

Vontobel

# Investors' Outlook

Ein Rückschnitt am Markt



März 2026

## 2 Inhalt



### 3 Editorial

### 4 Anlagestrategie

Durchwachsene Lage

### 6 Markt-Highlights

Wenn nicht alles o-K läuft

### 12 Anlageklassen im Fokus

### 16 Prognosen

### 19 Referenzen

Glossar und Quellen

## Impressum

### Herausgeber

Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zürich

### Redaktion

**Corinne Gretler,**  
Senior Investment Writer,  
Vontobel  
**Investment Content Team,**  
Vontobel

### Autoren\*

**Stefan Eppenberger,**  
Chief Investment Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel  
**Michaela Huber,**  
Senior Cross-Asset Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel  
**Christopher Koslowski,**  
Senior Fixed Income & FX Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel  
**Mario Montagnani,**  
Senior Investment Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel  
**Dan Scott,**  
Head Multi Asset,  
Chief Investment Officer,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

### Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr  
(nächste Ausgabe 2. April 2026)

### Konzept

MetaDesign AG

### Gestaltung & Realisation

Vontobel

### Bilder

Gettyimages,  
Vontobel

### Redaktionsschluss

5. März 2026

### Bemerkungen

Siehe «Rechtliche Hinweise» auf Seite 17

# Ein Rückschnitt am Markt



—  
**Dan Scott**  
 Head Multi Asset,  
 Chief Investment Officer,  
 Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Volatilität wehte dieses Jahr wie ein rauer Wind durch die sorgfältig gezogenen Hecken. Einerseits schlug die geopolitische Volatilität tiefere Wurzeln und versetzte die Märkte in Alarmbereitschaft: Die Spannungen um ein Atomabkommen zwischen den USA und dem Iran eskalierten zu einem Krieg, was Sorgen vor regionaler Instabilität und Störungen an den Energiemärkten schürte. Andererseits griffen Anleger im Februar zur Hecken-schere und stützten gewisse Risikoanlagen, aus Angst, die Disruption durch künstliche Intelligenz könnte ein «SaaS-mageddon<sup>1</sup>» auslösen.

Wir sind der Ansicht, dass dies die Bedeutung von Diversifikation unterstreicht. Es ist auch der Grund, weshalb wir unsere Übergewichtung in Rohstoffen beibehalten haben.

Auch wenn die Volatilität einige Äste gewaltig durchschüttelt, ist die Anlegerstimmung insgesamt positiv und das makroökonomische Umfeld solide. Die US-Wirtschaft scheint sich derzeit in einem Goldlöckchen-Szenario zu befinden: Das Wachstum zieht an, die Inflation normalisiert sich, und der Arbeitsmarkt zeigt Anzeichen der Stabilisierung. Auch die US-Industrie lässt nach fast drei Jahren der Stagnation eine Belebung erkennen, und obwohl die Konsumentenstimmung noch verhalten ist, könnte auch sie bald folgen.

Die Rahmenbedingungen für Wirtschaftswachstum erscheinen uns unterstützend. Die Zentralbanken der G10<sup>2</sup>, mit Ausnahme Japans, befinden sich im Lockerungsmodus, und die kumulativen Effekte der Zinssenkungen dürften bis weit ins Jahr hinein in der Wirtschaft nachhallen. Auch ausserhalb der USA dürften fiskalische Impulse das globale Wachstum positiv stützen, während China sein Ziel für das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2026 auf eine Spanne von 4,5% bis 5% senkte<sup>3</sup>.

Wir glauben, dass ein gewisser Erziehungsschnitt sinnvoll sein kann. Er zeigt, dass die Märkte wachsam bleiben und nicht unbedingt bereit sind, für blosse Hoffnungen überhöhte Preise zu zahlen. Sie verlangen handfeste Belege in Form von Unternehmensgewinnen und Prognosen. Das ist aus unserer Sicht gesund, zumal es den Weg für eine breitere Diversifikation geebnet hat. Die Rotation der Anleger erfolgte sowohl auf regionaler als auch auf Sektorebene, insbesondere weg von den USA hin zu europäischen und Schwellenländeraktien sowie vom Technologiesektor hin zu Basiskonsumgütern und Industriewerten.

Im Bereich der KI hatte der Rückgang einen gemeinsamen Nenner, nämlich die Sorge um Geschäftsmodelle, die auf menschlichem kognitivem Kapital und begrenzter Wettbewerbsfähigkeit beruhen und somit anfällig für eine Verdrängung durch KI sind. Wir müssen noch lernen, was KI wirklich bedeutet, und dieses Lernen erfolgt schrittweise, sodass Volatilität auch künftig ein ständiger Begleiter bleiben dürfte.

Im aktuellen Investors' Outlook finden Sie eine Erläuterung der K-förmigen Wirtschaft und ihrer möglichen Implikationen für Investitionen, einen genaueren Blick auf die Entwicklungen an den Ömärkten sowie unsere Einschätzungen zu den Aktienmärkten.

Unser Ziel ist es, die Portfolios unserer Kunden über die Zeit hinweg wachsen und gedeihen zu lassen. Ein Rückschnitt am Markt kann die Anlagelandschaft für die kommende Saison stärken.

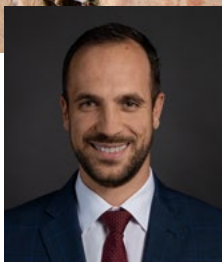
---

## → Webcast

Um unseren Webcast zu den neuesten Marktentwicklungen zu sehen, klicken Sie bitte [hier](#).

---

<sup>1</sup> Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 19



—  
**Stefan Eppenberger**  
Chief Investment Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

# Durchwachsene Lage

**Üblicherweise gilt es im Frühling, die Spuren des Winters zu beseitigen und zu dicht gewachsene Bereiche auszulichten, damit kräftigere Triebe Raum zur Entfaltung finden. Bereits in den ersten beiden Monaten des Jahres säten die politischen Entscheidungsträger neue Samen aus und Anleger stutzten überlaufene Positionen, während geopolitische Spannungen laufend zunahmen.**

Die Spannungen zwischen den USA und dem Iran sind zu einem offenen Konflikt eskaliert, der Turbulenzen auf den globalen Ölmärkten ausgelöst und den Fokus des Konflikts auf die Energiesicherheit gelenkt hat. Details zu unserer Einschätzung der sich entwickelnden Lage im Nahen Osten finden Sie auf Seite 14.

In den USA nominierte Präsident Donald Trump Kevin Warsh als Nachfolger von Jerome Powell, dessen Amtszeit als Vorsitzender der US-Notenbank Fed im Mai 2026 endet. Die Meldung löste Anfang Februar zunächst einen «Warsh-Schock» aus: Der Goldpreis stürzte ab, während der US-Dollar deutlich zulegte. Seither haben sich die Märkte stabilisiert, da die Sorgen um die Unabhängigkeit der Fed nachgelassen haben. Die Anleger fanden Beruhigung darin, dass Warsh bereits früher im Gouverneursrat der Fed tätig war, und in der Einschätzung, dass

er sich politischem Druck nicht uneingeschränkt beugen werde. In Japan feierte Premierministerin Sanae Takaichi einen erdrutschartigen Sieg bei vorgezogenen Neuwahlen. Mit einer überwältigenden Mehrheit von 316 Sitzen verfügt sie über die legislative Schlagkraft, das Oberhaus zu überstimmen und ihre «Sanaenomics<sup>4</sup>»-Agenda umzusetzen. Ihr Wahlsieg, gemeinsam mit ihrem Versprechen vom Januar, eine «übermässig restriktive Fiskalpolitik und den Mangel an Zukunftsinvestitionen<sup>5</sup>» zu beenden, beflügelte japanische Aktien auf neue Allzeithochs. Weltweit lichtet Anleger einige technologielastrige Positionen aus und schichteten verstärkt in zyklischere Werte um. Hintergrund waren Vorbehalte gegenüber Softwaretiteln, deren Geschäftsmodelle durch KI unter Druck geraten. Marktteilnehmer suchten angesichts der Eskalation im Iran ebenfalls nach sicheren Häfen.

Wir bestätigen unser wirtschaftliches Basisszenario für 2026, das von einem positiven Wachstumspfad, moderatem Inflationsdruck sowie einer weiterhin untertützten Geld- und Fiskalpolitik ausgeht.

Einzelheiten zur Asset Allocation der Multi Asset Boutique von Vontobel finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET <sup>6</sup>		NEUTRAL <sup>7</sup>	ÜBERGEWICHTET <sup>8</sup>		
	stark	leicht		leicht	stark	
<b>1</b> <b>Liquidität</b>			→			Unsere neutrale Haltung gegenüber Liquidität bleibt unverändert. Bei entsprechenden Chancen sind wir handlungsbereit.
<b>2</b> <b>Anleihen</b>		→				Wir halten an unserer Untergewichtung in Anleihen fest, da wir weiterhin Aktien bevorzugen. Unsere Untergewichtungen in Investment-Grade-Unternehmensanleihen und Hochzinsanleihen bleiben unverändert. Nach der Einengung seit dem «Liberation Day» durch positivere Entwicklungen im Handel sind wir der Ansicht, dass die aktuellen Renditeaufschläge im historischen Vergleich keine ausreichende Kompensation bieten, insbesondere vor dem Hintergrund bestehender Risiken und erhöhter Marktvolatilität. Wir halten eine neutrale Position in Schwellenländeranleihen in Hartwährung.
<b>3</b> <b>Aktien</b>				→		Wir bleiben für Aktien positiv gestimmt, da wir ein günstiges globales makroökonomisches Umfeld sehen. Eine akkommodierende Geld- und Fiskalpolitik in den wichtigsten Regionen stützt das Wachstum weiter, während ein wachstumsfreundlicher Kurs der Trump-Regierung im Vorfeld der Zwischenwahlen zusätzlichen Rückenwind bringen dürfte. Die Marktführerschaft wird breiter: Regionen und Sektoren mit höherem Anteil an zyklischen Titeln und Substanzwerten schneiden besser ab – ein Trend, der sich angesichts der anhaltenden KI-Disruption fortsetzen könnte. Wir sind in Aktien der Eurozone übergewichtet, da sich die wirtschaftlichen Aussichten dank fiskalischer Impulse, früherer EZB-Zinssenkungen und struktureller Reformen verbessern. Zudem bekräftigen wir unsere Übergewichtung in Schwellenländeraktien, die weiter mit Abschlag zu globalen Märkten gehandelt werden. Ein schwächerer US-Dollar (unser Basisszenario) sowie eine konservative Anlegerpositionierung unterstützen ebenfalls.
<b>4</b> <b>Gold</b>			→			Gold bleibt aus unserer Sicht langfristig attraktiv. Innerhalb des Rohstoffkomplexes bevorzugen wir Gold aufgrund der laufenden Diversifizierungsbemühungen der Zentralbanken sowie der Sorgen über Währungsabwertung und steigende Verschuldung. Insbesondere die Zentralbanken könnten als verlässlichste Preisuntergrenze fungieren und verhindern, dass Gold unter USD 4000 pro Unze fällt. Der Goldpreis hat möglicherweise noch Aufwärtspotenzial, doch dürfte der Weg dorthin nicht geradlinig verlaufen. Um die Nachfrageschwäche im Schmucksektor sowie eine rückläufige, wenn auch weiterhin robuste Zentralbanknachfrage auszugleichen, wäre eine starke Anlagenachfrage nach Barren, Münzen und/oder börsengehandelten Fonds (ETFs) erforderlich.
<b>5</b> <b>Rohstoffe</b>					→	Wir bleiben zuversichtlich hinsichtlich unserer im Januar aufgebauten Übergewichtung von Rohstoffen. Unsere Kernüberzeugungen für 2026 (positive Wachstumsimpulse, ein strukturell schwächerer US-Dollar sowie anhaltende geld- und fiskalpolitische Unterstützung) sprechen unseres Erachtens weiterhin für diese traditionell zyklische Anlageklasse. Insbesondere Industriemetalle und Öl dürften davon profitieren. Zudem können Rohstoffe eine Absicherung gegen geopolitische Risiken sein.
<b>6</b> <b>Alternative Strategien</b>			→			Wir bleiben bei unserer neutralen Einschätzung für alternative Fonds und Immobilien.

