



Taktischer Ausblick:

Makro ▲

Anleihen ▼

Aktien ►

Andere Anlagen ▲

Executive Summary

- Auftragseingang, Detailhandel, GDPNow und Einkaufsmanagerindizes zeichnen eine robuste Konjunktur in den USA. Die daraus folgende Inflation treibt die Renditen. Kurzfristig überwiegen die positiven Aspekte.
- In der Eurozone eilt die Stimmung der Realwirtschaft voraus; die deutsche Fiskalpolitik dürfte das Wachstum 2027 gegen 2% heben, deutlich über den Konsens von 1.0% bzw. 1.1%. Die Schweiz wuchs im zweiten Quartal pharmagetrieben kräftig.
- Fed, EZB und BoJ erhöhten im September um je 25 Basispunkte gegen den kriegsbedingten und energiegetriebenen Inflationsschub, wobei Zinserhöhungen gegen einen Angebotschock nur bedingt wirken.
- Die SNB bleibt dank tiefer Inflation bei ihrer Nullzinspolitik.
- Die Zinskurven steigen aufgrund der restriktiveren Geldpolitik. Schwache Auktionen, besonders bei ausländischen Käufern, belasten zusätzlich.
- Die Gewinne bleiben eine solide Stütze. In den USA erwarten die Analysten für das dritte Quartal 28.9% Wachstum bei steigenden Schätzungen. Gegenwind entsteht über den Diskontsatz, da Renditen über 5% den Gegenwartswert künftiger Gewinne drücken.
- Die Nullzinspolitik der SNB schwächt den Franken. Beim Yen verpufften die Interventionen, und die BoJ bleibt mit negativem Realzins hinter der Kurve.
- Die Rekordpreise bei Diesel und die hohen Benzinpreise belasten die Republikaner vor den Zwischenwahlen. Verhandlungen zwischen den USA und dem Iran dürften aber wenig bringen.

Unsere makroökonomische Beurteilung

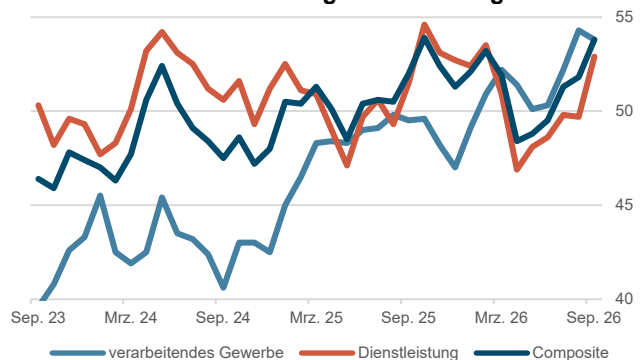
Konjunktur

- In den USA legte der vorläufige Auftragseingang für den Monat Juli gegenüber dem Vormonat kräftig um 1.1% zu. Ebenso freundlich entwickelten sich die Einzelhandelsumsätze im August mit einem Anstieg zum Vormonat von 1.2%, was auch durch das Prognosemodell GDPNow der Atlanta Fed gestützt wird, das ein annualisiertes Wachstum von real 5.0% ausweist. Dazu kommen die Einkaufsmanagerindizes von S&P Global, die im September klar über den Erwartungen lagen und nachhaltig ein sehr positives Bild zeichnen. Die Renditen der Staatsanleihen zogen darauf deutlich an und belasten den Ausblick.
- Für den Moment erwarten wir, dass die freundlichen Aspekte die Oberhand behalten werden.
- In den grossen Volkswirtschaften der Eurozone enttäuschen die realen Wachstumszahlen, während sich aber Stimmungsindikatoren und Ausblick von einem tiefen Niveau aus deutlich verbessern. Diese Zuversicht dürfte in den kommenden Quartalen auch in der Realwirtschaft ankommen.
- Die Schweizer Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal so stark wie seit 2021 nicht mehr. Fast die Hälfte des Zuwachses stammt allerdings aus der schwankungsanfälligen Pharmaindustrie.

Geldpolitik

- Drei der grossen Notenbanken erhöhten im September ihre Leitzinsen um je 25 Basispunkte: die EZB den Einlagensatz auf 2.50%, die Fed die Zielspanne auf 3.75 bis 4.00% und die Bank of Japan auf 1.25%. Alle drei begründen den Schritt mit dem kriegsbedingten und energiegetriebenen Inflationsschub.

