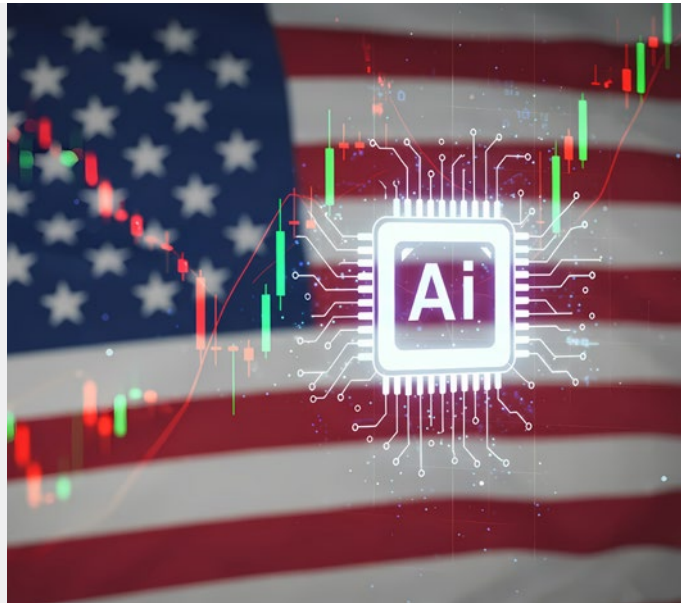


Executive Summary

- Die Finanzmärkte stehen weiterhin im Spannungsfeld zwischen geopolitischen Risiken, geldpolitischer Zurückhaltung und konjunktureller Abschwächung.
- Vier der wichtigsten Zentralbanken sind im Wartemodus und signalisieren Stabilität, vorerst ohne neue Impulse.
- Während die Inflation in der Schweiz und im Euroraum stabil innerhalb des Zielbandes liegt, setzt die Fed angesichts konjunktureller Risiken auf eine weitere Lockerung.
- Der starke Franken bleibt ein zentrales Thema: Trotz tiefer Zinsen fliesst globales Kapital in die Schweiz, da Sicherheit derzeit über der Rendite zu stehen scheint. Gleichzeitig schwächen US-Zölle die Exportaussichten, was sich 2026 spürbar auf das BIP-Wachstum auswirken dürfte.