Hinweis: Stand der Einschätzungen ist Februar 2026. Änderungen vorbehalten.

Veränderung zum Vormonat:    unverändert →    erhöht ↗    verringert ↘

## 6 Markt-Highlights



# Wenn nicht alles o-K läuft

Die Wirtschaftswissenschaft wird oft als Disziplin verstanden, die stark in der Tradition verankert ist und auf jahrhundertealte Konzepte zurückgreift – etwa auf Adam Smiths Vorstellung der «unsichtbaren Hand» oder auf die staatlich gelenkten wirtschaftspolitischen Ansätze von John Maynard Keynes<sup>9</sup>. Zuweilen sorgt jedoch eine neue Idee für Aufsehen. In letzter Zeit ist das heisseste Schlagwort in Wirtschaftskreisen die «K-förmige Wirtschaft».



—  
**Michaela Huber**  
Senior Cross-Asset Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel



—  
**Stefan Eppenberger**  
Chief Investment Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

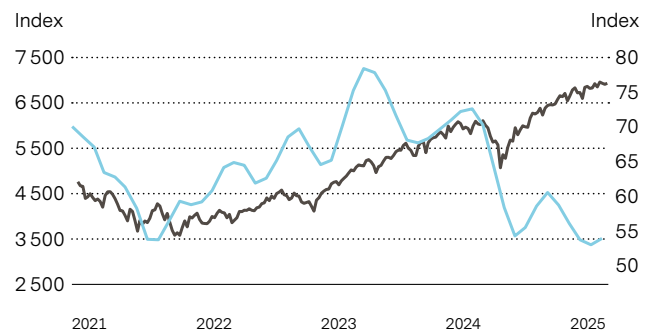
Die «K-förmige Wirtschaft» beschreibt eine ungleiche wirtschaftliche Erholung, bei der sich bestimmte Sektoren, Branchen oder Bevölkerungsgruppen rasch erholen, während andere zurückbleiben. Der Begriff leitet sich aus der visuellen Darstellung der wirtschaftlichen Erholung ab: Ein Teil der Wirtschaft oder der Bevölkerung verzeichnet Wachstum (die Aufwärtslinie des «K»), während ein anderer Teil stagniert oder rückläufig ist (die Abwärtslinie des «K»). Dies führt zu einer Divergenz der wirtschaftlichen Entwicklungen.

Bei der Analyse der Wirtschaftsdaten nach der Pandemie stossen Ökonomen häufig auf Muster, die einem «K» ähneln. Ein Beispiel ist die zunehmende Entkopplung zwischen dem US-Aktienmarkt und der Konsumentenstimmung (Grafik 1). Die Aufwärtslinie des «K» steht für einen widerstandsfähigen Aktienmarkt, der trotz hoher Preise, Handelskriegsängsten und geopolitischer Spannungen weiter zugelegt hat. Grossunternehmen ist es gelungen, ihre Gewinnmargen durch aggressive Preisstrategien zu sichern und sogar auszubauen. Indem sie steigende Kosten an die Konsumenten weitergaben, konnten diese Unternehmen ihre Gewinne stabil halten.

Der untere Strich des «K» zeigt die wachsende Kluft zwischen Finanzmärkten und der täglichen Realität vieler Konsumenten. Das Konsumentenvertrauen, gemessen am Consumer Sentiment Index der University of Michigan,

bleibt gedämpft. Eine Analyse der schriftlichen Antworten auf die Erhebung gibt Aufschluss über die Ursachen dieses Pessimismus. Für viele Amerikaner haben Schlagzeilen über den KI-Boom oder den Rekordstand des S&P 500 wenig Relevanz für ihr tägliches Leben. Stattdessen kämpfen sie mit steigenden Kosten für Waren

**Grafik 1: US-Aktienmarkt boomt, aber Konsumentenvertrauen auf Rezessionsniveau**



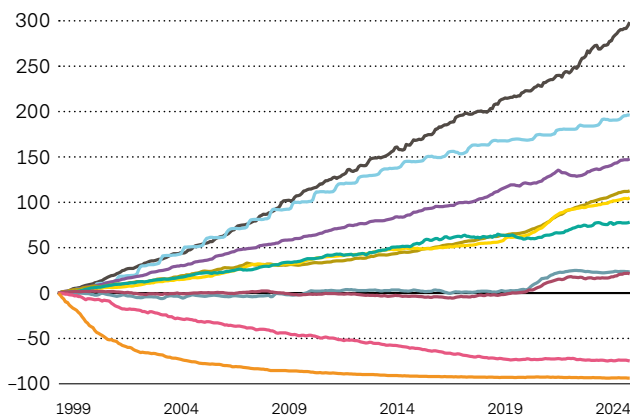
— S&P 500 Index  
— US-Konsumentenvertrauen (Michigan, rechte Skala)

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. Februar 2026.

## 8 Markt-Highlights

**Grafik 2: Preise für viele Waren und Dienstleistungen deutlich gestiegen, v.a. für lebensnotwendige Güter**

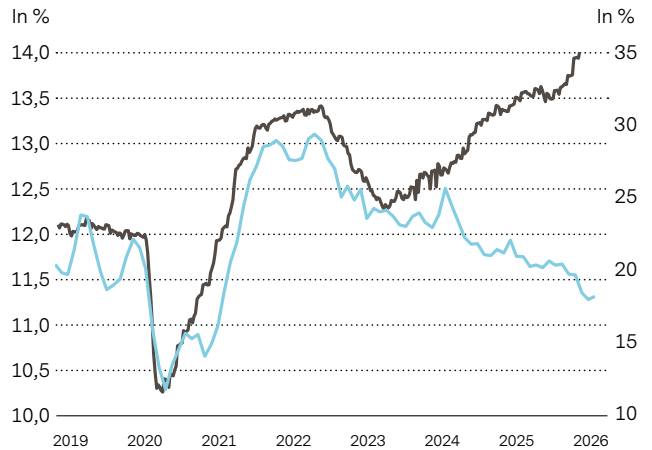
Preisentwicklung in den USA: Januar 2000 bis Januar 2026



- Spitalleistungen
- Studiengebühren
- Wohnraum
- PCs
- Neuwagen
- Medizinische Leistungen
- Fernseher
- Einrichtungsgegenstände
- Nahrungsmittel und Getränke
- Spielzeug

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. Februar 2026.

**Grafik 3: Unternehmen steigern ihre Gewinnmargen auf Rekordhöhen, ohne die Löhne zu erhöhen**



- S&P 500: 12-Monats-Prognose für die Gewinnmargen
- US-Unternehmen, die Lohnerhöhungen planen (3-Monats-Durchschnitt, rechte Skala)

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. Februar 2026.

und Dienstleistungen, insbesondere für lebensnotwendige Güter wie Lebensmittel, Gesundheitsversorgung und Wohnen (Grafik 2).

Vor allem die Erschwinglichkeit von Wohnraum bleibt das drängendste Problem. Der Housing Affordability Index<sup>10</sup> fiel Mitte 2022 erstmals seit den 1980er Jahren unter die kritische Schwelle von 100 und bewegt sich seither um dieses Niveau. Einfach ausgedrückt: In den letzten Jahren konnte sich eine durchschnittliche amerikanische Familie bei den aktuellen Hypothekenzinsen und Immobilienpreisen kein neues Haus leisten.

Man könnte annehmen, dass ertragsstarke Unternehmen einspringen und die Löhne erhöhen könnten, oder? Nicht so schnell. Zwar gewährten die Unternehmen als Reaktion auf den Inflationsanstieg nach der Pandemie nominale Lohnerhöhungen, doch das reale (inflationsbereinigte) Lohnwachstum wurde erst Mitte 2023 wieder positiv. Selbst jetzt, wo die Löhne schneller steigen als die aktuelle Inflationsrate, kämpfen viele Beschäftigte aufgrund der kumulativen Folgen der hohen Inflation weiterhin damit, ihre frühere Kaufkraft zurückzugewinnen. Ein Blick auf Grafik 3 zeigt, dass Unternehmen offenbar zögern, die Löhne weiter anzuheben, obwohl ihre 12-Monats-Prognose für die Gewinnmargen auf Rekordniveau gestiegen ist – ein weiteres «K» in der wirtschaftlichen Entwicklung.