Deutschland: Einkaufsmanagerindizes steigen



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

- Der Entscheid der Fed wiegt am schwersten. Donald Trump berief Kevin Warsh mit der erklärten Erwartung an die Spitze der Notenbank, die Zinsen zu senken. Nun erhöhte der Offenmarktausschuss einstimmig gegen den Willen des Präsidenten. Warsh begründet den Schritt ergänzend mit dem robusten Wachstum, den geopolitischen Risiken und der Dauer des Inflationsdrucks. Die Finanzierungsbedingungen stuft das Gremium als nicht ausreichend restriktiv ein.
- Die SNB belässt den Leitzins trotz zurückkehrender Wachstumsdynamik bei 0%. Die tiefe Inflation erlaubt dies und wir beurteilen den Entscheid als angemessen. Ihre Bereitschaft zu Devisenmarktinterventionen hält die SNB aufrecht.

Unsere anlagepolitischen Konklusionen

Anleihen

- Inflationsraten, die hartnäckig über den Zielwerten liegen, haben die wichtigsten Notenbanken zur Straffung veranlasst. Die Anleihemärkte ziehen mit, die Renditen steigen über die gesamte Laufzeitenkurve. Zehnjährige Staatsanleihen rentieren in den USA über 5.2%, in Grossbritannien über 5.3%, in Deutschland über 3.6%, in Japan über 3.1% und in der Schweiz über 0.6%.
- Besondere Beachtung verdient Frankreich. Die zehnjährige Rendite stieg auf über 4.7% und liegt damit über jener von Spanien, Italien und Griechenland. Der Markt bewertet Frankreich damit riskanter als die früheren Sorgenkinder der Eurozone. Die Ursache liegt im kritischen Zustand der öffentlichen Finanzen.
- Der fortschreitende Straffungszyklus hält die Käufer zurück. Solange weitere Zinsschritte eingepreist sind, drohen Kursverluste, deshalb warten Investoren ab, bis sich ein Ende des Zyklus abzeichnet. Letzteres ist derzeit nicht erkennbar.

Aktien

- Die US-Unternehmen steigerten den Gewinn im zweiten Quartal um 35% gegenüber Vorjahr, und die Dynamik stützte sich über die Sektoren etwas breiter ab als zuvor. Für das dritte Quartal erwartet FactSet ein leicht tieferes Wachstum von 28.9%. Die Energiebranche steuert dank des Ölpreises ein Plus von über 100% bei. Die Verlangsamung der Dynamik dürfte auf die sinkende Nettomarge und zum Teil auf den Basiseffekt zurückzuführen sein, der 2027 dann voll durchschlägt.
- Für Europa wurden die Gewinnerwartungen im Jahresverlauf kräftig angehoben. Goldman Sachs erwartet für den Stoxx 600 im Jahr 2026 ein Wachstum von 15%.
- Deutschland zeigt ein umgekehrtes Bild. 2026 liegt das erwartete Gewinnwachstum mit 8% unter dem europäischen Durchschnitt, 2027 dürfte es sich dank der zyklischen Erholung und der fiskalischen Impulse auf rund 16% beschleunigen.
- Die Gewinnentwicklung bleibt damit eine solide Stütze für die Aktienindizes und bildet das Gegenstück zu den nachteiligen Entwicklungen am Anleihemarkt.

