

Executive Summary

- In der Schweiz bleibt der Konsum die Konjunkturstütze, während der Aussenhandel das Wachstum bremst.
- Deutschland hat die Rezession wahrscheinlich überwunden und für die kommenden Jahre wird ein moderates Wachstum von 1,3–1,4% erwartet.
- In den USA sind die Zahlen widersprüchlich. Es droht ein längerer Shutdown.
- SNB und EZB halten ihre Leitzinsen unverändert bei 0% resp. 2,0–2,4%. Prognosen weisen auf eine leicht anziehende Inflation hin.
- Die Fed setzt ihren Zinssenkungszyklus aufgrund der schwächeren Arbeitsmarktdaten und wohl auch dem politischen Druck fort. Weitere Zinssenkungen werden erwartet.



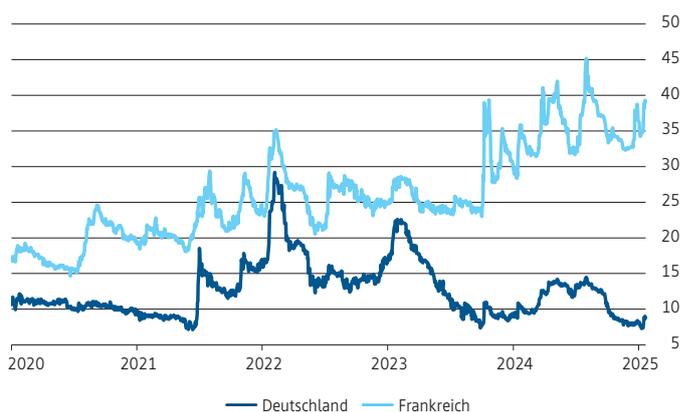
Fokusthema

CDS Spreads von Deutschland auf Allzeittief

- Der Credit Default Swap (CDS) ist eine Art Versicherung gegen den Ausfall eines Schuldners. Der Käufer sichert sich gegen eine Zahlungsunfähigkeit des Schuldners ab und bezahlt dafür eine Prämie.
- Je solider ein Schuldner eingeschätzt wird, desto niedriger ist die verlangte Risikoprämie. Steigt die Prämie, signalisiert das eine sinkende Kreditwürdigkeit und ein höheres Ausfallrisiko. Verbessern sich die Rahmenbedingungen, fällt die Prämie; verschlechtern sie sich, steigt sie. Anleger können Prämienbewegungen somit als Frühindikator für Bonitätsveränderungen nutzen.
- Deutschland als wichtigster Wirtschaftsstandort der Eurozone und Musterschüler mit tiefer Verschuldung und Top-Bonität (AAA) notierte noch vor einigen Tagen mit 7 Basispunkten auf Allzeittief und wird auch nicht von der Schweiz mit rund 9 Basispunkten unterboten. Die Schulden dürften aber aufgrund der fiskalpolitischen Massnahmen und der Investitionspakete steigen – und entsprechend auch der CDS.
- In der Eurokrise lagen die CDS Spreads für Griechenland zwischen 2011 und 2015 teilweise über 6'000 Basispunkten, also über 60%.

- Heute befinden sich die CDS Spreads für Frankreich, Italien und Griechenland auf einer vergleichbaren Risikostufe und notieren zwischen 30 und 40 Basispunkten.

Credit Default Spreads Deutschland und Frankreich (5 Jahre)

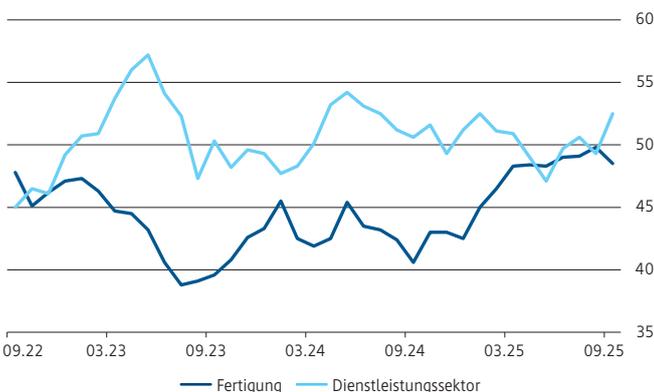


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Deutschland am Scheideweg – USA droht längerer Shutdown

