

Vontobel

Investors' Outlook

Süßes und Saures



November 2025

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Durch den Nebel

6 Markt-Highlights

Ein Jahr voller süsser und saurer Überraschungen liegt hinter uns – und neue stehen schon vor der Tür

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 4. Dezember 2025)

Konzept
MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation
Vontobel

Bilder
Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss
5. November 2025

Bemerkungen
Siehe «Rechtliche Hinweise» auf Seite 17

Süßes und Saures



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

Geschätzte Leserschaft

Im vergangenen Monat wurden Anleger erneut dafür belohnt, am Markt investiert zu sein. Wir sind weiterhin der Ansicht, dass das Narrativ rund um Geldangebot, Fiskalpolitik und Zentralbanklockerungen Bestand hat, und es fällt uns schwer, in diesem Umfeld eine Baisse zu begründen.

Trotz gelegentlicher Volatilität haben Risikoanlagen weiter zugelegt. Gold hat etwas an Glanz verloren, da es einen Rücksetzer vom Allzeithoch gab. Aktien und US-Staatsanleihen führten ihre Hausse jedoch fort.

Vor Halloween zeigten sich die Anleger indes leicht nervös. US-Regionalbanken jagten den Märkten kurzzeitig einen Schrecken ein, nachdem Zions Bancorp und Western Alliance Bancorp notleidende Kredite im Zusammenhang mit Fonds offenlegten, die in angeschlagene gewerbliche Hypotheken investieren. In Kombination mit den jüngsten Insolvenzen des Subprime-Kreditgebers Tricolor Holdings und des Automobilzulieferers First Brands Group kam es zu einem branchenweiten Rückgang im Bankensektor – die Furcht vor weiteren, im Schatten lauenden Kreditrisiken machte die Runde.

Auch die makroökonomischen Entwicklungen sorgten für Nervenkitzel. Japan reiht sich nun in die globale Stimuluswelle ein, da die ersten Äusserungen der neuen Premierministerin Sanae Takaichi auf höhere Staatsausgaben hindeuten. Damit würde eine weitere grosse Volkswirtschaft hinzukommen, die fiskalische Unterstützung leistet. In China verlangsamte sich das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts auf 4,8% und lag damit leicht über den erwarteten 4,7%. Das Wachstum seit Jahresbeginn von 5,2% hält Peking jedoch weiterhin auf Kurs für das

Ziel von 5% in diesem Jahr. Wir betrachten die Bewertungen chinesischer Aktien als attraktiv und sehen darin eine Chance, die Portfolios von einer stark konzentrierten Exposition in künstlicher Intelligenz (KI) zu diversifizieren.

Apropos KI: Viele Anleger fragen sich, ob es sich dabei um eine Blase handelt. Wir finden, ein Blick in das Handbuch der 1990er-Jahre lohnt sich. Vor der Dotcom-Blase¹ kletterten die Kurs-Gewinn-Verhältnisse auf fast das Hundertfache, und davon sind wir heute weit entfernt. Zudem waren die damaligen Internet-Highflyer meist nicht profitabel, während die Tech-Giganten von heute meist sowohl hohe Gewinne erzielen, als auch über Netto-Barmittel verfügen. Bevor wir also von einer Blase sprechen, müssten wir zunächst Aktivitäten beobachten wie fremdfinanzierte Übernahmen, die Ausgabe von Unternehmensaktien oder überdimensionierte Rückkäufe. Erste Anzeichen, wie die Prüfung eines geplanten NASDAQ-Produkts mit fünffacher Hebelwirkung durch die US-Börsenaufsicht SEC², deuten darauf hin, dass Privatanleger Interesse an Hebelgeschäften zeigen. Doch es ist noch zu früh, um Schlüsse zu ziehen.

Im aktuellen Investors' Outlook finden Sie den Ausblick der Multi Asset Boutique für 2026, einen genaueren Blick auf die Kakaopreise und unsere Einschätzung zum Aktienmarkt.