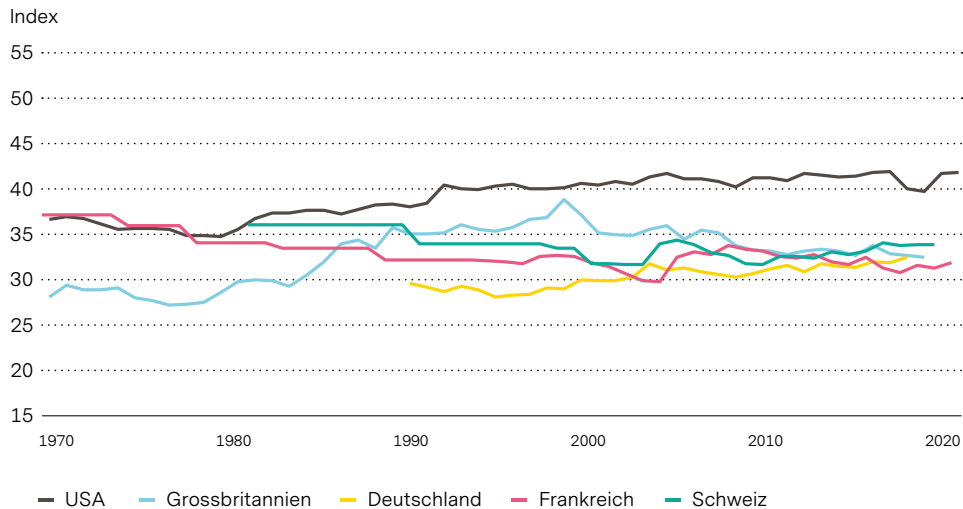
### Gewinner und Verlierer in einer K-förmigen Wirtschaft

Von einer K-förmigen Wirtschaft profitieren hauptsächlich Grossunternehmen mit erheblichem Kapital sowie wohlhabende Privatpersonen. Das Nettovermögen letzterer steigt, weil sie Vermögenswerte wie Aktien und Immobilien besitzen. Zurück bleiben hingegen häufig Beschäftigte im Dienstleistungssektor, Inhaber kleiner Unternehmen sowie Personen ohne nennenswerte finanzielle Rücklagen. Sie bilden den unteren Strich des «K» und arbeiten oft in Tätigkeiten, die eine physische Präsenz erfordern, etwa im Gastgewerbe, im Detailhandel oder in der traditionellen Industrie. Das Ergebnis ist eine wachsende Kluft: Während sich der Wohlstand auf der einen Seite immer mehr von den wirtschaftlichen Herausforderungen der weniger Wohlhabenden entkoppelt, erscheint soziale Mobilität weniger wie ein Aufstieg auf der Leiter, sondern eher wie ein kaum zu schaffender Sprung.

### Das K mag neu sein – die Ungleichheit ist es nicht

Auch wenn der Begriff der «K-förmigen Wirtschaft» eine relativ junge Ergänzung des wirtschaftlichen Vokabulars ist – popularisiert während der Covid-19-Pandemie –, sind Ungleichheit und wirtschaftliche Zweiteilung alles andere als neu. Eine Analyse der sogenannten Gini-Koeffizienten<sup>11</sup> legt nahe, dass soziale Ungleichheit seit Jahrzehnten ein überwiegend US-spezifisches Phänomen ist (Grafik 4). Der Gini-Koeffizient für die USA ist stetig gestiegen und signalisiert eine wachsende Kluft

**Grafik 4: Die USA schneiden beim Gini-Koeffizienten der ungleichen Einkommensverteilung schlecht ab**



Hinweis: Der Gini-Koeffizient misst die Einkommens- oder Vermögensungleichheit innerhalb einer Bevölkerung und reicht von 0 (absolute Gleichheit) bis 1 bzw. 100% (absolute Ungleichheit). Er wurde von Corrado Gini entwickelt und basiert auf der Lorenzkurve, die das kumulierte Einkommen den kumulierten Bevölkerungsanteilen gegenüberstellt. Ein höherer Wert zeigt eine grössere Ungleichheit an und wird häufig genutzt, um wirtschaftliche Unterschiede zwischen Ländern zu vergleichen.

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. Februar 2026.

zwischen den höchsten und niedrigsten Einkommensgruppen. Während viele Vergleichsländer (die G7<sup>12</sup> und andere Industrienationen) ihre Ungleichheit dank gezielterer Umverteilung und sozialer Sicherungssysteme niedriger halten konnten, stechen die USA unter den fortgeschrittenen Volkswirtschaften durch ihr konstant höheres Einkommensgefälle hervor. Ein ähnliches Bild ergibt sich auch aus alternativen Messgrössen wie dem sogenannten Palma-Index<sup>13</sup>, der den Fokus auf die Extreme der Einkommensverteilung legt.

#### Auf einer tiefen Sprosse festgefahren

Wir gehen davon aus, dass sich die Situation kaum verbessern wird. Der von US-Präsident Donald Trump vorangetriebene «One Big Beautiful Bill Act» (OBBBA<sup>14</sup>), der als «einmalige Initiative» zur «Ankurbelung der Wirtschaft und zur Gewährleistung von Sicherheit und Wohlstand der Amerikaner für die kommenden Jahrzehnte» beworben wird<sup>15</sup>, könnte sich für viele Konsumenten als deutlich weniger «beautiful» erweisen als ursprünglich erwartet. Nach Einschätzung des Congressional Budget Office und des Joint Committee on Taxation dürften einkommensschwache Haushalte deutlich schlechter abschneiden als Haushalte mit mittleren und hohen Einkommen. Hauptgrund sind die steuerlichen Änderungen sowie Kürzungen bei Programmen wie Medicaid und dem Lebensmittelhilfe-Programm «SNAP». Auch das Tax Policy Center argumentiert, dass die geplanten Steuersenkungen

einkommensstarke Haushalte überproportional begünstigen würden. Rund 60% der Steuervorteile entfielen demnach auf die obersten 25% der Einkommensbezieher<sup>16</sup>.

KI könnte diese Bruchlinien weiter vertiefen. Besonders gefährdet sind Tätigkeiten mit vorhersehbaren, repetitiven Aufgaben – etwa Datenerfassung, einfache administrative Tätigkeiten oder bestimmte Bereiche der industriellen Fertigung. Dieser Trend könnte zu einem polarisierten Arbeitsmarkt führen, auf dem hochqualifizierte Tätigkeiten zunehmen, während mittel- bis niedrigqualifizierte «Sprungbrett-Jobs» verschwinden. Zudem geraten viele Einstiegspositionen, die bislang als Karrierestarter für junge oder gering qualifizierte Arbeitskräfte dienten, zunehmend unter Automatisierungsdruck. Dies könnte den Einstieg in den Arbeitsmarkt deutlich erschweren.

#### Wie sich das «K» aus dem Weg räumen liesse

Sowohl Republikaner als auch Demokraten betonen, auf der Seite jener zu stehen, die sich auf dem abwärtsgerichteten Strich des «K» befinden. Dabei verfolgen sie jedoch grundlegend unterschiedliche Ansätze. In den vergangenen Jahrzehnten setzten die Republikaner primär auf angebotsseitige Entlastungen, während sich die Demokraten auf nachfrageseitige Unterstützung konzentrierten. Zu den Massnahmen der Republikaner zählen Steuersenkungen (etwa der Tax Cuts and Jobs Act von 2017 oder der OBBBA), Deregulierung (z. B. die



Rücknahme von Teilen des Dodd-Frank Act) sowie protektionistische Instrumente wie Zölle. Die Demokraten hingegen haben versucht, die Konsumentenbasis zu stärken (u. a. durch den Affordable Care Act) sowie grosse Technologie- und Handelskonzerne zu regulieren – etwa durch verschärfte Kartellmassnahmen, um zu verhindern, dass Riesen wie Amazon oder Walmart mittels Verdrängungspreisen lokale «Main Street»-Anbieter aus dem Markt drängen. Bemerkenswert ist jedoch, dass keiner der beiden Ansätze nachhaltigen Erfolg gezeigt zu haben scheint: Ungleichheitsindikatoren wie der Gini-Koeffizient sind über längere Zeiträume hinweg relativ stetig gestiegen – unabhängig davon, welche Partei das Weisse Haus besetzte.

Die Regierung von Donald Trump hat zuletzt einen kreativeren Kurs eingeschlagen und eine Reihe unkonventioneller Ideen zur Bekämpfung der Bezahlbarkeitskrise ins Spiel gebracht. Ein Vorschlag sieht eine befristete Obergrenze von 10% für Kreditkartenzinsen vor. In einem Beitrag auf Truth Social erklärte Trump, dies solle sicherstellen, dass Amerikaner nicht länger «von Kreditkartenunternehmen abgezockt werden, die Zinssätze von 20% bis 30% oder sogar noch mehr verlangen, was sich unter «Sleepy Joe Biden» ungehindert verfestigt» habe<sup>17</sup>. Eine weitere Idee ist die Einführung einer 50-jährigen Hypothek. Zum Hintergrund: In den USA ist aktuell die 30-jährige Festhypothek die gängigste Form der Immobilienfinanzierung. Zwar sind bislang nur wenige Details bekannt, doch erklärte Kevin Hassett, Direktor des National Economic Council, dass eine Verlängerung der Laufzeit die monatliche Belastung für einen typischen Haushalt der amerikanischen Mittelschicht «um einige hundert Dollar pro Monat» senken könnte<sup>18</sup>.