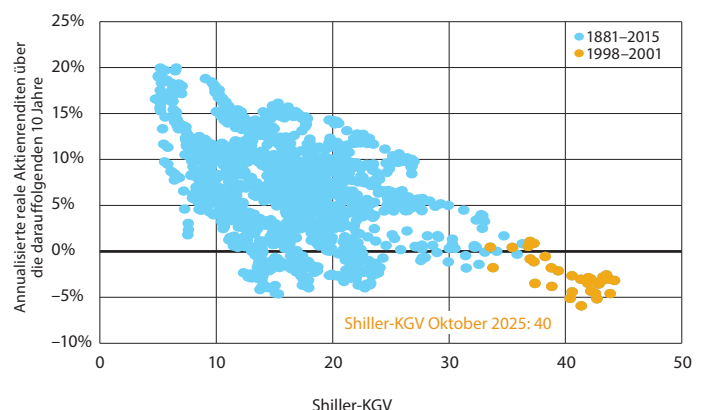
Fokusthema

Bewertungen am US-Aktienmarkt stossen in luftige Höhen vor

- Das Shiller-KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) ist ein Bewertungsmassstab für Aktienmärkte. Anstatt die aktuellen Unternehmensgewinne heranzuziehen, wird bei diesem Verfahren der durchschnittlich realisierte und inflationsbereinigte Gewinn der letzten zehn Jahre genutzt. So werden kurzfristige Gewinnspitzen oder -tiefen geglättet und man erhält ein stabileres Bild: Der Markt erscheint eher teuer, wenn das Shiller-KGV hoch ist; eher günstig, wenn es niedrig ist.
- Bei einem Blick auf die Geschichte erkennt man, dass bei höheren Shiller-KGVs tendenziell geringere zukünftige Renditen folgten, teils sogar negative. Anders gesagt: Wenn der Markt in der Vergangenheit so hoch bewertet war, wie er es heute ist, haben Anleger in den darauffolgenden 10 Jahren vergleichsweise schlechtere Renditen realisiert, als es bei tiefen Bewertungen der Fall war.
- Mit einem Wert von 39 befinden wir uns auf dem höchsten Stand seit der Tech-Blase um das Jahr 2000 sowie dem Jahresende 2021. Der Zeitraum in der Grafik geht jedoch nur bis 2015, weil für die Zeit danach noch keine vollständige zehnjährige Rendite vorliegt.
- Ein zentraler Treiber für die Euphorie ist die Künstliche Intelligenz (KI): Bedeutende Technologiefirmen werden als «Wachstumsmotoren der Zukunft» bewertet, was deren Kurse nach oben treibt. Sollte das erwartete Wachstum nicht eintreten, birgt die erhöhte Bewertung ein Risiko. Dennoch bleibt die

Gewinnentwicklung bislang äusserst stabil und das Momentum vorteilhaft. Wir mahnen zur Besonnenheit, bleiben neutral positioniert in den Aktien, aber gewichten innerhalb der Anlageklasse den US-Markt taktisch unter.