Manche Schlagzeilen können Märkte erschrecken, doch Diversifikation bleibt aus unserer Sicht der wahre Trick. Wir möchten unseren Kunden helfen, aus einer Schale vielfältiger Leckereien ihre Favoriten zu wählen.

→ Webcast

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

¹ Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 19



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

Durch den Nebel

Der Oktober begann mit einem Shutdown der US-Regierung – dem zwanzigsten seit 1976. Tausende Bundesangestellte wurden vorübergehend beurlaubt, zentrale Wirtschaftsberichte blieben aus. Das Bureau of Labor Statistics, das Bureau of Economic Analysis und das Census Bureau haben die Datenerhebung und -veröffentlichung vorübergehend ausgesetzt, mit einigen Ausnahmen.

Marktteilnehmer griffen daher auf alternative Informationsquellen zurück, um den Zustand der Wirtschaft zu beurteilen, wobei sich ein gemischtes Bild abzeichnete. Private Beschäftigungsdaten von ADP³ deuteten auf einen Verlust von rund 32 000 Stellen im September hin, während Kreditkarten- und andere hochfrequente Ausgabedaten eine nachlassende Konsumaktivität signalisierten. Anleger kamen offenbar zum Schluss, dass sich der zuvor heisse Arbeitsmarkt abgekühlt hat und Unternehmen bei Neueinstellungen zurückhaltender agieren, auch wenn sich breit angelegte Entlassungen bislang noch nicht in den Daten widerspiegeln.

Das Fehlen offizieller Daten hielt die US-Notenbank Fed nicht davon ab, im Oktober die Zinsen zu senken, wobei die Währungshüter ihre Besorgnis über den Arbeitsmarkt äuserten. Die Meinungen darüber, ob noch in diesem Jahr eine weitere Senkung erfolgen wird, gehen auseinander. Ob die Fed bei der Sitzung am 9. und 10. Dezember eine weitere Zinssenkung beschliesst, bleibt abzuwarten.

Dann befinden wir uns bereits im Endspurt zum Jahresende, und der Blick richtet sich auf 2026. Wie sieht unser Ausblick aus? Angesichts der Aussicht auf eine akkommodierende Geldpolitik und wachstumsfördernde Massnahmen bleiben wir zuversichtlich in Bezug auf das globale Wachstum. Eine Wiederholung des Inflationsanstiegs von 2021–2022 erwarten wir nicht. Zudem sind wir der Meinung, dass US-Präsident Donald Trump angesichts der Zwischenwahlen im Jahr 2026 voraussichtlich ein Interesse daran haben wird, Unsicherheiten zu begrenzen. Vor diesem Hintergrund hat das Investment Committee der Multi Asset Boutique beschlossen, die aktuelle Asset Allocation unverändert beizubehalten. Details finden Sie auf Seite 5, den umfassenden Ausblick für 2026 ab Seite 7.

