Executive Summary

- In den USA und der Eurozone zog die Inflation im September auf 3,7% resp. 3,8% an, und die Produzentenpreise deuten auf weiteren Auftrieb.
- In der Eurozone stärken steigende Einkaufsmanagerindizes, nicht zuletzt in Deutschland, die Zuversicht. Die Schweiz wuchs im zweiten Quartal pharmagetrieben kräftig.
- Fed und EZB erhöhten im September ihre Leitzinsen gegen die energiegetriebene Inflation und dürften bis Ende 2027 nachlegen. Die BoJ normalisiert ihre Geldpolitik, der Realzins bleibt negativ.
- Die SNB hält am Nullzins fest. Um den Zinsabstand zu verkleinern und importierte Inflation zu bremsen, dürfte sie ihre Zinsen 2027 zweimal anheben.



Fokusthema

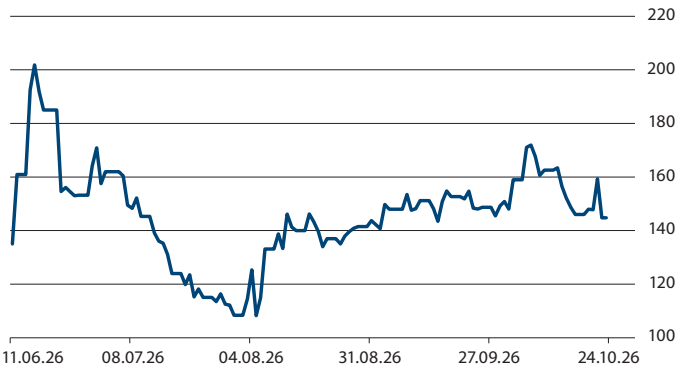
Anthropic an der Börse: Rekord-IPO als Test für den KI-Boom

- Noch im November will das KI-Unternehmen Anthropic, Entwickler des Sprachmodells Claude, an die US-Technologiebörse Nasdaq. Erwartet wird eine Bewertung von rund 1,5 bis 2 Billionen Dollar, so viel wie bei keinem Börsengang zuvor. Das Wachstum ist rasant: Im dritten Quartal 2026 setzte Anthropic 16,8 Milliarden Dollar um, rund 15-mal mehr als im Quartalsschnitt 2025. Zuletzt hat es sich allerdings verlangsamt. Die Bewertungserwartungen sanken deshalb von ursprünglich rund 2 auf rund 1,5 Billionen Dollar.

- Der Börsengang gilt als Test für die ganze Branche. Erstmals legt ein führendes KI-Labor geprüfte Zahlen offen und erhält einen täglichen Börsenpreis. Gelingt der Schritt, stützt das die Bewertungen von Konkurrenten wie OpenAI. Misslingt er, wird es für alle schwieriger, Kapital aufzunehmen. Und der Bedarf ist enorm: 2026 investieren die grossen Tech-Konzerne rund 800 Milliarden Dollar in Rechenzentren und Chips, erstmals mehr, als sie im laufenden Geschäft erwirtschaften. Die Lücke finanzieren sie zunehmend mit Schulden, oft ausserhalb ihrer Bilanzen. Im Oktober zeigten sich erste Spannungen: Bei hoch verschuldeten Betreibern von Rechenzentren stiegen die Kosten für die Absicherung gegen Zahlungsausfälle auf Rekordwerte.

- Zudem stösst der Ausbau an physische Grenzen. Rechenzentren brauchen enorme Mengen Strom: Im grössten US-Stromnetz haben sich die Preise für gesicherte Kraftwerksleistung in zwei Jahren mehr als verzehnfacht, und die Haushalte zahlen über ihre Stromrechnungen mit. Entsprechend wächst der Widerstand. 63% der Amerikaner lehnen ein neues Rechenzentrum in ihrer Gemeinde ab, und allein im ersten Halbjahr 2026 wurden Projekte im Wert von rund 200 Milliarden Dollar blockiert oder verzögert.