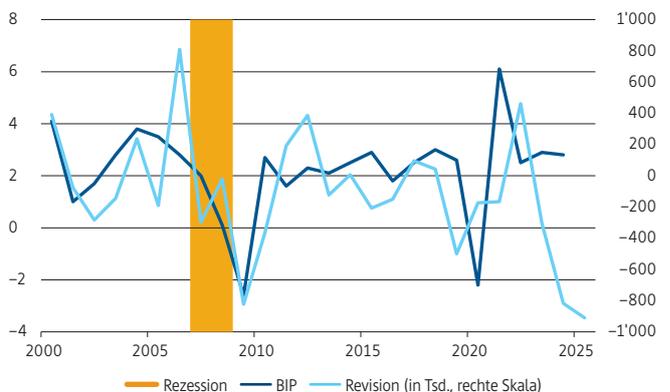
- Die Schweizer Konjunktur litt bereits in der ersten Jahreshälfte unter der Anhebung der US-Zölle. In den kommenden Quartalen wird das Wachstum von der US-Handelspolitik geprägt bleiben. Wir erwarten 2025 ein leicht tieferes Wachstum von 1,2% und für 2026 von 0,8%. Dabei belastet v.a. der Aussenhandel, während der Konsum die konjunkturelle Stütze bleibt. Die Inflation dürfte dieses Jahr wegen der Frankenstärke nur unwesentlich über 0% zu liegen kommen.
- Die deutschen Forschungsinstitute haben ihre Wachstumsaussichten für das laufende Jahr leicht auf 0,2% angehoben. Für die beiden kommenden Jahre erwarten sie 1,3% und 1,4%. Deutschland befand sich in den letzten beiden Jahren in einer Rezession und die Talsohle dürfte jetzt durchschritten sein. Das verarbeitende Gewerbe ist aber noch nicht auf einem gesicherten Wachstumspfad. Hier belasten weiterhin strukturelle Probleme wie hohe Lohn- und Energiekosten, der Fachkräftemangel und die abnehmende Wettbewerbsfähigkeit.
- Zur prognostizierten Erholung tragen nicht zuletzt die Sondervermögen bei, die sukzessive ihren Weg in die Produktion finden. Auch das Handelsabkommen zwischen der EU und den USA mit reduzierten Zöllen von 15% auf Autoimporte wie auch die Befreiung Hunderter von Produkten werden sich günstig auf die Konjunktur auswirken. Dennoch dürften die Zölle das Wachstum um EUR 30 Mrd. oder -0,5% belasten.
- In den USA sorgte die Reduktion der neu geschaffenen Stellen um 911'000 für Aufsehen. Die Renditen sanken im Nachgang der Veröffentlichung um rund 20 Basispunkte. Und schliesslich haben auch die tiefer als erwarteten Erzeugerpreise der Fed erlaubt, die Zinsen zu senken. Der Index der privaten Konsumausgaben (PCE) notierte für den Monat August bei 2,7% resp. für die Kernrate bei 2,9% und damit gegenüber dem Vorjahreswert leicht höher. Damit steht weiteren Zinssenkungen nichts im Wege.
- Am 1. Oktober trat in den USA ein neuerlicher Regierungsstillstand (Shutdown) ein. Im Zentrum der Verhandlungen zwischen dem Präsidenten und den demokratischen Kongressführern stehen die Forderungen zur Gesundheitsreform (Affordable Care Act und Medicaid). Der Regierung dürfte der Shutdown und die Möglichkeit zur Entlassung von zahlreichen Staatsbediensteten zur Erreichung ihrer politischen Ziele entgegenkommen.
- Die französische Nationalbank senkte ihre Wachstumsprognose für 2026 und 2027 um je 0,1% Punkte aufgrund der erhöhten Budgetunsicherheit und warnt vor einem neuerlichen Scheitern der Regierung. Unternehmen und Haushalte könnten ihre abwartende Haltung verlängern und die Wachstumsdynamik weiter dämpfen.