Shiller-KGV und realisierte Aktienrenditen in den USA, 1881–2015

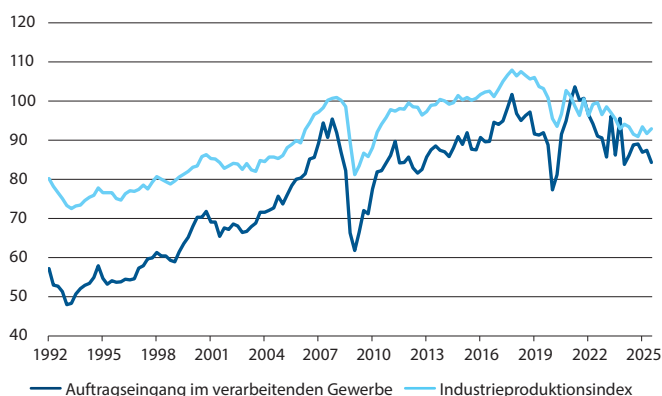


Quelle: Robert Shiller, Yale University

Weltwirtschaft unter Druck

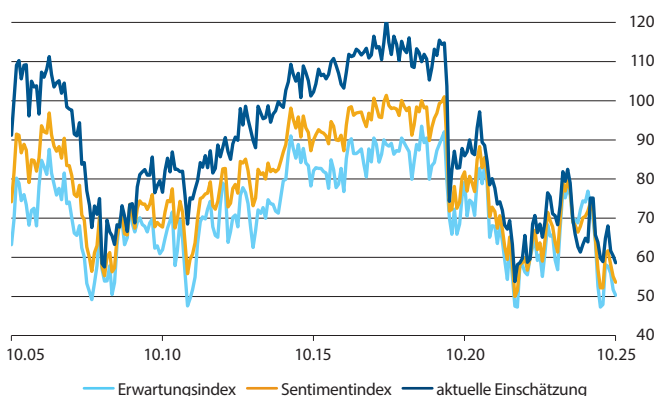
- Das KOF senkte die Prognose für das reale BIP-Wachstum in der Schweiz im Jahr 2026 auf ca. 0,9% – dies entspricht einer Reduktion um etwa 0,6 Prozentpunkte gegenüber früheren Annahmen. Für das laufende Jahr bleibt die Prognose bei rund 1,4%. Wir erwarten weiterhin ein Wachstum von 1,2% (2025) und 0,8% (2026), nicht zuletzt aufgrund eines strukturell starken Schweizer Frankens.
- Nach dem Zollschock im August sanken Schweizer Exporte in die USA um über ein Fünftel (ca. –22,1%). Im September 2025 kam es zu einer kräftigen Erholung von nahezu 43% im Vergleich zum Vormonat – insbesondere getrieben durch die Pharma- und Chemiebranche. Trotz dieser Erholung blieb im 3. Quartal insgesamt aber ein Rückgang von 8% der Exporte in die USA sichtbar.
- In den USA läuft seit dem 1. Oktober 2025 der Teil-Shutdown der Bundesregierung, weil der Kongress keine ausreichende Bewilligung für sämtliche Ausgaben vorgelegt hat. Neben dem direkten Produktions- und Serviceausfall leiden vor allem Bundesangestellte, die beurlaubt oder ohne Bezahlung arbeiten und Dienstleistungs- und Vertragsfirmen, die auf Genehmigungen oder staatliche Aufträge warten. Kurzfristig ist der Schaden begrenzt, sofern der Shutdown kurz bleibt. Die Erwartungshaltung ist jedoch, dass sich die aktuelle Lage weit bis in den November ziehen wird. Der bisher längste Shutdown von 35 Tagen kostete nach Schätzungen des Congressional Budget Office mindestens USD 11 Mrd. an wirtschaftlichem Output.
- In Deutschland steckt vor allem das verarbeitende Gewerbe weiterhin in einer hartnäckigen Schwächephase, die durch eine zu geringe Nachfrage geprägt ist. Zwar hat der Staat seine Investitionen deutlich ausgeweitet, so dass die Wachstumsaussichten für das Land wieder freundlicher sind, doch dieser Impuls verpufft langfristig, wenn private Haushalte und Unternehmen nicht nachziehen. Viele Menschen haben wegen stagnierender Reallöhne und höherer Abgaben weniger Geld zur Verfügung und konsumieren entsprechend weniger. Unternehmen investieren kaum, weil ihre Auftragsbücher leer sind und sich neue Projekte nicht lohnen. So entsteht ein Kreislauf, in dem geringe Nachfrage zu geringer Auslastung und damit zu noch weniger Investitionen führt.
- Währenddessen kommt auch Frankreich nicht zur Ruhe. Nachdem das Land als Schuldner von der Agentur Fitch im September bereits herabgestuft wurde, hat nun nicht nur Standard & Poors das Rating von AA- auf A+ gesenkt, sondern auch die dritte grosse Ratingagentur Moody's den Ausblick auf «negativ» gesetzt. Die Herabstufungen signalisieren eine erhöhte Risikowahrnehmung hinsichtlich der französischen Staatsfinanzen und der politischen Unsicherheit. Premierminister Lecornu steht unter Druck, ein Budget für 2026 vorzulegen. Um Unterstützung im stark zersplitterten Parlament zu gewinnen, muss er Kompromisse mit allen Seiten eingehen. Eine Herkulesaufgabe.

Deutschland: Industrie leidet weiterhin



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

USA: University of Michigan Consumer Sentiment Index

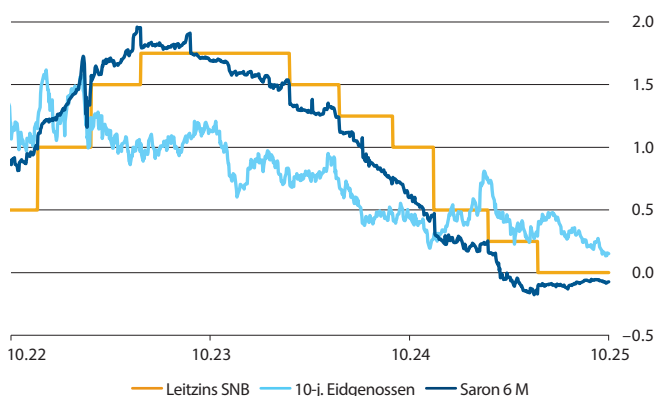


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Zentralbanken: Zinspolitik zwischen Geduld und Risiko