Präzedenzfall SpaceX: Achterbahnfahrt nach Börsengang



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Preisdruck steigt, Konjunktur kühlt sich ab

- In den USA zogen die Gesamt- und Kerninflation im September auf 3,7% resp. 2,6% an. Auch die vorgelagerten Indikatoren wie ISM Prices Paid oder die Produzentenpreise sind stärker als erwartet gestiegen, was mit Verzögerung in die Konsumentenpreise einfliessen dürfte.

- Das gleiche Bild zeigt sich in der Eurozone, wo die Inflation seit Jahresbeginn auf 3,8% gestiegen ist, den höchsten Wert seit September 2023, und sich die Kernrate leicht auf 2,5% beschleunigte. In Deutschland, der grössten europäischen Volkswirtschaft, zog die Teuerung von 2,9% auf 3,3% an. Wie in den USA verzeichnen die Produzentenpreise auf dem alten Kontinent einen kräftigen Schub und liegen über den Erwartungen.

- In Japan stieg die Kerninflation ohne Frischwaren und Energie deutlich von 1,9% auf 2,4% und erhöht den Druck auf die Notenbank, weiter zu straffen.

- Auch der Sonderfall Schweiz bleibt nicht unberührt. Die Inflation stieg im September von 0,8% auf 1,0%, und die Kerninflation zog leicht auf 0,5% an. Treiber waren höhere Preise für Heizöl und Treibstoffe; die Frankenschwäche hat für einmal zum Preisdruck beigetragen.

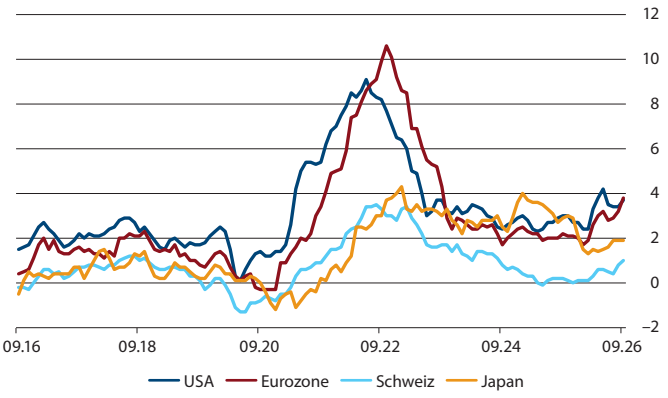
- Das Wachstum verliert an Tempo. Die US-Einkaufsmanagerindizes für die Industrie und den Dienstleistungssektor bleiben deutlich in der Wachstumszone, obwohl sie leicht nachgeben. Die Abschwächung zeigt sich auch im Optimismus der kleinen Unternehmen, im Ausblick der Philadelphia Fed und im Häusermarkt, wo der Zinsanstieg Bremsspuren hinterlässt. Der Konsum bleibt K-förmig verteilt und wird von den einkommensstarken Haushalten gestützt.

- Der Arbeitsmarkt ist beidseits des Atlantiks weitgehend stabil, allerdings ziehen die Produktivitätsgewinne durch künstliche Intelligenz erste Stelleneinsparungen nach sich. Dennoch zeichnet sich ein gewisser Lohndruck aus Forderungen nach Teuerungsausgleich ab.

- In der Eurozone drehte die Bauproduktion im August von –1,7% auf +1,4% gegenüber dem Vorjahr, getragen von Osteuropa und dem Ausbaugewerbe, während der Hochbau weiter schrumpft. Zuversichtlich stimmt, dass die Einkaufsmanagerindizes der Währungsunion weiter steigen, nicht zuletzt in Deutschland.

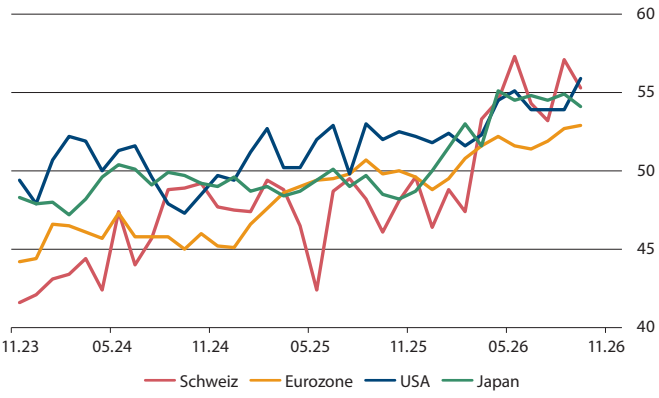
- Nach der Erholung im Vorquartal verzeichnete der Schweizer Aussenhandel auch im dritten Quartal einen Anstieg. Die Exporte stiegen um 2,5% auf 75 Mrd. CHF und die Importe um 1,8% auf 61 Mrd. CHF. Der Handelsüberschuss weitete sich leicht auf 14 Mrd. CHF aus.