Es gibt noch eine unkonventionelle Massnahme – diesmal auf beiden Seiten des politischen Spektrums: die Besteuerung hoher Einkommen und Vermögen. Nach seinem

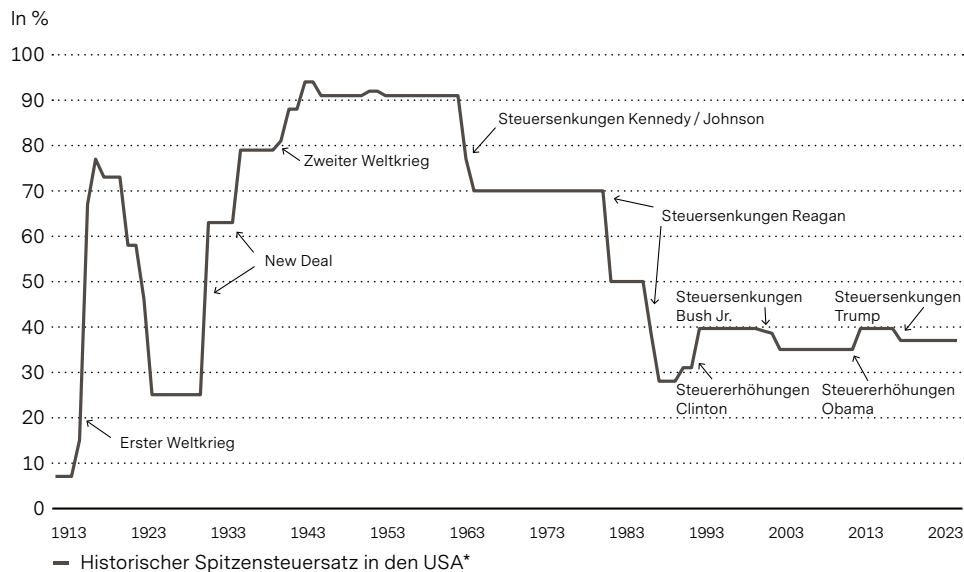
deutlichen Wahlsieg erklärte der linksgerichtete Bürgermeister von New York City, Zohran Mamdani, die Zeit sei gekommen, die reichsten New Yorker sowie die profitabelsten Unternehmen stärker zu besteuern. Im Zentrum seines Wahlkampfs stand eine Erhöhung der Steuern für Millionäre um 2% sowie eine Anhebung des kombinierten Körperschaftsteuersatzes auf knapp über 22%.

Unterdessen hat auch der rechtsgerichtete Akteur Steve Bannon, der sich bereits 2017 in seiner Zeit als Chefstrategie im Weissen Haus für Steuererhöhungen ausgesprochen hatte, erneut Unterstützung für höhere Steuern signalisiert. Sinngemäss argumentiert er, dass sich die umfangreichen Steuersenkungen für Haushalte der Arbeiter- und Mittelschicht rechnerisch nur dann finanzieren liessen, wenn die Steuerlast für wohlhabende Haushalte erhöht werde<sup>19</sup>.

Selbst Trump hat persönliche Sympathie für dieses Konzept geäussert. In einem Interview mit dem TIME Magazine erklärte er, es würde ihm nichts ausmachen, selbst mehr Steuern zu zahlen. Es gehe ihm nicht um eine echte Steuererhöhung, sondern darum, wohlhabende Haushalte zugunsten der Mittelschicht stärker zu belasten. Ergänzend sagte er: «Ich finde das Konzept grossartig, möchte aber nicht, dass es politisch gegen mich verwendet wird – ich habe schon gesehen, wie Menschen Wahlen wegen weniger verloren haben<sup>20</sup>.»

Unbestritten ist, dass Steuererhöhungen äusserst unpopulär sind. Dennoch zeigt ein Blick in die Geschichte, dass grundsätzlich Spielraum für höhere Steuersätze besteht. So lag der höchste marginale Einkommensteuersatz<sup>21</sup> in den USA in früheren Jahrzehnten deutlich über dem heutigen Niveau – insbesondere in der Zeit vor und nach dem Zweiten Weltkrieg, als erhöhte Steuersätze dazu dienten, die hohe Staatsverschuldung abzubauen (Grafik 5).

**Grafik 5: Politische Massnahmen – Besteuerung der Reichen?**



\*Der Spitzensteuersatz ist der höchste Steuersatz auf das Einkommen einer Person und gilt nur für Einkommen oberhalb einer bestimmten Schwelle.

Quelle: Tax Foundation, Vontobel. Daten per 20. Februar 2026.

Sollte eine stärkere Besteuerung der Wohlhabenden politisch nicht umsetzbar sein, könnte Trump stattdessen Unternehmen ins Blickfeld rücken. Auch wenn solche Massnahmen derzeit nicht auf der politischen Agenda stehen, könnten höhere Unternehmenssteuern, die marktbeherrschende Firmen ins Visier nehmen (man denke an Big-Tech-Schergewichte), einen wirksamen alternativen Ansatz darstellen.

#### **K-förmige Wirtschaft: Vier Szenarien**

Wir sehen vier potenzielle (sich nicht gegenseitig ausschliessende) Szenarien für die weitere Entwicklung. Unser Basisszenario «Fortbestand des Status quo» (geschätzte Wahrscheinlichkeit: 75%) geht davon aus, dass es zu keinen grundlegenden Veränderungen der K-förmigen Wirtschaft kommt. In diesem Szenario dürften die wirtschaftspolitischen Massnahmen von Trump (z. B. Zölle und der OBBBA) sowie Fortschritte im Bereich KI bestehende Ungleichheiten weiter verschärfen. In einem solchen Umfeld könnten Anleger aus unserer Sicht Aktien und Momentum-Strategien bevorzugen.

Das zweite Szenario «Unterstützung für die Verlierer der K-Wirtschaft» (geschätzte Wahrscheinlichkeit: 50%) skizziert eine Zukunft, in der niedrigere US-Leitzinsen zu sinkenden Hypothekenzinsen führen. Ergänzend könnten unkonventionelle Massnahmen zur Entschärfung von Bezahlbarkeitsproblemen eingeführt werden, insbesondere

im Wohnungssektor. In diesem Szenario könnten Anleger unseres Erachtens eine Präferenz für Small-Cap-Titel und zyklische Aktien zeigen.

Das dritte Szenario «Deckelung der Gewinner der K-Wirtschaft» (geschätzte Wahrscheinlichkeit: 25%) sieht Massnahmen vor, um die Gewinne der vermögendsten Personen und Unternehmen zu begrenzen, beispielsweise durch höhere Steuern oder strengere regulatorische Vorgaben. In einer solchen Situation könnten Anleger unserer Ansicht nach Liquidität halten und US-Large-Cap-Aktien meiden.

Das vierte und schwerwiegendste Szenario «US-Bürgerkrieg» (geschätzte Wahrscheinlichkeit: 10%) geht hingegen von keinen strukturellen Veränderungen der K-förmigen Wirtschaft aus. Stattdessen nimmt es an, dass die Politik von Trump (z. B. der OBBBA und Zölle) bestehende Spannungen weiter verschärft. Dies könnte zu einer Eskalation sozialer und politischer Konflikte führen und in weitreichenden Unruhen sowie einer tiefen gesellschaftlichen Spaltung des Landes münden. In einem solchen Szenario würden Anleger unserer Meinung nach wahrscheinlich Long-Positionen in Gold eingehen und den US-Dollar shorten.

# Warten auf den Zinsschnitt



—  
**Christopher Koslowski**  
Senior Fixed Income &  
FX Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

**Die Fed pausiert, und die Märkte rechnen vor Juni 2026 nicht mit einer Zinsänderung. Ein möglicher Vorsitz von Kevin Warsh könnte die Renditen 2-jähriger US-Staatsanleihen senken, da er eher zu einer lockeren Geldpolitik tendiert. Die 10-jährigen Renditen könnten dagegen stabil bleiben, falls ein schnellerer Bilanzabbau die Laufzeitprämien erhöht.**

Die Fed belies den Leitzins am 28. Januar bei 3,50–3,75% unverändert; Stephen Miran und Christopher Waller befürworteten eine Senkung um 25 Basispunkte. Zudem strich die Fed Hinweise auf steigende Abwärtsrisiken für den Arbeitsmarkt. Jerome Powell sprach von einer «deutlichen Verbesserung» der Aussichten und einem stabileren Arbeitsmarkt, was die Hürde für kurzfristige Zinssenkungen erhöht. Die Terminmärkte erwarten weiterhin vor Juni keine Änderung (Grafik 1). Bis dahin endet Powells Amtszeit; ein Nachfolger dürfte bereits im Amt sein. Eine Nominierung Warshs könnte die Zinskurve stärker beeinflussen. Unseres Erachtens würden 2-jährige Renditen tendenziell sinken, da das kurze Ende dem erwarteten geldpolitischen Kurs folgt und die Märkte eine Lockerung einpreisen könnten. 10-jährige Renditen könnten sich anders entwickeln: Warsh befürwortet eine deutlich

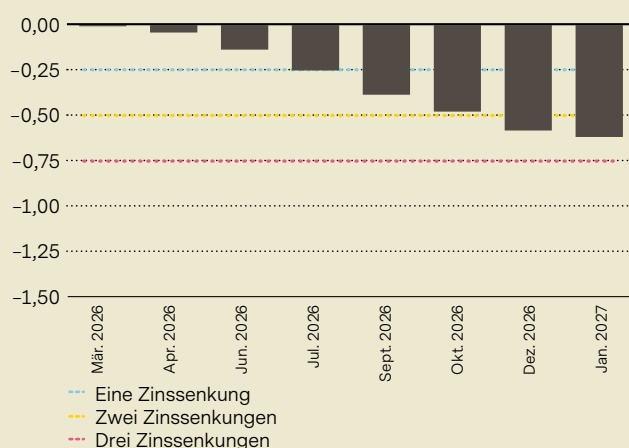
kleinere Fed-Bilanz. Eine schneller als erwartete Reduktion des derzeitigen Bestands von rund USD 6,7 Billionen könnte die Laufzeitprämien erhöhen und langfristige Renditen selbst bei Zinssenkungen relativ stabil halten, da Anleger höhere Prämien für Liquiditäts- und Finanzierungsrisiken verlangen.

## Entscheidende Angebotsfrage

Hyperscaler emittieren auch in diesem Jahr wieder in grossem Umfang. Die Nachfrage bleibt stark, doch eine grössere Pipeline erhöht die Wahrscheinlichkeit steigender Renditeaufschläge, falls sich Stimmung oder Liquidität verschlechtern. KI-Investitionen werden zur zentralen Angebotsfrage im Markt für Unternehmensanleihen: Wie viel Kapital wird über öffentliche Märkte aufgenommen, und wie schnell? Für US-Hyperscaler<sup>22</sup> zeigte sich bereits 2025 ein deutlicher Anstieg: Rund USD 100 Milliarden an Plain-Vanilla-Investment-Grade-Emissionen und mehr als USD 130 Milliarden, wenn Joint Ventures und Zweckgesellschaften einbezogen werden. Das Jahr 2026 beginnt ähnlich, angeführt von Oracles Emission über USD 25 Milliarden und Alphabets Multiwährungs-Transaktion im Umfang von USD 31,5 Milliarden, darunter eine seltene 100-jährige Tranche im Wert von GBP 1 Milliarde (Grafik 2). Wir gehen davon aus, dass die Emission von KI-bezogenen Anleihen in diesem Jahr stark sein wird, vor allem von Hyperscalern. Selbst bei weiterhin robuster Nachfrage könnte ein grösseres Angebot die Renditeaufschläge leicht ausweiten, und der Markt könnte eine höhere Kompensation verlangen. Wir erwarten, dass eine Ausweitung in einem stabilen makroökonomischen Umfeld moderat ausfallen dürfte, sich jedoch beschleunigen könnte, falls sich Risikostimmung oder Liquidität verschlechtern.

