegenen Zinsdifferenzen im Währungspaar zugunsten des Dollars stützen dessen Aufwertung darüber hinaus fundamental. Wir erwarten eine Fortsetzung dieses positiven Trends.
- Da wir auch in der Eurozone einen stärkeren Zinsanstieg als in unserer Heimwährung erfahren, erwarten wir auch im Euro eine leichte Aufwertung. Die EZB sieht sich aufgrund der gestiegenen Inflation zu Leitzinserhöhungen veranlasst, während der Inflationsdruck in der Schweiz weitaus geringer ausfällt. Des Weiteren dürfte die Abwertung des Frankens durch allfällige Deviseninterventionen der SNB begünstigt worden sein.
- Der japanische Yen ist strukturell unterbewertet und die Fed drängt auf eine Erhöhung der Leitzinsen durch die BOJ anstelle von Yen-Käufen zulasten des Dollars. Für Japan dürfte der einzige Weg über eine straffere Geldpolitik gehen, da Deviseninterventionen zu verpuffen scheinen.

Euro und Dollar gegen Franken (12 Monate)

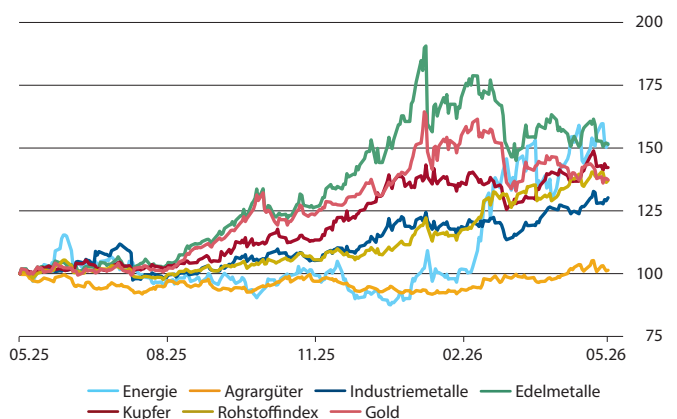


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gold und Erdöl im Fokus – Rohstoffsuperzyklus intakt

- Gold notiert aktuell bei ca. USD 4'500 pro Unze, rund 19% unter dem Allzeithoch. Bemerkenswert ist das gegenläufige Verhalten von Gold und Erdöl seit Kriegsbeginn: Beide gelten historisch als Inflationsschutz, doch während Öl stark inflationär wirkt, konsolidiert Gold aufgrund der gestiegenen Zinsen, was wir nach der massiven Rally aber als konstruktiv einstufen.
- Unterstützend wirkt die strukturell hohe Zentralbanknachfrage. Gemäss World Gold Council planen 73% der Notenbanken ihre USD-Reserven zu reduzieren, was weitere Goldkäufe erwarten lässt. Zwar kam es im März 2026 erstmals seit 2023 zu Nettoverkäufen von rund 51 Tonnen, getrieben durch die Türkei und Aserbaidschan, über das gesamte Quartal traten die Zentralbanken aber in substantiellem Umfang als Käufer auf.
- Wie lange der Seeweg bei Hormus selektiv gesperrt bleiben wird, kann aktuell nicht abgeschätzt werden. Selbst bei einer zeitnahen Öffnung ist kaum mit einem Preisrückgang zu rechnen, da die Lieferungen Wochen benötigen, um an ihre Destinationen zu gelangen. Die strategischen Lager dienen als Puffer zur Sicherstellung der Nachfrage und auch die Sanktionen gegen Russland werden zur Marktberuhigung gelockert.
- Im Agrarsektor erwarten wir ebenfalls steigende Preise bis in die Ernteperiode, getrieben durch höhere Inputkosten bei Energie und Dünger, noch ohne Berücksichtigung des Erntergebnisses selbst.

Rohstoffindizes (12 Monate)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Beim vorliegenden Dokument/Publication handelt es sich um Werbung. Die Angaben in diesem Dokument dienen ausschliesslich der Information und gelten weder als Angebot noch als Aufforderung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf. Die darin enthaltenen Informationen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen; die Vollständigkeit oder Richtigkeit der Angaben kann aber nicht garantiert werden. Diese Informationen können sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Angaben in diesem Dokument sind ausschliesslich für Personen mit Sitz in der Schweiz bestimmt. Sie richten sich nicht an Personen mit US-Staatsangehörigkeit oder mit Wohnsitz in den USA. Einige Produkte und Dienstleistungen unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht von allen Anlegern erworben werden. Es ist Sache der Interessenten, sich über Einschränkungen aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Sitzes zu erkundigen. Es wird keine Haftung für Verluste oder entgangene Gewinne übernommen, die aus der Nutzung des vorliegenden Dokumentes entstehen könnten. Die Broschüre «Risiken im Handel mit Finanzinstrumenten» oder regulatorische Dokumente zu Finanzinstrumenten (bspw. Basisinformationsblatt, Prospekt, usw.) können Sie bei Ihrer Bank beziehen oder finden Sie auf unserer Website. Die Publikation entstand in Kooperation mit Aquila.