	UNTERGEWICHTET ⁴		NEUTRAL ⁵	ÜBERGEWICHTET ⁶		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität			→			Wir bleiben bei einer neutralen Haltung gegenüber Liquidität und sind bereit, diese bei sich bietenden Gelegenheiten einzusetzen.
2 Anleihen		→				Im Anleihensegment bevorzugen wir Staatsanleihen und Papiere aus Schwellenländern mit einer neutralen Gewichtung. Investment-Grade-Unternehmensanleihen bleiben untergewichtet. Nach der Verengung der Renditeaufschläge seit dem Liberation Day bieten die aktuellen Renditen unseres Erachtens keine ausreichende Kompensation gegenüber historischen Werten, insbesondere unter Berücksichtigung von Risiken und Marktvolatilität. Dieselbe Einschätzung gilt auch für Hochzinsanleihen, bei denen wir unsere Untergewichtung beibehalten.
3 Aktien				→		Wenn sich unser Basisszenario bestätigt (Details ab Seite 7), gehen wir davon aus, dass Aktien Anleihen weiterhin übertreffen dürften. Wir halten daher an unserer Übergewichtung in Aktien und unserer Untergewichtung in Anleihen fest. Unsere Aktienübergewichtung liegt auf Titeln aus der Eurozone und den Schwellenländern. Unseres Erachtens dürften beide Regionen von einem voraussichtlich schwächeren US-Dollar profitieren, weisen in unseren Augen attraktive relative Bewertungen auf und sollten durch inländische Konjunkturmassnahmen gestützt werden. Für Schweizer, US- und japanische Aktien bleiben wir neutral.
4 Gold			→			Auch für Gold bleiben wir bei unserer neutralen Einschätzung. Das Edelmetall setzte seine Rekordserie im Oktober fort und liess die Marke von USD 4300 pro Unze hinter sich. Eine der wichtigsten Triebkräfte war die wachsende Erwartung, dass die US-Notenbank Fed weitere Zinssenkungen vornehmen würde, da niedrigere Zinsen zinslose Anlagen wie Gold begünstigen. Die starke Nachfrage nach sicheren Anlagen – bedingt durch Handelskonflikte, den Shutdown der US-Regierung und Sorgen über eine Währungsabwertung – verstärkte die Attraktivität von Gold als Absicherung zusätzlich. Mehrere Zentralbanken bauten ihre Goldreserven weiter aus, zudem gab es hohe Zuflüsse in börsengehandelte Fonds. Gegen Ende des Monats kam es jedoch zu einem deutlichen Ausverkauf, bei dem Gold an einem Tag um über 5% nachgab. Verantwortlich dafür waren Gewinnmitnahmen, ein stärkerer US-Dollar und der nachlassende Appetit auf sichere Anlagen. Während die langfristigen Argumente – etwa Schuldenängste, Währungsabwertungssorgen und die Bemühungen der Zentralbanken um eine Entdollarisierung – intakt bleiben, deutet der jüngste Rückschlag darauf hin, dass der schnelle Anstieg des Goldpreises überzogen gewesen sein könnte.
5 Rohstoffe			→			Wir bleiben gegenüber Rohstoffen neutral eingestellt. Im Jahr 2025 hat sich die Weltwirtschaft grösstenteils unter ihrem Potenzial entwickelt, belastet durch Handelskonflikte und politische Unsicherheiten. Für diese zyklische Anlageklasse sprechen mehrere unserer zentralen wirtschaftlichen Annahmen, darunter die erwartete Verbesserung der globalen Einkaufsmanagerindizes ⁷ für das verarbeitende Gewerbe sowie die anhaltende Schwäche des US-Dollars. Für einen optimistischeren Ausblick müssten wir jedoch einen stärkeren Inflationsdruck und eine Reduktion des Überangebots am Ölmarkt sehen.
6 Alternative Strategien			→			Wir bekräftigen unsere neutrale Position gegenüber alternativen Fonds und Immobilien.

Hinweis: Stand der Einschätzungen ist Oktober 2025. Änderungen vorbehalten.

Veränderung zum Vormonat: unverändert → erhöht ↗ verringert ↘

6 Markt-Highlights

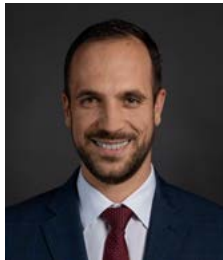


Ein Jahr voller süsser und saurer Überraschungen liegt hinter uns – und neue stehen schon vor der Tür

«Süßes oder Saures?» – der klassische Halloween-Spruch. Doch in der zweiten Amtszeit von US-Präsident Donald Trump waren es nicht Kinder in Kostümen, die an Türen klopfen – sondern Trump selbst. Mit seiner unberechenbaren Handels- und Aussenpolitik hielt er die globalen Märkte in Atem und verunsicherte die Anleger mit der Ungewissheit, was als Nächstes auf sie zukommen würde: Saures in Form von Zöllen, Sanktionen oder geopolitischen Spannungen oder Süßes wie ein überraschendes Handelsabkommen oder eine Börsenhausse? Ganz im Geiste von Halloween verteilte Trump gelegentlich auch Bonbons und bescherte Anlegern inmitten des Chaos Momente von Optimismus und unerwartete Gewinne.