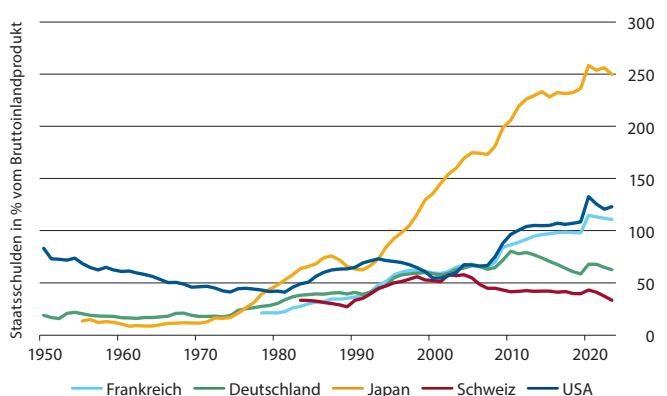
- Die SNB belässt ihren Leitzins aktuell bei 0% und sieht derzeit keinen Handlungsbedarf. Die Inflation betrug im September 0,2% gegenüber dem Vorjahr und die Kerninflation (ohne Energie und Lebensmittel) lag im gleichen Zeitraum bei 0,7%. Damit liegt die Teuerung hierzulande stabil innerhalb des Zielbandes von 0–2%.
- Trotz schwächerer Konjunktur und möglichen Auswirkungen der US-Zölle auf Schweizer Exporte bewertet die SNB die Lage als insgesamt stabil. Sollte sich die Wirtschaft spürbar eintrüben oder Deflationsrisiken zunehmen, vor allem aufgrund eines weiter erstarkenden Schweizer Francs, könnte sie dennoch reagieren. Die nächste geldpolitische Lagebeurteilung erfolgt im Dezember.
- Die EZB hat ihren Leitzins zuletzt bei 2% belassen und signalisiert klar, dass sie vorerst keine weiteren Schritte unternehmen will. Der Grund: Die Inflation im Euroraum hat sich nahe am Zielwert stabilisiert – im September 2025 lag sie bei rund 2,2%. Die Zentralbank verfolgt derzeit einen «Wartemodus», um die Wirkung der bisherigen Zinssenkungen genau zu beobachten.
- Zu schnelle weitere Senkungen könnten die Inflation wieder anheizen, während Zinserhöhungen das fragile Wachstum bremsen würden. Der Ausblick bleibt verhalten positiv, die Konjunktur zeigt jedoch deutliche regionale Unterschiede: Während Länder wie Spanien oder Irland robust wachsen, kämpfen Deutschland und Italien mit schwächeren Impulsen.
- Die amerikanische Fed hat den Leitzins um 0,25 Prozentpunkte gesenkt und ihn damit in die Spanne von 3,75% bis 4,00% angepasst. Auch wenn die Inflation zuletzt leicht angestiegen ist, getrieben durch Zölle und Energiepreise, liegt der Fokus der Fed klar auf der Stabilisierung der Konjunktur. Die Notenbank sieht die Preisentwicklung derzeit nicht als strukturelles Risiko, sondern als temporäre Belastung, die mit nachlassender Nachfrage wieder abflachen dürfte.
- Der Leitzins der BoJ liegt aktuell bei 0,5% und eine Anhebung wird nach der Wahl von Premierministerin Sanae Takaichi frühestens Ende des Jahres erwartet. Zwar liegt die Inflation seit über drei Jahren über dem 2%-Ziel, doch will die Zentralbank ein zu abruptes Bremsen der Konjunktur vermeiden und setzt deshalb auf eine behutsame Normalisierung ihrer Politik.
- Eine zentrale Herausforderung ist die Schwäche des Yen, der stark gegenüber anderen Hauptwährungen abgewertet hat. Diese Entwicklung hat zwar positive Effekte für Exporte, führt aber gleichzeitig zu höheren Importpreisen und belastet die Kaufkraft der privaten Haushalte. Die BoJ steht daher, wie die meisten Zentralbanken, unter Druck: Ein zu langes Warten könnte die Inflation zusätzlich anheizen, während eine voreilige Zinserhöhung die wirtschaftliche Erholung gefährden würde.

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



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Global: Staatsschulden in % vom BIP



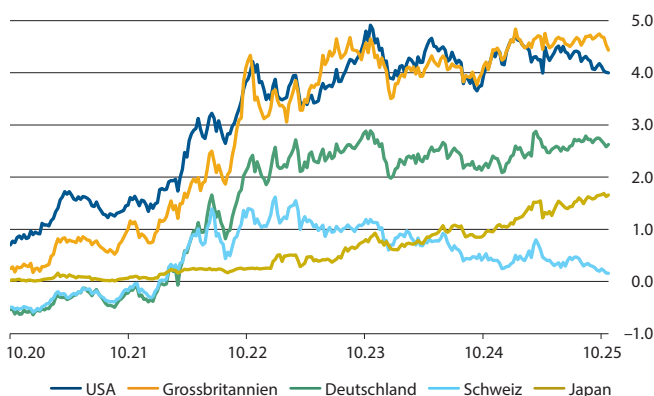
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: Bondmärkte weiterhin freundlich