Deutschland: Einkaufsmanagerindizes (3 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

USA: neu geschaffene Stellen (seit 2000)

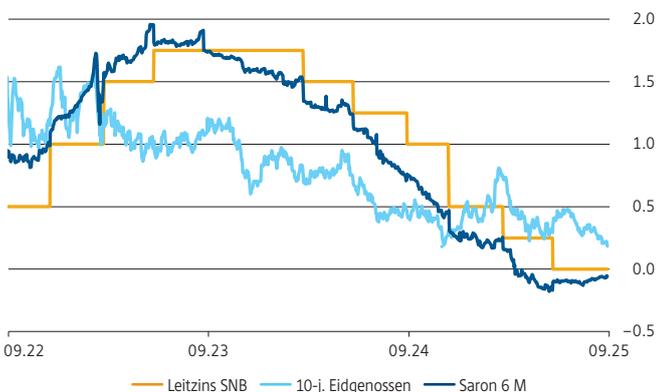


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Hoher politischer Druck in den USA

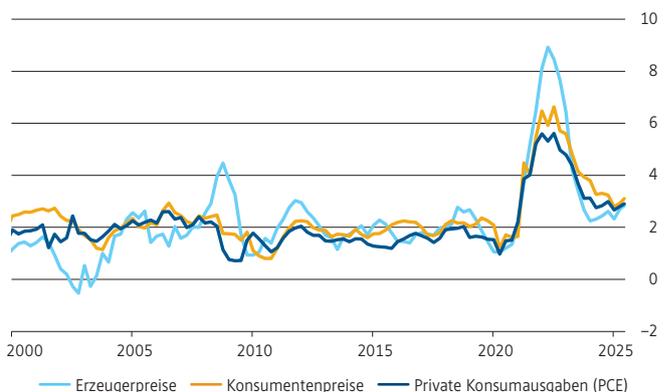
- In der Schweiz dient der Geldmarktsatz Saron als Basis für Finanzprodukte wie Hypotheken, Kredite, Anleihen und Derivate sowie als verlässlicher Indikator für die weiteren Zinsschritte. Im Vorfeld zum Zinsentscheid der SNB lagen die Renditen für ein- bis sechsmonatige Anlagen eng beieinander zwischen $-0,05$ und $-0,07\%$ und prognostizierten bereits ein Festhalten am Nullzins, dem die SNB auch Folge leistete. Markt und SNB scheinen neuerliche Negativzinsen weiterhin auszuschliessen.
- Die EZB-Sitzung vom 11. September brachte wie erwartet einen Nullentscheid. Die Zinsen liegen damit für die Einlagefazilität bei $2,00\%$, für den Hauptfinanzierungssatz bei $2,15\%$ und den Spitzenfinanzierungssatz bei $2,40\%$. Für 2026 erwarten die Zentralbanken eine etwas tiefere Inflation unter 2% und schwächeres Wachstum, beides Zahlen, die aber keine weitere Zinssenkung erfordern. Die EZB bekräftigt, weiterhin den Daten verpflichtet zu bleiben und keinen vordefinierten Zinspfad verfolgen. Fiskalpolitische Anreize wie auch die Investitionsprogramme dürften den Binnenmarkt unterstützen.
- Angesichts der schwächeren Arbeitsmarktdaten ist die konjunkturelle Abschwächung für die amerikanischen Notenbank in den Fokus gerückt. Die Fed senkte folglich den Leitzins in diesem Jahr erstmals und setzte damit den vor Jahresfrist begonnenen Zinssenkungszyklus fort. Der Leitzins liegt damit bei $4,25\%$. Weitere Schritte werden erwartet.
- Der politische Druck auf die Fed durch den US-Präsidenten ist erheblich und der mögliche Unabhängigkeitsverlust wird rege diskutiert. Mit Stephen Miran wurde eine treibende Kraft der MAGA-Bewegung und Wirtschaftsberater der US-Regierung, als Fed-Gouverneur vereidigt. Mit seiner Person fließt die Erwartungshaltung des US-Präsidenten ungefiltert ein, was sich auch in seinen Zinsprognosen für den Leitzins von $2,75\%$ per Ende Jahr am ganz untersten Ende der Prognosen einreicht.
- Die Geldpolitik in Japan ist angesichts der empfindlich über der Zielgrösse von 2% liegenden Inflation zu locker und läuft Gefahr, die Inflation weiter anzuheizen. Eine Zinsanhebung könnte somit früher kommen und der Zinserhöhungszyklus länger anhalten, als aktuell eingepreist ist. Für die Oktober-Sitzung ist weiterhin keine Erhöhung eingepreist, womit der Leitzins vorerst bei $0,5\%$ verharren dürfte. Bis Mitte 2026 werden lediglich zwei Zinsschritte um je 25 Basispunkte erwartet. Wir rechnen mit rascheren und umfassenderen Schritten. Steigende Renditen sollten auch den Aufwertungsdruck auf den Yen aufrecht erhalten und die Widerstände zum US-Dollar bei 145 und 140 zeitnah testen. Eine Zinserhöhung erhält zunehmend politischen Zuspruch.