**Grafik 1: Märkte rechnen mit dem nächsten Schritt der Fed im Juni, nach Ablauf von Powells Amtszeit**

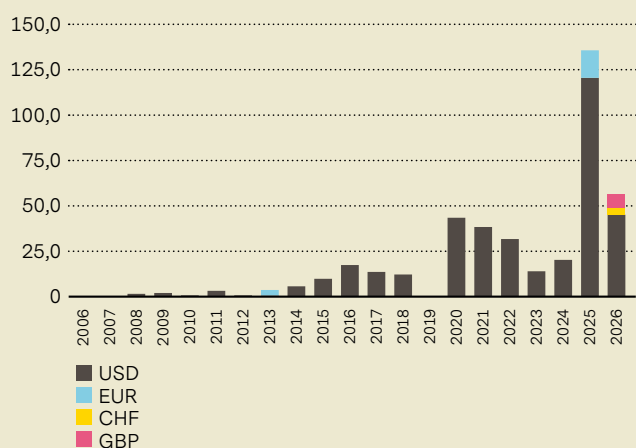
Kumulierte implizite Änderung des Fed-Leitzinses (%)



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 19. Februar 2026.

**Grafik 2: KI-bezogene Emissionen überschwemmen den Anleihenmarkt**

Investment-Grade-Emissionen von Hyperscalern (in USD Mrd.)



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 19. Februar 2026.

# KI-Kälteeinbruch erfasst die Märkte



—  
**Mario Montagnani**  
Senior Investment Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

**Im Februar kühlte die Anlegerstimmung gegenüber KI merklich ab: Die Euphorie wich wachsender Sorge vor disruptiven Auswirkungen und entlud sich in einem «AI Scare Trade».**

Auslöser des Ausverkaufs waren technologische Fortschritte von Unternehmen wie Anthropic, insbesondere Tools, die eigenständig rechtliche, analytische und operative Aufgaben übernehmen. Am stärksten traf es den globalen Softwaresektor, wo die Angst vor Obsoleszenz zur heftigsten nicht rezessionsbedingten Korrektur seit über drei Jahrzehnten führte. Investoren befürchteten, dass KI-Agenten Kundenbeziehungs- und Workflow-Management sowie Datenanalysen automatisieren und damit Abonnement-Einnahmen, Preissetzungsmacht und Gewinne erodieren könnten. Die Korrektur griff rasch über Software hinaus: Im Finanzdienstleistungssektor gerieten Vermögensverwalter, Broker, Versicherer, Private-Equity-Gesellschaften und andere datenintensive Akteure unter Druck, da die Märkte im KI-Potenzial eine Bedrohung für Beratung, Compliance und Risikomodellierung sahen. Auch Immobiliendienstleister, darunter Makler und kommerzielle Plattformen, gaben nach, da erwartet wurde, dass Transaktionen automatisiert werden könnten. Selbst

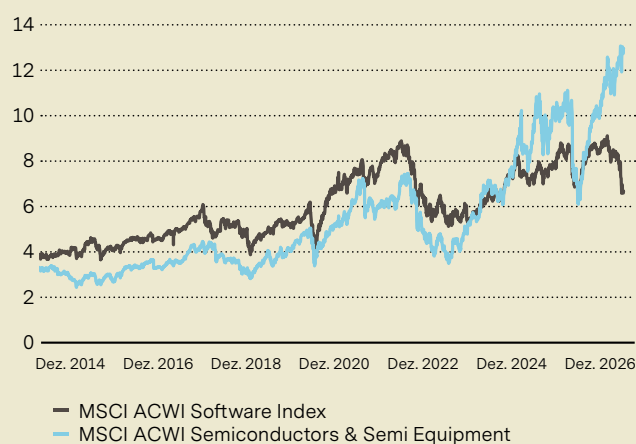
angrenzende Bereiche wie Logistik- und Speditionsaktien strauchelten wegen Sorgen um KI-optimierte Routenplanung und autonome Frachtsysteme. Im Technologie-sektor hat sich die Bewertungs- und Performance-Lücke zwischen Softwareanbietern und Halbleiter- bzw. KI-Infrastrukturunternehmen deutlich vergrößert (Grafik 1). Halbleiterfirmen profitierten vom Investitionsboom der Hyperscaler (Grafik 2). Performance, Marktkapitalisierung, Margen und Bewertungen erreichten beispiellose Niveaus, was eine intensivere Prüfung durch Anleger nach sich zog.

Auch wenn der Ausverkauf auf den ersten Blick wenig differenziert und stimmungsgesteuert wirkte, sind die Bedenken hinsichtlich der disruptiven KI-Auswirkungen unseres Erachtens nicht unbegründet. KI könnte mehrere Branchen kannibalisieren, und angesichts der raschen Adoption dürften Effekte schnell spürbar werden. Besonders unter Druck stehen Sektoren mit Wissensarbeit und strukturierten Prozessen – vor allem bei geringen Wechselkosten oder begrenzten Wettbewerbsvorteilen. Das Ausmass der Korrektur erscheint uns jedoch überzogen, insbesondere in Teilen der Softwarebranche mit stark gefallenem Bewertungen. Viele dieser Unternehmen verfügen über komplexe, etablierte Prozesse und Wertschöpfungsketten, die sich nach unserer Einschätzung nicht ohne Weiteres durch KI substituieren lassen.

Wir gehen davon aus, dass die Rotation hin zu defensiven, zyklischen und Value-Sektoren in der Realwirtschaft mittelfristig anhalten könnte. Von Spekulation geprägte Sektoren dürften volatil bleiben, bis neue Katalysatoren auftreten – etwa klarere Hinweise auf Monetarisierung oder Gewinne über dem Konsens.

**Grafik 1: Auseinanderlaufen der Bewertungskennzahlen zwischen Software und Halbleitern**

Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV)

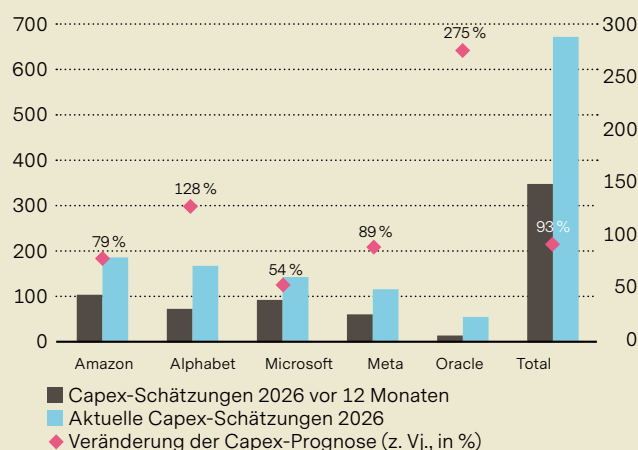


Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. Februar 2026.

**Grafik 2: Investitions-Prognosen 2026 für grosse US-Hyperscaler verdoppelten sich in weniger als 12 Monaten**

In USD Mrd.

Änderung zum Vorjahr (%)



Quelle: Vontobel, Unternehmensberichte. Daten per 20. Februar 2026.

# Von der Risikoprämie zur Realität



—  
**Michaela Huber**  
Senior Cross-Asset Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

**Die geopolitische Risikoprämie ist von einer blossen Möglichkeit zu einer gegenwärtigen Realität geworden.**

Ende 2025 hatten wir drei mögliche Szenarien für die weitere Entwicklung im Nahen Osten skizziert (siehe Grafik 1). Mittlerweile sind wir in eine Phase regionaler Eskalation eingetreten. Der Iran hat die Strasse von Hormus geschlossen, zudem wurde die Energieinfrastruktur in der Region in Mitleidenschaft gezogen. Wichtige OPEC<sup>23</sup>-Mitglieder haben bereits reagiert. Die sogenannten «Voluntary Eight» (V8<sup>24</sup>) kündigten eine Erhöhung der Produktionsquoten um 206 000 Barrel pro Tag an – mehr als die von Analysten vor dem Treffen erwarteten 137 000 Barrel pro Tag.

Die höhere Produktionsquote dürfte zwar etwas entlasten, gilt jedoch erst ab April und würde bei einer längerfristigen Schliessung der Strasse von Hormus die Angebotsverluste kaum ausgleichen. Eine solche Eskalation entspräche Szenario 3 («Langwieriger Konflikt»). Eine Blockade oder Störung der Strasse von Hormus ist das grösste Tail-Risiko für die Weltwirtschaft: Täglich passieren rund 20 Millionen Barrel – etwa ein Fünftel des globalen Verbrauchs – diese Schlüsselroute. Das iranische Regime

und seine Verbündeten sind derzeit zwar in die Enge getrieben, verfügen aber über Vergeltungsmöglichkeiten, etwa mit Drohnen. Iran-nahe Gruppen wie die Huthi-Rebellen haben bereits gezeigt, dass sie mit kostengünstigen Drohnen erheblichen Schaden anrichten können. Auch Seeminen könnten zentrale Rohölrouten stören. Tanker trauen sich aus Angst vor Angriffen und aus versicherungstechnischen Gründen nicht mehr, in die Strasse von Hormus einzufahren. Dies führt bereits zu Disruptionen. Regionale und globale Akteure verfügen jedoch über Hebel zur Abfederung, etwa die Umleitung über Pipelines zu alternativen Häfen: die saudische Ost-West-Pipeline nach Yanbu, eine Pipeline der Vereinigten Arabischen Emirate zu einem Hafen ausserhalb der Strasse sowie Irans Goreh-Jask-Pipeline. Zusammen bieten sie eine Umgehungskapazität von rund 7–8 Millionen Barrel pro Tag. Dies ist zwar beachtlich, reicht jedoch nicht aus, um die rund 20 Millionen Barrel pro Tag abzudecken, die normalerweise durch die Strasse transportiert werden.