Währungen

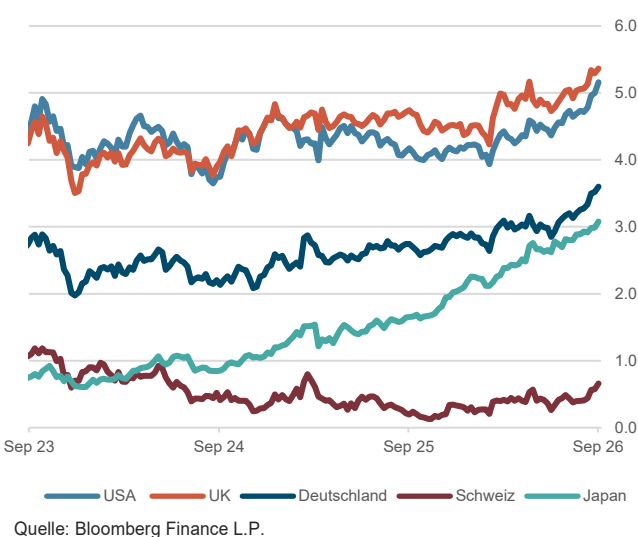
- Die SNB begrüsst die Frankenschwäche, und ihre Nullzinspolitik verstärkt sie, weil EZB und Fed gleichzeitig straffen. Der Dollar stieg nach dem SNB-Entscheid auf rund 0.83 Franken, den höchsten Stand seit 16 Monaten. Da die Märkte einen weiter wachsenden Zinsabstand einpreisen, dürfte sich dieser Aufwärtstrend fortsetzen.
- Gegenüber dem Euro tritt der Franken seit Anfang Monat an Ort: EUR/CHF notiert unverändert bei rund 0.9450, aber deutlich über dem Tief vom März bei rund 0.90.
- Für die Schweizer Wirtschaft hat der schwächere Franken zwei Seiten. Er verschafft den Exporteuren Rückenwind, verteuert aber zugleich die Importe und hebt damit die Inflation leicht an.
- Beim Yen greifen zwei Instrumente ineinander, Zinserhöhungen der BoJ und die koordinierte Intervention der USA und Japans. Die Intervention wirkte nur kurz und die Zinspolitik reicht nicht aus, um den Trend zu drehen. Mit einem Leitzins von 1.25%, einer Gesamtinflation von 1.9% und einer Kerninflation von 1.6% bleibt der Realzins negativ und die BoJ hinter der Kurve zurück.

Disclaimer

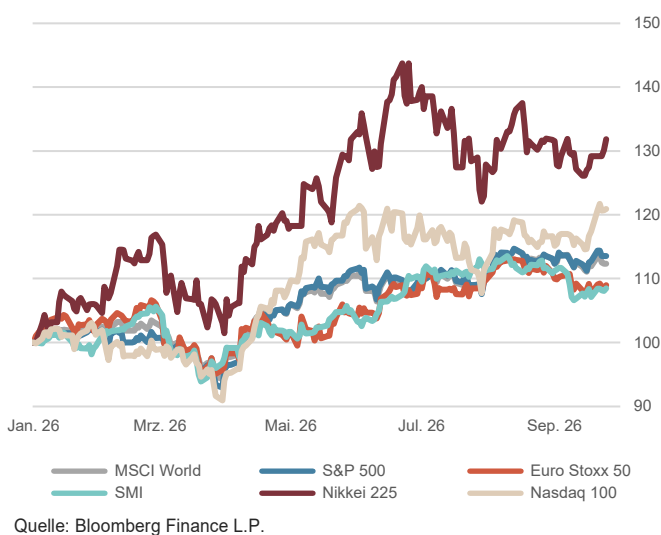
Impressum: Aquila Investment Management

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen garantieren. Sämtliche Informationen werden ohne Mängelgewähr und ohne ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherungen oder Gewährleistungen zur Verfügung gestellt. Diese Informationen und Ansichten dienen rein zu Informationszwecken und begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Anlageberater zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit persönliche Anlageziele, finanzielle Situation, individuelle Bedürfnisse und Risikoprofil sowie weitere Informationen im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können. Wir übernehmen keine Haftung für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der bereitgestellten Informationen und Ansichten. Soweit gesetzlich zulässig, schliessen wir jede Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aus, einschliesslich entgangenen Gewinns, die aufgrund der publizierten Informationen entstehen.

Zinsen auf 10-jährigen Staatsanleihen, in %, 5 Jahre



Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2026, indexiert



Unsere Szenarien

Szenario	Wahrscheinlichkeit	Liquidität	Anleihen	Aktien	Alternative Anlagen
Positiv Disinflation und Spätzyklus	25%	↓ Untergewichten	↑ Übergewichten	↑ Übergewichten	→ Neutral
Basisszenario Robuste Konjunktur unter Zinsdruck	55%	→ Neutral	↓ Untergewichten	↗ Leicht übergewichten	↑ Übergewichten
Negativ Stagflation und Vertrauenschock	20%	↑ Übergewichten	↓↓ Stark untergewichten	↓ Untergewichten	↑ Übergewichten
Gewichtete Tendenz	100%	→ Neutral	↘ Leicht untergewichten	→ Neutral	↑ Übergewichten

Quelle: Aquila Investment Management