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



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

USA: ausgewählte Inflationsraten



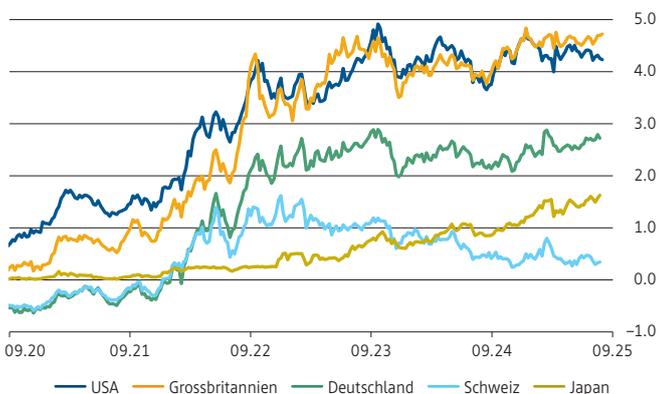
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: Renditen verhalten sich nicht nach Lehrbuch

- Aktuell liegen die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen in den USA bei 4,2%, in Deutschland bei 2,75% und in der Schweiz bei 0,2%. Diese Niveaus sind insofern erstaunlich, als man aufgrund der sich verschlechternden Situation mit der zunehmenden Staatsverschuldung höhere Renditen erwarten würde.
- Möglicherweise spielt aber ein anderes Szenario die dominierende Rolle in dieser Situation. Nicht wenige Analysten gehen davon aus, dass die wichtigsten Zentralbanken unter der Führung der Fed auf eine koordinierte Politik der Zinskurvenkontrolle einschwenken könnten, was bereits im Grundlagenpapier der Trump-Administration, welches unter dem Begriff «Mar-a-Lago Accord» bekannt wurde, aufgeführt ist. Dies könnte zumindest in den USA die tiefen Renditen am langen Ende erklären, die angesichts der ausufernden Verschuldung eigentlich höher ausfallen müssten.
- In einem neuen Kapitel der «financial repression», eine politisch verordnete negative Realverzinsung, würde am kurzen Ende weiter Druck auf die Fed ausgeübt, die Leitzinsen zu senken, während die Zentralbank am langen Ende der Zinskurve als Käufer von Papieren auftreten müsste. Dieses Verfahren nennt sich «Operation Twist» und wurde bereits in der Vergangenheit angewendet. Der neu ins FOMC-Gremium gewählte Stephen Miran, notabene auch ökonomischer Berater Trumps, vertritt beispielsweise solches Vorgehen.

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen in % (5 Jahre)

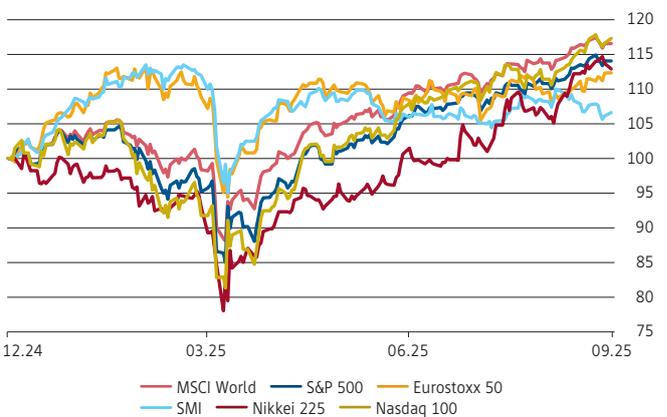


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktien: Kontinuierlich neue Höchststände in den USA