Konsumentenpreise – Inflationsrate



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Einkaufsmanagerindizes: verarbeitendes Gewerbe



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Geldpolitik

Zinswende mit unterschiedlichen Motiven

- Die globale Zinswende hat unterschiedliche Ursachen.

- Die EZB und die Fed erhöhen die Leitzinsen gegen die Inflation durch knappe und teure Energie infolge des Kriegs. Das birgt Rezessionsrisiken. Im September erhöhte die Fed ihren Leitzins auf 3,75–4,00%, die EZB ihren Einlagesatz auf 2,50%. Wir erwarten bei der Fed bis Jahresende 4,00–4,25% und bis Ende 2027 zwei weitere Schritte – mehr als sie selbst erwartet. Die EZB dürfte mitziehen: bis Jahresende auf 2,75%, bis Ende 2027 auf 3,25%. Offiziell legt sie sich allerdings nicht fest.

- Japans Notenbank normalisiert seit März 2024 ihre Geldpolitik nach dem Ende der Negativzinsen. Yen-Aufwertung, US-Staatsanleihenbestände und das Risiko einer Auflösung von Carry Trades erschweren dies. Wir erwarten bis Ende 2027 drei Zinsschritte, da der Realzins negativ bleibt. Der Anstieg der Kerninflation ohne Frischwaren und Energie auf 2,4% könnte diesen Prozess beschleunigen.

- In der Schweiz liegt der SNB-Leitzins bei 0%. Die Inflation liegt mit 1% im Zielband, das Wachstum ist gut. Der teils angespannte Arbeitsmarkt mahnt zur Zurückhaltung. Der Zinsabstand zu anderen Notenbanken schwächte den Franken und stützte Exporte. Die Frankenschwäche verteuert allerdings die Importe. Wir erwarten deshalb zwei SNB-Zinserhöhungen 2027.

- Entscheidend bleiben die Energiepreise. Schlagen sie auf Löhne und Inflationserwartungen durch, dürften Notenbanken nachlegen. Sinkende Energiepreise würden entlasten, sind angesichts der Konflikte zwischen USA, Iran, Russland und Ukraine aber nicht unser Basisszenario. Die Konjunktur verkraftet höhere Zinsen bisher gut. Wir rechnen mit weiteren Erhöhungen bis Ende 2027.

Redaktionsschluss ist der 23. Oktober.
Die Zinsentscheide der Fed (28.10.), EZB (29.10.) und BoJ (30.10.) sind nicht berücksichtigt.

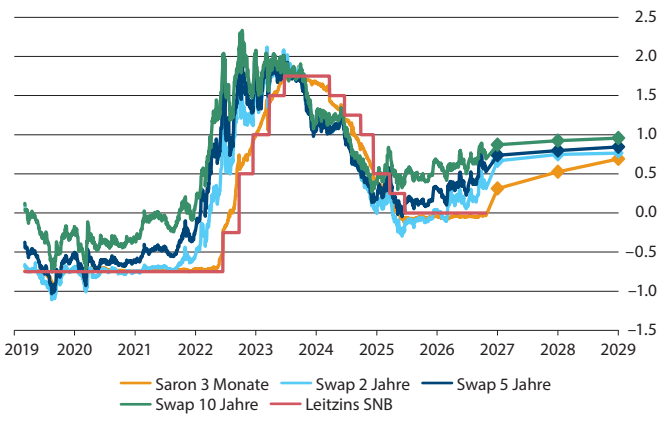
Zinsprognose Schweiz:
Unsere Einschätzung (Stand Oktober 2026)

- Die Expertengruppe des Bundes hob ihre Wachstumsprognose für 2026 von 0,9% auf 1,7% an. Das Schweizer BIP wuchs im zweiten Quartal kräftig, getragen vom Pharmasektor, und der schwächere Franken stützt die Exportindustrie. Für die zweite Jahreshälfte rechnet die Expertengruppe allerdings mit einer gewissen Gegenbewegung.