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



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

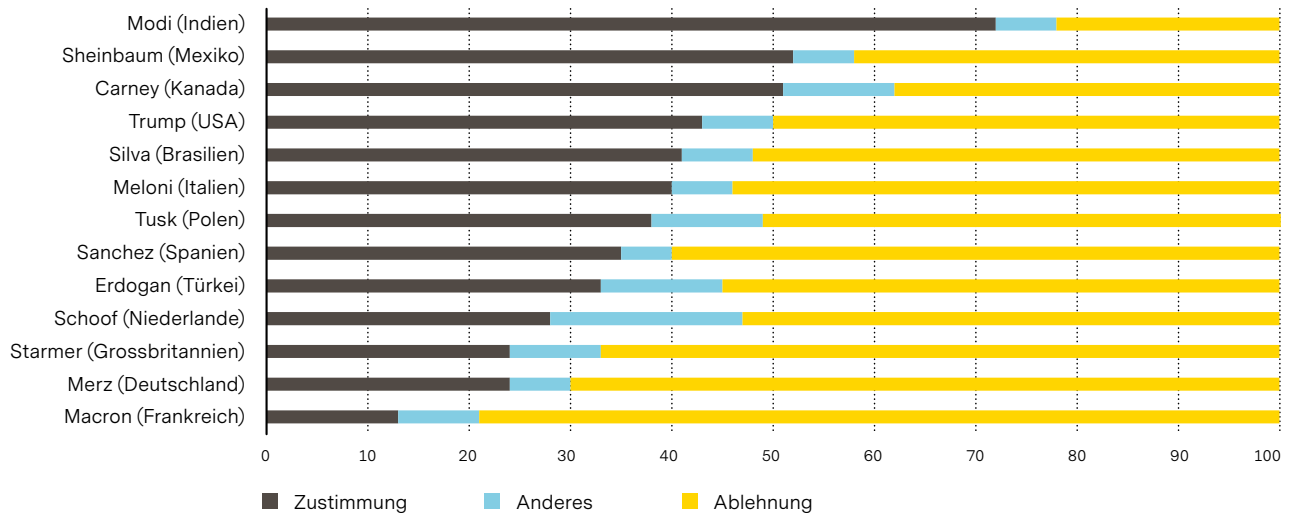
Seit seiner Rückkehr ins Amt Ende Januar verfolgt Trump eine entschlossene Agenda: weitreichende Handelsmassnahmen, eine aggressive Industriepolitik, umfassende Deregulierung und eine Ausweitung der Exekutivmacht. Das Zusammenspiel dieser Initiativen warf bisweilen mehr Fragen als Antworten auf – sowohl für Unternehmen und Anleger als auch für die Gesamtwirtschaft.

Im Handelskrieg liess Trumps Zolloffensive die globalen Lieferketten erzittern. Sie führte zu Sorgen über steigende Inputkosten für Unternehmen und letztlich auch für Konsumenten. Handelspartner drohten mit Vergeltungszöllen und/oder suchten nach neuen Absatzmärkten. Unternehmen – insbesondere jene mit Sitz in den USA – reagierten auf zweierlei Weise: Erstens horteten viele Güter, um künftigen Zöllen zuvorzukommen⁸, was mehrere volkswirtschaftliche Kennzahlen – darunter die globalen Exportdaten und das US-Bruttoinlandsprodukt (BIP) – erheblich verzerrte. Zweitens verschoben zahlreiche Firmen ihre Investitions- und Einstellungspläne.