Flüssigerdgas (LNG) lässt sich weit schwieriger umleiten, da es nicht einfach per Pipeline transportiert werden kann. Katar, einer der weltweit grössten LNG-Exporteure, ist für den Transport seiner Tanker fast vollständig auf die Strasse angewiesen. Dies unterstreicht die Bedeutung der Strasse als globalen Energie-Engpass – trotz der Entwicklung alternativer Routen. Zusätzlich zu höherer OPEC-Produktion und Pipeline-Flüssen könnten die USA auch erwägen, ihre strategische Erdölreserve (SPR<sup>25</sup>) anzuzapfen. Nach wiederholten Ölentnahmen während der Biden-Regierung umfasst die SPR allerdings derzeit nur noch 415 Millionen Barrel.

## Grafik 1: Wie könnte sich der Konflikt entwickeln? Eine Szenarioanalyse

Der Konflikt eskalierte auf regionaler Ebene.



Hinweis: Derzeit scheint sich die Situation in Szenario 2 zu befinden, mit dem Risiko eines Übergangs auf Szenario 3. Quelle: Vontobel. Per 2. März 2026.

# Welkende Dollar-Unterstützung und ein zu stark gewachsener Franken



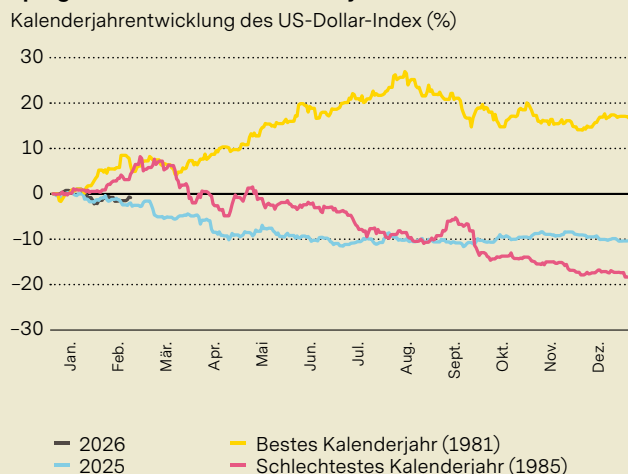
—  
**Christopher Koslowski**  
Senior Fixed Income &  
FX Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

**Der US-Dollar startet 2026 wie 2025: schwach und ohne nachhaltige Erholung. Da die Unterstützung durch US-Zinsen nicht weiter zunimmt und die Positionierungen leichter sind, ähnelt die Lage eher einer Phase der Dollarschwäche als einem Aufschwungzyklus.**

Grafik 1 ordnet den Dollarpfad seit Jahresbeginn ein: Nach der Schwäche im Vorjahr blieb eine überzeugende Gegenbewegung aus, der US-Dollar notiert weiter im Minus. Ein Blick auf die Extreme verdeutlicht dies: 1981 (gelbe Linie) steht für ein klassisches Starkdollarjahr mit massiv erhöhten Zinsen in der Volcker-Ära<sup>26</sup>, hohen Realzinsen und starken Kapitalzuflüssen. 1985 (rote Linie) markiert das Gegenteil: ein überbewerteter Dollar, wachsendes Handelsdefizit und eine koordinierte Abwertung durch das Plaza-Abkommen<sup>27</sup>. Historisch betrachtet ähneln 2026 bislang und insbesondere 2025 eher einer Phase ausgeprägter Dollarschwäche als einer echten Dollar-Hausse. Der makroökonomische Hintergrund erklärt dies. Die Zinsdifferenzen zugunsten des Dollars weiten sich nicht mehr aus, und die Positionierungen sind strukturell nicht mehr auf den US-Dollar ausgerichtet. Damit entfällt eine zentrale Stütze.

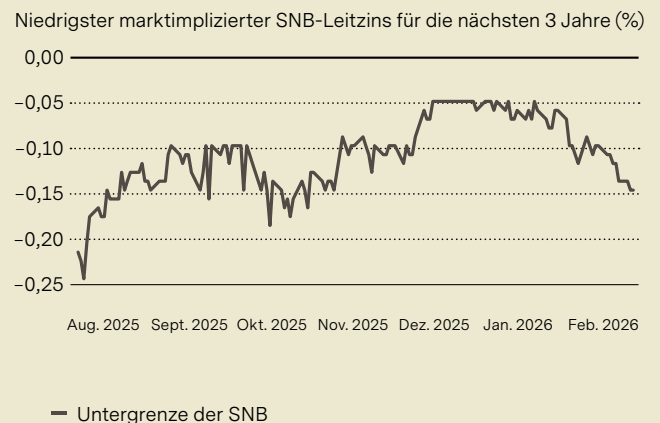
Hierzulande entwickelt sich die Stärke des Schweizer Frankens zu einem Wachstumshemmnis und einer geldpolitischen Herausforderung. Angesichts von Zinssätzen, die bereits bei 0% liegen, und einer Inflation nahe dem unteren Ende der Spanne von 0–2% erwarten wir, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) vorerst auf Kurs bleibt und vor allem auf Devisenmarktinterventionen setzt – auch wenn die Märkte weiterhin eine geringe Wahrscheinlichkeit für Negativzinsen einpreisen, sollte der Franken weiter aufwerten. Nach einem Anstieg von rund 14% im Jahr 2025 hat der Franken in diesem Jahr nochmals fast 3% zugelegt. Der Wechselkurs zum US-Dollar nähert sich damit wieder den Niveaus, die zuletzt während des Schocks von 2015<sup>28</sup> zu beobachten waren. Das ist bedeutsam für eine Volkswirtschaft, in der die Exporte über 70% des BIP ausmachen. Grosse Unternehmen wie Roche, Swatch und Richemont berichten bereits von spürbarem Währungsdruck, während kleine und mittlere Unternehmen die Auswirkungen noch stärker zu spüren bekommen. Der Wechselkurs erschwert zudem die Geldpolitik. Bei Zinssätzen von null würde der Widerstand gegen eine weitere Aufwertung des Frankens schnell wieder Negativzinsen auf den Tisch bringen – eine Option, die die Währungshüter nur ungern erneut prüfen würden. Die Märkte schreiben diesem Szenario nach wie vor eine gewisse Wahrscheinlichkeit zu (Grafik 2), was verdeutlicht, wie zentral die Währung für die wirtschaftlichen Aussichten geworden ist. Vorerst scheint die SNB entschlossen, die Zinsen unverändert zu lassen, Devisenmarktinterventionen als Sicherheitsnetz beizubehalten und sich auf die Wiederherstellung ihres geldpolitischen Spielraums zu konzentrieren. Wir gehen davon aus, dass eine Zinserhöhung erst später ins Blickfeld rücken dürfte, sollte die Inflation stabil bleiben.

**Grafik 1: Frühe Jahresperformance des US-Dollars spiegelt die Schwäche des Vorjahres**



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 19. Februar 2026.

**Grafik 2: Marktimplizierte Untergrenze der SNB driftet tiefer**



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 19. Februar 2026.

## Konjunktur und Finanzmärkte 2025 – 2027

Die folgende Liste zeigt die Ist-Werte, Wechselkurse und Preise von 2025 sowie Konsensprognosen für 2026 und 2027 zu Bruttoinlandprodukt (BIP), Inflation/Inflationserwartungen, Leitzinsen, 10-jährigen Staatsanleihen, Wechselkursen und Rohstoffen.

<b>BIP (IN %)</b>	<b>2025<sup>1</sup></b>	<b>AKTUELL<sup>2</sup></b>	<b>KONSENS 2026</b>	<b>KONSENS 2027</b>	
Global (G20)	2,5	3,3	2,8	2,7	
Eurozone	1,4	1,3	1,2	1,4	
USA	2,2	2,3	2,4	2,0	
Japan	1,1	0,1	0,8	0,9	
Grossbritannien	1,4	1,0	1,1	1,4	
Schweiz	1,2	0,5	1,2	1,5	
Australien	1,9	2,1	2,2	2,2	
China	5,0	4,5	4,6	4,4	

<b>INFLATION</b>	<b>2025<sup>3</sup></b>	<b>AKTUELL<sup>4</sup></b>	<b>KONSENS 2026</b>	<b>KONSENS 2027</b>	<b>VONTOBEL-AUSBLICK IN 2026<sup>5</sup></b>
Eurozone	2,1	1,7	1,8	2,0	↓
USA	2,7	2,4	2,7	2,4	↓
Schweiz	0,2	0,1	0,4	0,7	→

<b>NOTENBANKZINSEN (IN %)</b>	<b>2025</b>	<b>AKTUELL</b>	<b>KONSENS 3 MONATE</b>	<b>KONSENS 12 MONATE</b>	<b>VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN<sup>5</sup></b>
EUR (Einlagenzins)	2,00	2,00	1,99	2,00	→
USD (Fed-Leitzins, obere Grenze)	3,75	3,75	3,43	3,23	→
CHF	0,00	0,00	-0,01	0,04	→

<b>RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)</b>	<b>2025</b>	<b>AKTUELL</b>	<b>KONSENS 3 MONATE</b>	<b>KONSENS 12 MONATE</b>	<b>VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN<sup>5</sup></b>
EUR (Deutschland)	2,86	2,75	2,89	3,01	→
USD	4,17	4,07	4,13	4,12	→
CHF	0,32	0,23	0,37	0,59	→

<b>WECHSELKURSE</b>	<b>2025</b>	<b>AKTUELL</b>	<b>KONSENS 3 MONATE</b>	<b>KONSENS 12 MONATE</b>	<b>VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN<sup>5</sup></b>
CHF je EUR	0,93	0,91	0,93	0,94	↑
CHF je USD	0,79	0,77	0,78	0,80	↓
USD je EUR	1,17	1,18	1,20	1,21	↑

<b>ROHSTOFFE</b>	<b>2025</b>	<b>AKTUELL</b>	<b>KONSENS 3 MONATE</b>	<b>KONSENS 12 MONATE</b>	<b>VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN<sup>5</sup></b>
Brent-Rohöl, USD je Barrel	61	69	60	62	→
Gold, USD je Feinunze	4319	4 926	4 500	4 330	↑
Kupfer, USD je Tonne	12423	12 620	12 000	11 315	→

Hinweis: Stand der Einschätzungen ist per 18. Februar 2026. Prognosen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und Annahmen. Änderungen vorbehalten. Sie stellen keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

<sup>1</sup> Vorbehaltlich von Überarbeitungen (z.B. potenzielle Überarbeitungen der Q4-Daten)

<sup>2</sup> Letztverfügbares Quartal

<sup>3</sup> Vorbehaltlich von Überarbeitungen

<sup>4</sup> Letztverfügbarer Monat, G20-Daten nur vierteljährlich

<sup>5</sup> ↑ über Konsens, → im Einklang mit dem Konsens, ↓ unter Konsens

# Offenlegungen und Disclaimer

## 1. Disclaimer und Quellenangabe

Dieses Dokument wurde durch ein oder mehrere Unternehmen der Vontobel-Gruppe (zusammen «Vontobel») für private und institutionelle Kunden erstellt.