- Mit der robusten Konjunktur, den höheren Zinsen im Ausland und den erwarteten Zinsschritten der SNB dürften auch die Kapitalmarktrenditen und damit die Sätze für Festhypotheken weiter anziehen. Wir erachten den Zeitpunkt für eine längerfristige Fixierung der aktuellen Konditionen deshalb weiterhin als günstig und empfehlen, die Laufzeiten nach Möglichkeit zu staffeln.

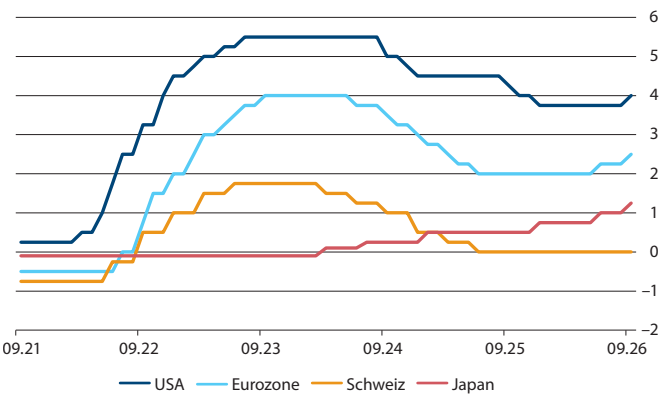
	aktuell	Dez. 27	Dez. 28	Dez. 29
Saron 3 Monate	–0.04	0.31	0.53	0.69
Swap 2 Jahre	0.31	0.66	0.75	0.77
Swap 5 Jahre	0.53	0.74	0.80	0.84
Swap 10 Jahre	0.69	0.87	0.92	0.96

Zinsprognose Schweiz



Quelle: Aquila AG, Bloomberg Finance L.P.

Leitzinsen verschiedener Notenbanken



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anlageklassen

Anleihen / Aktien

Atempause an den Anleihemärkten, ausser in Paris

- Vor den Zwischenwahlen zum US-Kongress am 3. November versucht die amerikanische Regierung, ihre schwachen Umfragewerte zu verbessern. Diese leiden vor allem unter den hohen Lebenshaltungskosten.

- Der Ausverkauf bei Technologieaktien trieb die Anleger in sichere Staatsanleihen. Deren Renditen waren zuvor stark gestiegen, auf den höchsten Stand seit mehreren Jahren, und haben sich nun etwas zurückgebildet. Gestützt wurde diese Bewegung durch die diplomatischen Bemühungen um den Iran und die Ukraine sowie den angekündigten Diesel-Deal mit Russland.

- Seit ihren Höchstständen Anfang Oktober sind die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen um 0,15 bis 0,25 Prozentpunkte gesunken. Sie liegen nun in Grossbritannien bei 5,3%, in den USA bei 5,0%, in Deutschland bei 3,3%, in Japan bei 2,8% und in der Schweiz bei 0,5%.

- Frankreich ist die grosse Ausnahme: Die Rendite steigt auf über 5%. Politische Spannungen, Krawalle und hohe Schulden belasten das Land. Der Markt verlangt höhere Zinsen als von Italien oder Griechenland. Der Zinsaufschlag gegenüber den als besonders sicher geltenden deutschen Staatsanleihen stieg auf 1,6 Prozentpunkte, so viel wie seit der Euro-Schuldenkrise nicht mehr.