- Die US-Aktienmärkte haben in den letzten Wochen weiter zugelegt. Nasdaq und S&P 500 liegen um die 15 Prozent im Plus, während der Dow Jones und der Russell 2000 etwas hinterherhinken. Allerdings gilt das alles nur in USD gerechnet, in CHF sieht das Bild wesentlich anders aus (USD/CHF -12% seit Anfang Jahr). Getragen wurde der jüngste Anstieg von wieder aufkommender Zinsfantasie, nachdem die Fed zuerst verbal und nun auch an der letzten Sitzung die Türe für erneute Zinssenkungen aufgestossen hatte.
- In Europa zeigen sich die Märkte weiterhin freundlich, allerdings mit einer seit Mai seitwärts gerichteter Tendenz. Der SMI hinkt mit +3 Prozent etwas hinterher.
- Momentan scheinen die Aktienmärkte die Zollthematik, oder besser gesagt den Rückbau der Globalisierung, komplett auszublenden. Ebenso wenig scheint die anhaltend hohe Inflation die Aktienmärkte zu beunruhigen. Wir gehen davon aus, dass Zölle und Teuerung sich in zurückhaltenderen Investitionen von Unternehmen und zurückhaltenderen Konsumenten mittelfristig bemerkbar machen werden.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2025, indexiert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

Währungen: Geht der Sinkflug des Dollars weiter?

- Zum Schweizer Franken hat der US-Dollar im Laufe des Jahres rund 12 Prozent verloren und bewegt sich nun um die wichtige Marke von 0,80. Es scheint zumindest kurzfristig eine gewisse Stabilisierung eingetreten zu sein.
- Mittelfristig gehen wir von weiter sinkenden USD-Kursen aus. Das Ausmass des Vertrauensverlustes in Weltwährung nimmt aufgrund der aggressiven Handelspolitik der USA und der verbalen Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank zu.
- Zudem wünscht sich die Administration Trump explizit einen schwächeren USD. So wird beispielsweise sogar Druck auf die japanische Notenbank ausgeübt, den Yen über steigende Leitzinsen zu stärken.
- EUR/CHF verharrt seit Monaten in einer engen Spanne um 0,9350. Gestützt wird diese Stabilität durch ein Gleichgewicht zwischen politischer Unsicherheit in Europa und der vorsichtigen geldpolitischen Haltung der SNB sowie einem stabilen Zinsdifferenz. Allerdings hat die Zuspitzung der politischen Budgetkrise in Frankreich nicht zu einer Aufwertung des CHF geführt.

Euro und Dollar gegen Franken (12 Monate)

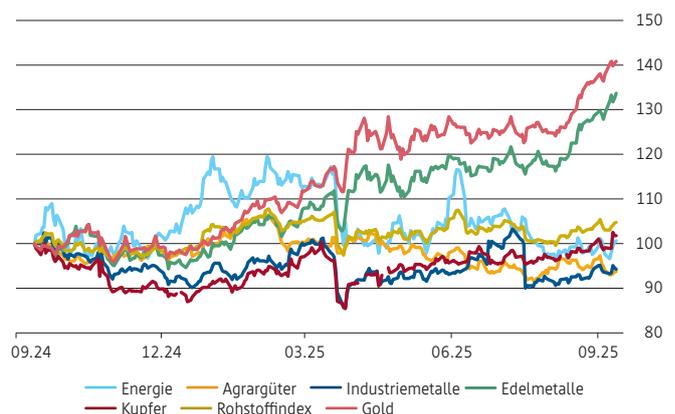


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gold: Konsolidierung abgeschlossen und neuer Höhenflug

- Der Goldkurs ist aus einer Konsolidierungsphase zwischen USD 3'300 und 3'400 ausgebrochen und hat mit USD 3'790 eine neue Höchstmarke gesetzt. Der Kilopreis in CHF liegt bei etwa 96'500.
- Anleger suchen im Edelmetall eine Absicherung gegen mögliche Massnahmen wie Zinskurvenkontrolle oder finanzielle Repression. Umstritten sind solche Massnahmen, weil sie kurzfristig die Staatsfinanzen entlasten, gleichzeitig aber das Vertrauen in die Kapitalmärkte schwächen und den Anreiz für Sparer und Investoren untergraben. Anleger würden faktisch teileigenet, da ihre Ersparnisse real an Wert verlieren.
- Ein weiteres potenzielles Risiko wären mögliche Kapitalverkehrskontrollen in wichtigen Währungsräumen, welche sich zu einer globalen Währungskrise und massiven Instabilitäten im Finanzsystem führen könnten.
- Neben der USD-Schwäche wirkt auch die seit Jahren anhaltende preisunabhängige Nachfrage von Zentralbanken v.a. aus BRICS+-Staaten, welche sich vom US-Dollar abkehren und ins Gold diversifizieren.
- Gold bleibt somit ein strategisch unverzichtbares Element der Portfoliodiversifikation. Wir halten an unserer Allokation fest.

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.