Die Informationen, Analysen und Meinungen auf dieser Website wurden von Vontobel Asset Management erstellt. Vontobel Asset Management ist der Markenname für das Asset-Management-Geschäft der Vontobel Holding AG und ihrer weltweiten Tochtergesellschaften, einschliesslich Vontobel Asset Management, Inc.

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist weder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, noch zur Abgabe eines Kauf- oder Zeichnungsangebots. Die in diesem Dokument bereitgestellte Analyse stellt keine Unterstützung einer politischen Partei dar und darf auch nicht als solche ausgelegt werden.

Dieses Material kann zukunftsgerichtete Aussagen enthalten, die Unsicherheiten und Eventualitäten unterliegen, die ausserhalb der Kontrolle von Vontobel liegen. Empfänger sollten sich nicht in unangemessener Weise auf diese zukunftsgerichteten Aussagen verlassen. Es ist zu beachten, dass ein Risiko besteht, dass Prognosen, Vorhersagen, Projektionen und Ergebnisse, die in zukunftsgerichteten Aussagen beschrieben oder angedeutet werden, sich als nicht korrekt erweisen könnten. Anlegen ist mit Risiken verbunden, einschliesslich des möglichen Verlusts des eingesetzten Kapitals, und positive Renditen, einschliesslich Erträgen, sind nicht garantiert. Verweise auf Unternehmen dienen ausschliesslich zu Illustrationszwecken. Es sollte keine Annahme über die Rentabilität oder Wertentwicklung von damit verbundenen Wertpapieren getroffen werden. Sie sollten nicht davon ausgehen, dass eine Investition rentabel ist oder sein wird. Der Wert von Investitionen, wie zum Beispiel in Anleihen, Aktien, Währungen, Rohstoffe oder Gold, ist nicht garantiert und kann aufgrund von Marktbedingungen, Liquidität oder Wechselkursen sowie anderen Faktoren schwanken.

Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Die Rendite kann, zum Beispiel infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Der Wert des angelegten Kapitals kann steigen oder fallen. Für die vollständige oder teilweise Rückzahlung des angelegten Kapitals gibt es keine Garantie.

Die Website von Vontobel Asset Management dient ausschliesslich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung hinsichtlich der Eignung einer bestimmten Investition dar. Ebenso wenig ist sie ein Angebot, eine Aufforderung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, zur Durchführung von Transaktionen oder zum Abschluss sonstiger Rechtsgeschäfte. Ob die bereitgestellten Informationen für Sie geeignet sind, sollte unter Berücksichtigung Ihrer Ziele, Ihrer finanziellen Situation und Ihrer Bedürfnisse bewertet werden. Die Nutzung der hier bereitgestellten Informationen erfolgt ausschliesslich auf eigenes Risiko des Lesers.

Obwohl Vontobel der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann Vontobel keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen übernehmen. Ausser soweit im Rahmen der anwendbaren Urheberrechtsgesetze vorgesehen, darf die hier wiedergegebene Information ohne die ausdrückliche Zustimmung von Vontobel weder in Teilen noch in ihrer Gesamtheit wiederverwendet, angepasst, einer Drittpartei zur Verfügung gestellt, verlinkt, öffentlich aufgeführt, weiterverbreitet oder in anderer Art und Weise übermittelt werden. Vontobel lehnt, soweit gemäss dem geltenden Recht möglich, jegliche Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste ab, welche sich aus den hier zur Verfügung gestellten Informationen oder dem Fehlen ebensolcher ergeben. Haftungsansprüche, die gegen Vontobel infolge unterlassener oder unvollständiger Übermittlung dieser Informationen oder allfälliger Probleme mit diesen Informationen oder wegen Fahrlässigkeit, Vertragsbruch oder Gesetzesverstössen gegen uns geltend gemacht werden könnten, beschränken sich, im Ermessen von Vontobel, soweit gesetzlich zulässig, auf die erneute Bereitstellung dieser Informationen beziehungsweise eines Teils davon beziehungsweise auf die Zahlung eines dem Aufwand für die Beschaffung dieser Informationen oder eines Teils davon entsprechenden Geldbetrages. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in Ländern zur Verfügung gestellt oder Personen in solchen Ländern zugänglich gemacht werden, wo dies aufgrund der geltenden Gesetze verboten ist. Personen, welche dieses Dokument zur Verfügung gestellt erhalten, sind verpflichtet, sich über solche Einschränkungen kundig zu machen und die lokalen Gesetze zu befolgen. **Insbesondere darf dieses Dokument weder US Personen zur Verfügung gestellt oder überreicht noch in den USA verbreitet werden.**

Indizes dienen ausschliesslich Illustrationszwecken, sind nicht verwaltet und berücksichtigen weder Marktbedingungen noch mit Investitionen verbundene Kosten. Darüber hinaus kann die Strategie des Unternehmens Anlagetechniken und -instrumente einsetzen, die bei der Indexbildung nicht verwendet werden. Daher ist die Wertentwicklung des Unternehmens und der Indizes nicht direkt vergleichbar.

MSCI-Daten sind ausschliesslich für den internen Gebrauch bestimmt und dürfen weder weiterverteilt noch im Zusammenhang mit dem Ausarbeiten oder Anbieten von Wertpapieren, Finanzprodukten oder Indizes verwendet werden. MSCI und jegliche

# 18 Rechtliche Hinweise

andere beim Zusammentragen, Berechnen oder Erstellen von MSCI-Daten beteiligte oder damit in Verbindung stehende Drittpartei (die «MSCI-Parteien») leisten bezüglich dieser Daten (oder der durch deren Verwendung erlangten Resultate) keinerlei Gewähr, weder ausdrücklich noch impliziert. Hiermit lehnen sämtliche MSCI-Parteien ausdrücklich jegliche Gewähr für die Echtheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Marktgängigkeit dieser Daten oder für deren Eignung zu einem bestimmten Zweck ab. Ohne Einschränkung des Vorangehenden haftet auch in keinem Fall irgendeine der MSCI-Parteien für direkte, indirekte, spezielle, Straf- oder Folgeschäden (einschliesslich Gewinnausfälle), selbst wenn sie auf die Möglichkeit solcher Schäden hingewiesen wurde.

«BLOOMBERG®» und die hierin aufgeführten Bloomberg-Indizes (die «Indizes») sind Dienstleistungsmarken von Bloomberg Finance L.P. und seinen verbundenen Unternehmen, einschliesslich Bloomberg Index Services Limited («BISL»), dem Verwalter der Indizes (zusammen «Bloomberg»), und wurden vom Vertreiber dieses Dokuments (dem «Lizenznehmer») für die Verwendung zu bestimmten Zwecken lizenziert. Bloomberg ist nicht mit dem Lizenznehmer verbunden und Bloomberg genehmigt, befürwortet, prüft oder empfiehlt die hier genannten Finanzprodukte (die «Produkte») nicht. Bloomberg übernimmt keine Garantie für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit von Daten oder Informationen im Zusammenhang mit den Produkten.

## 2. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokumentes sowie die darin beschriebenen Anlagen können in gewissen Rechtsordnungen aufgrund der lokalen Gesetze und Vorschriften Beschränkungen unterworfen sein. Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in Ländern verbreitet werden, in denen die Erstellerin oder die Distributorin über die entsprechenden Lizenzen verfügt. Ist in diesem Dokument nichts Gegenteiliges erwähnt, kann bezüglich eines spezifischen Landes nicht davon ausgegangen werden, dass die Erstellerin oder Distributorin über entsprechende Lizenzen verfügt. Bitte beachten Sie die nachfolgenden länderspezifischen Angaben, welche strikte einzuhalten sind. Mit Ausnahme der nachfolgenden speziellen Distributionswege gelten diese Research-Berichte in dieser Publikation als von der auf der Umschlagseite bezeichneten Gesellschaft verteilt.

### Informationen für Kunden aus Deutschland

Für die Weitergabe der Finanzanalyse ist die Bank Vontobel Europe AG, Alter Hof 5, D-80331 München verantwortlich. Sie verfügt über die erforderliche Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn, und unterliegt deren Aufsicht. Die Mitarbeiter von Vontobel, die für die Weitergabe von Finanzanalysen verantwortlich sind, unterliegen den jeweils geltenden gesetzlich und aufsichtsrechtlich vorgeschriebenen Compliance-Regelungen. Insbesondere wurden Massnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten ergriffen (zum Beispiel die Kontrolle des Informationsaustausches mit anderen Mitarbeitern, Unabhängigkeit der Vergütung der betroffenen Mitarbeiter, Verhinderung von Einflussnahme auf diese Mitarbeiter, Einhaltung der Vorgaben für Mitarbeitergeschäfte etc.). Die Einhaltung der jeweiligen Compliance-Regelungen und Organisationsanweisungen wird von Compliance-Stellen überwacht.

### Additional information for UK clients

This communication is issued and approved by Vontobel Asset Management S.A. London Branch which has its registered office at 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF and is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA") with Firm Reference Number 966651. Details of its regulatory permissions are available on the FCA Register and can also be obtained upon request from Vontobel Asset Management S.A., London Branch. Vontobel Asset Management S.A. London Branch is an overseas branch of Vontobel Asset Management S.A. ("Vontobel") public limited company registered in Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") with reference number A00001304 and S00001011.

### Information for Italian clients

This research document prepared by Bank Vontobel AG is distributed according to EU rule 2016/958 by Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano authorized and regulated by Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.