Rekordzahlen ohne Kursbelohnung

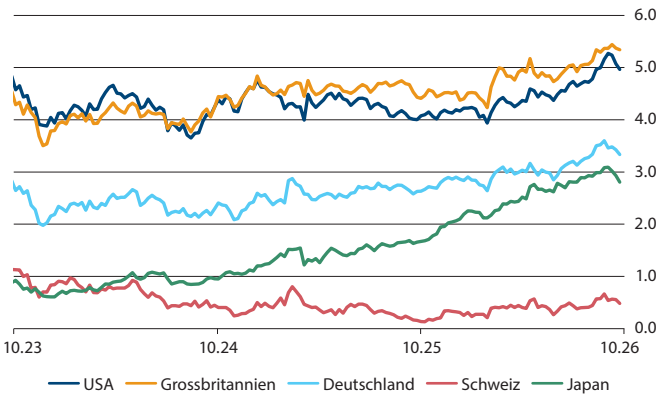
- Die Unternehmen haben für das dritte Quartal überwiegend gute Zahlen vorgelegt, KI- und Halbleiterfirmen sogar Rekordgewinne. Trotzdem schauen Anleger beim Technologiesektor genauer hin. Der Halbleiterindex der Börse Philadelphia (SOX) liegt rund 25% unter seinem Juni-Hoch, was auch die grossen Technologiewerte in Südkorea und Taiwan belastet.

- Lange lautete die Frage, ob es genug Chips für den KI-Ausbau gibt. Heute fragen Anleger, ob sich der Ausbau überhaupt bezahlen lässt. Einzelne grosse Cloud-Anbieter, sogenannte Hyperscaler, investieren inzwischen mehr, als sie erwirtschaften, und bauen trotzdem weiter aus – auf Kredit.

- Noch heikler ist die Lage bei den sogenannten Neoclouds. Anders als die Hyperscaler haben sie kein profitables Kerngeschäft im Rücken. Sie vermieten ausschliesslich Rechenleistung für KI, finanzieren ihre Chips fast vollständig mit Schulden und hängen von wenigen Grosskunden ab. Entsprechend empfindlich reagieren sie auf steigende Zinsen und eine schwächere Nachfrage: Die Aktie des südkoreanischen Anbieters Elice fiel am ersten Handelstag um 32%, der US-Anbieter CoreWeave kämpft mit stark gestiegenen Finanzierungskosten.

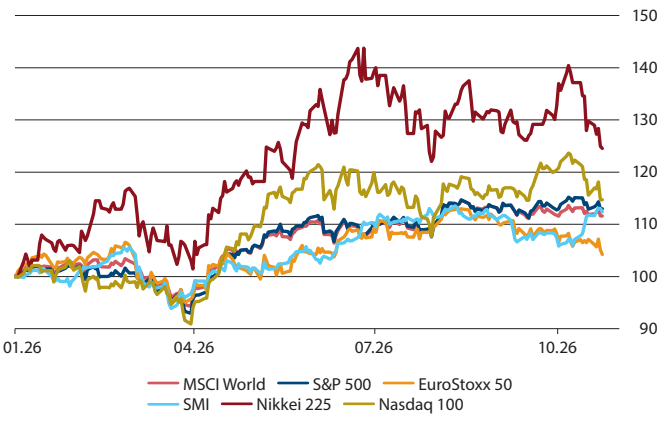
- Wir erwarten, dass der Technologiesektor weiter konsolidiert und Anleger Gewinne mitnehmen. Profitieren dürften defensive und bisher zurückgebliebene Bereiche wie günstig bewertete Substanzwerte und Qualitätsunternehmen mit stabilen Gewinnen.

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen in %, 3 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2026, indexiert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

Dollar als sicherer Hafen, Frankenschwäche vorerst gestoppt

- Seit Beginn des Kriegs zwischen den USA und dem Iran hat der US-Dollar nach einer langen Schwächephase gegenüber dem Schweizer Franken in der Spitze um gut 8% aufgewertet. Zusätzlich stützte ihn die geldpolitische Straffung an der Sitzung des Offenmarktausschusses im September. Seit dem Hoch Mitte Oktober konsolidiert der Dollar innerhalb des aufwärtsgerichteten Trendkanals.

- Bis März 2027 erwarten wir eine weiterhin hohe Zinsdifferenz im Währungspaar, was den Greenback stützen dürfte. Die Zwischenwahlen stellen allerdings einen Unsicherheitsfaktor dar: Ein deutlicher Sitzgewinn der Demokraten würde die wirtschaftspolitische Handlungsfähigkeit der Regierung einschränken und könnte den Dollar belasten.