Das hat auch auf dem einst glühend heissen US-Arbeitsmarkt Spuren hinterlassen. Zwar liegt die Arbeitslosenquote mit 4,3% weiterhin auf einem historisch niedrigen Niveau, doch sind seit dem Sommer weniger Arbeitsplätze im privaten Sektor entstanden, und die Zahl fiel teils sogar ins Negative. Die Veröffentlichung eines besonders schwachen monatlichen Arbeitsmarktberichts führte zur Entlassung einer hochrangigen Beamtin im Arbeitsministerium und nährte Zweifel an der Verlässlichkeit der US-Daten. Trotz einer allgemeinen Abschwächung bleibt der Arbeitsmarkt in bestimmten Sektoren – insbesondere dort, wo Arbeitsmigranten gefragt sind – angespannt, was vor allem auf Trumps restriktive Einwanderungspolitik zurückzuführen ist.

Grafik 1: Regierungschefs weltweit müssen entschlossen handeln (mit wachstumsfördernden Massnahmen), um politisch zu überleben

Zustimmungsrate weltweit führender Politiker



Quelle: Morning Consult, Vontobel. Daten von 1. bis 7. Oktober 2025.

Trumps Politik hat auch die jüngsten US-Inflationszahlen beeinflusst. Nachdem die Konsumentenpreise im April auf 2,3% (im Vorjahresvergleich) gefallen waren, zogen sie seither stetig an und erreichten im September 3,0%, wobei die Preise für Waren und Lebensmittel besonders stark gestiegen sind. Trotz Trumps Behauptung, ausländische Exporteure würden die Kosten des Handelskriegs tragen, bleibt die Inflation in anderen Regionen moderat – etwa in der Eurozone (+2,1% im Oktober), in China (-0,3% im September) und in der Schweiz (+0,1% im Oktober).

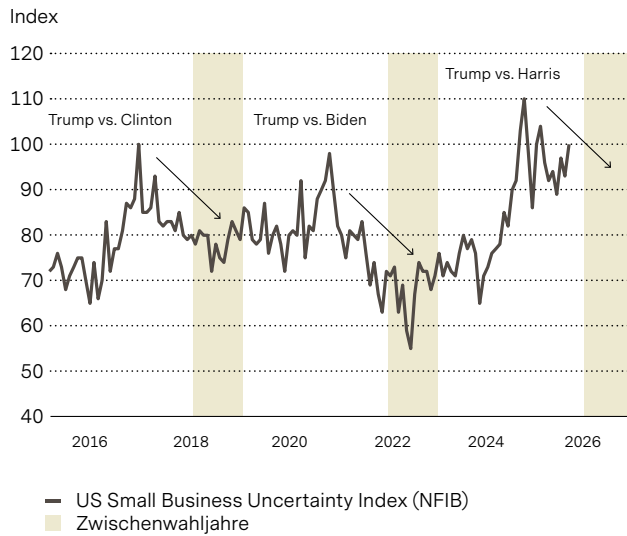
Angesichts eines schwächeren Arbeitsmarkts, anhaltender geopolitischer Spannungen und hartnäckig hoher Preise sind die US-Konsumenten zunehmend skeptisch geworden. Der Konsumklimaindex der Universität Michigan sank im Oktober bereits den dritten Monat in Folge, und auch der Indikator des Conference Board zeigte ein ähnlich verhaltenes Bild. Dies veranlasste vor allem Haushalte mit niedrigerem und mittlerem Einkommen, ihre Ausgaben zu reduzieren. Auch wenn dies in den Detailhandelsumsätzen (nicht inflationsbereinigt⁹) nicht sofort sichtbar ist, zeigt sich der Rückgang deutlicher im PCE-Index (Personal Consumption Expenditures), einem zentralen Bestandteil des US-BIP.