- Aktuell rentieren 10-jährige Staatsanleihen in den USA bei rund 4%, in Deutschland bei 2,6% und in der Schweiz bei 0,15%. Damit setzt sich die freundliche Tendenz an den Anleihemärkten fort – und das, obwohl die Staatsverschuldung in mehreren Ländern weiter stark zunimmt.
- Besonders bemerkenswert ist diesbezüglich die Situation in Frankreich: Trotz der angespannten politischen Lage hat sich der Anleihemarkt bislang stabil gezeigt. Weder die Herabstufung noch die Haushaltsprobleme haben bislang zu spürbaren Verwerfungen geführt. Diese Gelassenheit lässt sich am ehesten als Erleichterungsrally interpretieren – weniger, weil Probleme gelöst werden, sondern weil ihre Bewältigung weiter vertagt wird und Ratingänderungen sowie politische Schwierigkeiten bereits weitgehend eingepreist waren.
- Ebenfalls bedeutend ist die Wahl der neuen japanischen Premierministerin Sanae Takaichi. Sie gilt als geldpolitische «Taupe» und signalisiert einen klar expansiven Kurs, der auf steigende Staatsausgaben setzt. Dies trotz einer Staatsverschuldung, die bereits das 2,5-fache des BIP beträgt – ein Umstand, der aufgrund der Tatsache, dass über 90% der Schulden von inländischen Investoren gehalten werden, derzeit noch keine akuten Spannungen verursacht.

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen in % (5 Jahre)

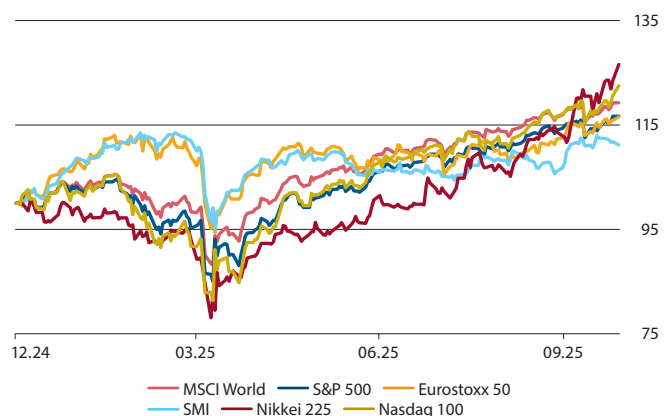


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktien: Volatilität kehrt zurück

- An den Aktienmärkten ist die Nervosität zuletzt spürbar gestiegen. Der lange Zeit von vielen Investoren ausgeblendete Handelskonflikt zwischen den USA und China rückt wieder stärker in den Fokus und sorgt für deutliche Schwankungen. Im bisherigen Jahresverlauf sind der Nasdaq (+18%) und der S&P 500 (+14%) von ihren Höchstständen etwas zurückgefallen. Mit dem Start der Berichtssaison für das dritte Quartal rücken nun die Fundamentaldaten in den Vordergrund. Die bislang veröffentlichten Ergebnisse fielen grösstenteils solide bis positiv aus.
- In Europa präsentieren sich die Aktienmärkte weiterhin robust. Auch der SMI hat zuletzt spürbar aufgeholt – insbesondere dank der freundlichen Performance des Schwergewichts Nestlé – und liegt seit Jahresbeginn rund 9% im Plus.
- Mittelfristig rechnen wir damit, dass Zölle und anhaltender Inflationsdruck die Investitionsbereitschaft von Unternehmen sowie die Konsumlaune der privaten Haushalte dämpfen werden. An unserer vorsichtig konstruktiven Einschätzung für die Aktienmärkte halten wir jedoch fest. Gleichzeitig weisen wir erneut darauf hin, dass die Bewertungen in mehreren Marktsegmenten, vor allem in den USA, bereits deutlich erhöht sind, was die Anfälligkeit für Korrekturen erhöht.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2025, indexiert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