# Glossar und Quellen

- <sup>1</sup> Informeller Begriff, der einen Zusammenbruch des Software-as-a-Service-Sektors infolge von KI-Disruption beschreibt.
- <sup>2</sup> G10 (Group of Ten) bezeichnet eine Gruppe von zehn (inzwischen elf) grossen Industrieländern, die sich in internationalen Finanzangelegenheiten und in Fragen der Geldpolitik abstimmen.
- <sup>3</sup> Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 5. März 2026. [www.bloomberg.com/news/articles/2026-03-04/china-softens-gdp-goal-to-range-of-4-5-to-5-as-growth-slows](https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-03-04/china-softens-gdp-goal-to-range-of-4-5-to-5-as-growth-slows)
- <sup>4</sup> Bezieht sich auf die wirtschaftspolitische Agenda der japanischen Premierministerin Sanae Takaichi mit Fokus auf expansive Fiskalausgaben, staatlich gelenkte Investitionen in Schlüsselbereiche wie KI, Halbleiter und Verteidigung sowie geldpolitische Lockerung zur Wachstumsförderung.
- <sup>5</sup> Quelle: Artikel von CNBC, veröffentlicht am 19. Januar 2026. [www.cnbc.com/2026/01/19/japan-pm-takaichi-calls-feb-8-election.html](https://www.cnbc.com/2026/01/19/japan-pm-takaichi-calls-feb-8-election.html)
- <sup>6</sup> «Untergewichtet» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee einer Anlageklasse oder Subanlageklasse eine geringere Präferenz einräumt. Dies spiegelt die Einschätzung wider, dass die Anlageklasse im aktuellen Marktumfeld im Vergleich zu anderen weniger attraktiv ist. Es handelt sich nicht um eine Empfehlung, die Anlage vollständig zu meiden, sondern um den Hinweis auf eine reduzierte Gewichtung.
- <sup>7</sup> «Neutral» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee weder eine höhere noch eine niedrigere Präferenz für eine Anlage- oder Subanlageklasse hat. Dies spiegelt eine ausgewogene Sichtweise wider, bei der erwartet wird, dass sich die Anlageklasse im Einklang mit ihrer historischen oder marktüblichen Entwicklung verhält. Es handelt sich nicht um eine Empfehlung, aktiv zu werden, sondern um den Hinweis, die aktuelle Gewichtung beizubehalten.
- <sup>8</sup> «Übergewichtet» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee einer Anlageklasse oder Subanlageklasse eine höhere Präferenz einräumt. Dies spiegelt die Einschätzung wider, dass die Anlageklasse im aktuellen Marktumfeld im Vergleich zu anderen attraktiver ist. Es handelt sich nicht um eine Empfehlung, stark zu investieren, sondern um den Hinweis auf eine erhöhte Gewichtung.

Die Klassifizierungen «Untergewichtet», «Neutral» und «Übergewichtet» sind interne Einschätzungen des Investment Committees und sollten nicht als Empfehlungen für einzelne Anleger oder als Handlungsaufforderung verstanden werden. Sie spiegeln lediglich die Erwartungen von Vontobel hinsichtlich der Wertentwicklung einer bestimmten Anlageklasse wider. Diese Einschätzungen werden ausschliesslich zu Informationszwecken an ein breiteres Publikum weitergegeben und sind nicht auf eine spezifische Kundengruppe zugeschnitten.

- <sup>9</sup> Adam Smith war ein Ökonom und Philosoph des 18. Jahrhunderts und gilt als Begründer der modernen Wirtschaftswissenschaft. Seine Idee der «unsichtbaren Hand» besagt, dass Individuen, die in einem freien Markt ihre eigenen Interessen verfolgen, unbeabsichtigt zum Gesamtwohl der Gesellschaft beitragen können. Die von John Maynard Keynes entwickelte keynesianische Theorie argumentiert hingegen, dass der Staat insbesondere in Rezessionsphasen eingreifen sollte, indem er die Staatsausgaben erhöht und die Steuern senkt, um die Nachfrage zu stimulieren und die Wirtschaft zu stabilisieren.
- <sup>10</sup> Der Housing Affordability Index (HAI) zeigt an, ob sich eine durchschnittliche Familie angesichts aktueller Einkommensverhältnisse, Immobilienpreise und Hypothekenzinsen den Kauf eines Hauses zum Medianpreis in einer bestimmten Region leisten kann. Er ist ein weit verbreitetes Instrument in der Immobilien- und Wirtschaftsanalyse, um Trends in der Wohnraumschwinglichkeit über die Zeit zu bewerten. Der HAI ist in der Regel auf 100 normiert. Ein Wert von 100 bedeutet, dass eine Familie mit mittlerem Einkommen genau über das erforderliche Einkommen verfügt, um sich für eine Hypothek auf ein Haus zum Medianpreis zu qualifizieren. Ein Wert über 100 zeigt an, dass das Einkommen mehr als ausreicht, während ein Wert unter 100 darauf hinweist, dass sich die durchschnittliche Familie ein solches Haus nicht leisten kann.
- <sup>11</sup> Der Gini-Koeffizient ist ein weit verbreiteter Indikator zur Messung der Einkommens- oder Vermögensungleichheit innerhalb einer Bevölkerung. Er zeigt auf, wie gleichmässig Einkommen oder Vermögen auf Individuen oder Haushalte in einer bestimmten Region oder einem Land verteilt sind. Ein Wert von 0 steht für vollständige Gleichverteilung, bei der alle über das gleiche Einkommen oder Vermögen verfügen. Ein Wert von 1 (bzw. 100%) entspricht absoluter Ungleichheit, bei der eine einzelne Person oder ein Haushalt über das gesamte Einkommen oder Vermögen verfügt, während alle anderen leer ausgehen.
- <sup>12</sup> Die G7 ist ein Zusammenschluss von sieben führenden Industrienationen, die sich regelmässig treffen, um ihre Positionen zu globalen wirtschaftlichen und politischen Fragen abzustimmen.
- <sup>13</sup> Der Palma-Index konzentriert sich auf die Ungleichheit zwischen den reichsten und ärmsten Teilen der Gesellschaft, indem er den Einkommensanteil der obersten 10% der Verdienenden mit dem der untersten 40% vergleicht. Er wird häufig als intuitiveres Ungleichheitsmass als der Gini-Koeffizient angesehen, da er den Fokus auf die Extreme der Einkommensverteilung – die reichsten und ärmsten Bevölkerungsgruppen – legt, die politisch und gesellschaftlich oft besonders relevant sind. Der Palma-Index ist besonders nützlich, um Ungleichheiten in Ländern hervorzuheben, in denen der Einkommensanteil der Mittelschicht relativ stabil bleibt, während die Extreme (die obersten 10% und untersten 40%) deutlich stärkeren Schwankungen unterliegen.
- <sup>14</sup> Der «One Big Beautiful Bill Act» fasst mehrere wichtige politische Massnahmen zusammen, darunter Steuern, Ausgaben, Grenzsicherung und Regulierung.
- <sup>15</sup> Quelle: The White House, [www.whitehouse.gov/obbb/](https://www.whitehouse.gov/obbb/)
- <sup>16</sup> Quelle: Peter G. Peterson Foundation. Daten per 1. Oktober 2025. [www.pgpf.org/article/the-obbbas-effect-on-income-distribution-in-the-united-states/](https://www.pgpf.org/article/the-obbbas-effect-on-income-distribution-in-the-united-states/)
- <sup>17</sup> Quelle: Beitrag von US-Präsident Donald Trump auf Truth Social vom 9. Januar 2026. [truthsocial.com/@realDonaldTrump/posts/115868132990949589](https://truthsocial.com/@realDonaldTrump/posts/115868132990949589)
- <sup>18</sup> Quelle: Artikel von CNN, veröffentlicht am 11. November 2025. [edition.cnn.com/2025/11/11/business/fifty-year-mortgage](https://edition.cnn.com/2025/11/11/business/fifty-year-mortgage)
- <sup>19</sup> Quelle: Artikel in The Hill, veröffentlicht am 26. April 2025. [thehill.com/homenews/administration/5269176-steven-bannon-donald-trump-millionaire-tax-hike/](https://thehill.com/homenews/administration/5269176-steven-bannon-donald-trump-millionaire-tax-hike/)
- <sup>20</sup> Quelle: Transkript des Interviews im TIME Magazine, veröffentlicht am 25. April 2025. [time.com/7280114/donald-trump-2025-interview-transcript/](https://time.com/7280114/donald-trump-2025-interview-transcript/)
- <sup>21</sup> Der höchste marginale Einkommenssteuersatz bezeichnet den Prozentsatz, der auf den letzten Dollar des Einkommens von Personen oder Haushalten in der höchsten Einkommensklasse angewendet wird. Er ist der Spitzensteuersatz in einem progressiven Steuersystem, bei dem die Steuersätze mit steigendem Einkommen zunehmen. Dieser Satz gilt nur für Einkommen oberhalb einer bestimmten Schwelle; niedrigere Einkommensanteile werden zu niedrigeren Sätzen besteuert.
- <sup>22</sup> Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft und Oracle.
- <sup>23</sup> Organisation erdölexportierender Länder
- <sup>24</sup> Eine Koalition von acht grossen Ölproduzenten innerhalb der Allianz, darunter Saudi-Arabien, Russland und mehrere Golfstaaten, die von Teherans Raketenangriffen direkt betroffen sind.
- <sup>25</sup> Die SPR ist ein Notvorrat an Rohöl, den die US-Regierung unterhält. Sie wurde 1975 nach dem Ölembargo von 1973–1974 eingerichtet, um die Auswirkungen künftiger Versorgungsunterbrechungen abzufedern. Die SPR ist die weltweit grösste staatliche Notfall-Ölreserve. Die Lagereinrichtungen befinden sich in unterirdischen Salzkavernen entlang der Golfküste in Texas und Louisiana. Die SPR ist darauf ausgelegt, als Puffer bei erheblichen Versorgungsunterbrechungen zu dienen, etwa infolge geopolitischer Konflikte, Naturkatastrophen oder anderer Notfälle, die die Ölverfügbarkeit beeinträchtigen könnten.
- <sup>26</sup> Zeitraum von 1979 bis 1987, als Paul Volcker Vorsitzender der US-Notenbank war. Die Ära ist bekannt für aggressive Zinserhöhungen zur Bekämpfung der hohen Inflation in den USA.
- <sup>27</sup> 1985 geschlossene Vereinbarung zwischen den USA, Japan, Westdeutschland, Frankreich und Grossbritannien, um den US-Dollar abzuschwächen.
- <sup>28</sup> Bezieht sich auf den plötzlichen Anstieg des Schweizer Frankens, nachdem die SNB überraschend ihre Obergrenze für den Franken gegenüber dem Euro aufgehoben hatte.

Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zürich  
Schweiz  
[vontobel.com](http://vontobel.com)