- Gegenüber dem Euro schwächte sich der Franken ab Mitte März ab, als die Märkte eine Straffung durch die EZB erwarteten, während die SNB an der Nullzinspolitik festhielt. Der Euro wertete in der Spitze um knapp 5% auf. Seit Anfang Oktober gewinnt der Franken wieder an Stärke und notiert auf dem höchsten Stand seit Mitte Juli. Die fragile Lage in Frankreich mit politischen Spannungen und hoher, steigender Verschuldung lastet anhaltend auf der europäischen Gemeinschaftswährung.

Energie treibt, Edelmetalle bremsen

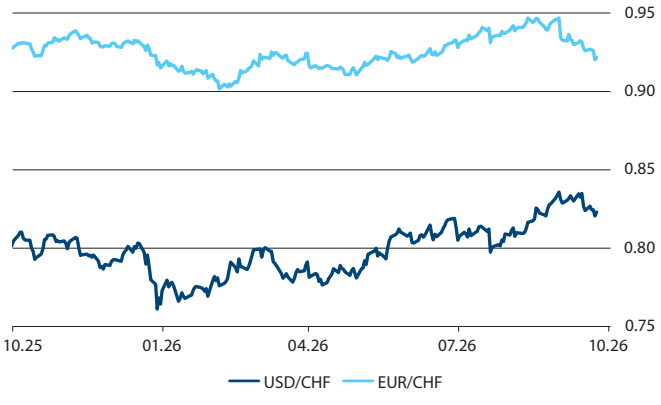
- Der Bloomberg Commodity Index gewinnt seit Jahresbeginn rund 30%, doch die Subindizes liegen weit auseinander. Am unteren Ende der Skala liegen die Edelmetalle mit minus 11%, trotz einer massiven Januar-Rally von über 30%. Gold hält sich in dieser Kategorie mit minus 7% klar am besten. Die jüngsten Rücksetzer bei den Renditen und beim Dollar verfehlten ihre übliche Wirkung als Kursstütze für die Edelmetalle.

- Die Energiekomponente steigt wegen der kriegsbedingten globalen Angebotsverknappung um über 90%. Auch die politischen Versuche in den USA, im Hinblick auf die Zwischenwahlen die Energiekosten und die hohe Inflation über den Diesel-Deal mit Russland und die Freigabe strategischer Ölreserven zu bremsen, zeigen bisher kaum Wirkung. Die Erdölnotierungen ziehen auf beiden Seiten des Atlantiks wieder an; Brent notiert über 110 und WTI über 100 USD pro Fass.

- Der absolute Überflieger ist der europäische Erdgas-Referenzpreis TTF mit einem Anstieg von über 200%. Die Schliessung der Strasse von Hormus blockiert einen Fünftel des weltweiten LNG-Angebots, zudem fiel Mitte Oktober eine norwegische Verarbeitungsanlage aus. Gleichzeitig sind die europäischen Gasspeicher für diese Jahreszeit so tief gefüllt wie noch nie seit Beginn der Aufzeichnungen, besonders in Deutschland.

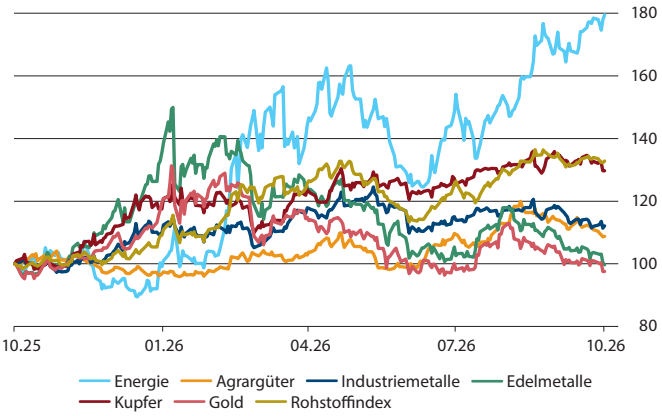
- Von diesen Märkten erwarten wir weiterhin Inflationsdruck.

Euro und Dollar gegen Franken (12 Monate)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Rohstoffindizes (12 Monate)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Beim vorliegenden Dokument/Publikation 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.