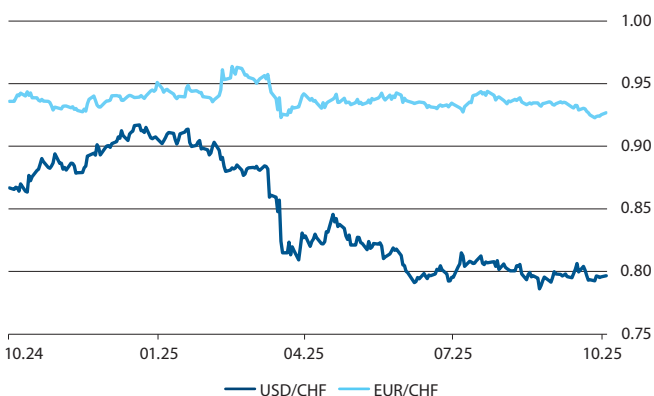
Währungen: Schweizer Franken gesucht

- 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. Kurzfristig zeichnet sich eine gewisse Beruhigung ab. Mittelfristig erwarten wir jedoch 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 EUR/CHF-Kurs hat mit 0,92 ein neues Tief erreicht. Offensichtlich beginnt die politische Unsicherheit in Europa, insbesondere in Frankreich, den Wechselkurs spürbar zu belasten. Die Schweizerische Nationalbank befindet sich dadurch erneut in einer heiklen Ausgangslage. Marktbeobachter gehen davon aus, dass die SNB verstärkt am Devisenmarkt interveniert, um eine Rückkehr zu Negativzinsen zu vermeiden.
- Wir rechnen weiterhin mit einer anhaltend hohen Nachfrage nach dem Schweizer Franken, da globales Kapital trotz der sehr tiefen Zinsen verstärkt in die Schweiz fliesst. Dies unterstreicht, dass für viele internationale Investoren Sicherheit und Stabilität aktuell wichtiger sind als die Rendite.

Gold: Spekulative Kräfte am Werk

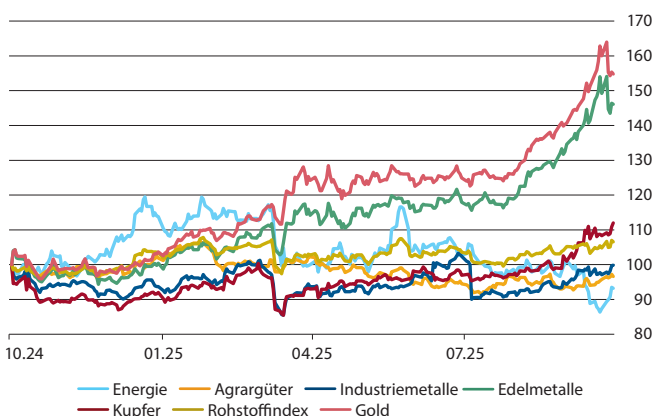
- Der Goldpreis erlebte in den vergangenen Wochen eine ausgeprägte Spekulationswelle, die vor allem durch eine starke Nachfrage asiatischer Marktteilnehmer angeheizt wurde. In Indien stiegen die Importe im Vorfeld der Festtage (Dhante-ras, Diwali) auf ein über zehnjähriges Hoch, während in China laut dem World Gold Council ein deutlicher Nachfrageanstieg im Grosshandels- und ETF-Segment verzeichnet wurde.
- In der Spitze kletterte der Preis für eine Unze Gold auf nahezu USD 4'400 und markierte damit ein neues Rekordniveau. In zwischen hat sich die Dynamik jedoch deutlich abgeschwächt: Die Korrektur der letzten Tage führte den Preis auf rund USD 4'100 je Unze zurück. Der Kilopreis in CHF liegt bei etwa 103'000.
- Das jüngste Marktgeschehen werten wir als deutlich überzogen und primär getrieben durch kurzfristig orientierte spekulative Ströme. Die anschliessende Korrektur war aus unserer Sicht gesund und notwendig, da sie einen Grossteil dieser rein spekulativen Positionierungen aus dem Markt gespült hat. An unserer langfristigen Einschätzung von Gold als robustem Realwert mit werterhaltenden Eigenschaften halten wir unverändert fest.

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.