Das Zusammenspiel aus nachlassendem Wachstum, hartnäckiger Inflation und unklarer Visibilität erschwert den Kurs der US-Notenbank Fed bei den Zinssenkungen. Trotz öffentlichem Druck von Trump, die Zinsen zu senken, verwies Fed-Chef Jerome Powell auf die Unsicherheiten der Wirtschaftspolitik und die Inflationsrisiken als Gründe für die Zurückhaltung. Deshalb verhartete die Fed mehrere Monate lang in einer Warteposition, bevor sie schliesslich im September die Zinssenkungen wieder aufnahm. Andere wichtige Zentralbanken führten ihre Zinssenkungen indes relativ unbeirrt fort. Mehrere Mitglieder der Europäischen Zentralbank signalisierten, dass der Lockerungszyklus nach acht Zinssenkungen «nahe seinem Ende oder bereits am Ende» sei¹⁰. Die Schweizerische Nationalbank senkte ihren Leitzins auf 0% und betonte, dass die Hürde für die Einführung von Negativzinsen hoch bleibe¹¹.

Unser Basisszenario für 2026: Mehr Saures, aber auch mehr Süsses

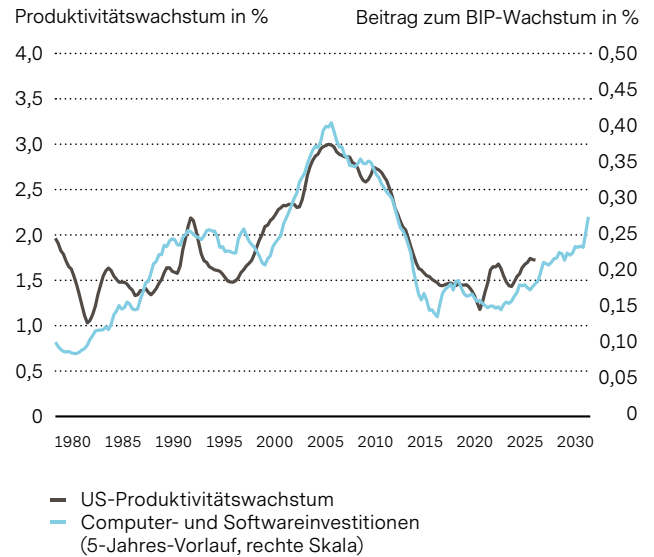
Was erwartet uns 2026 in puncto Wachstum, Inflation und Geldpolitik? Unser globaler Wachstumsausblick bleibt positiv – und das aus mehreren Gründen. Erstens befinden sich die meisten Zentralbanken nach wie vor im Zinssenkungszyklus statt im Straffungsmodus. Dazu zählt auch die wohl einflussreichste unter ihnen – die

Grafik 2: Die politische Unsicherheit war bisher in den Zwischenwahljahren am tiefsten



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 24. Oktober 2025.

Grafik 3: Technologieinvestitionen hatten früher einen guten Vorlauf auf das Produktivitätswachstum



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 24. Oktober 2025.

Fed –, die noch beträchtlichen Spielraum hat, bis sie ein «neutrales» Zinsniveau erreicht. Laut den eigenen Prognosen der Fed liegt dieses bei rund 3%, was etwa vier weitere Zinssenkungen erforderlich machen würde, um dieses Niveau zu erreichen. Da geldpolitische Impulse stets zeitverzögert auf die Realwirtschaft wirken, dürfte sich der positive Effekt der bisherigen (und künftigen) Senkungen weit ins Jahr 2026 hinein fortsetzen. Ein Blick auf die Kredite und Leasingverträge der US-Geschäftsbanken zeigt, dass viele ihre Kreditvergabe ausgebaut haben – beflügelt durch tiefere Zinsen und die Aussicht auf eine Lockerung der Regulierung, nachdem Fed-Mitglied Michelle Bowman als Vizechefin für den Bereich Bankenaufsicht ernannt wurde und eine Überarbeitung der Bankenregulierung signalisiert hat.

Fiskalpolitisch werden die Entscheidungsträger weltweit unseres Erachtens gezwungen sein, mehr wachstumsfördernde Massnahmen zu ergreifen – zumindest, wenn sie politisch überleben wollen. Besonders in Europa ist der Handlungsdruck gross, da viele Regierungen alles andere als populär sind (Grafik 1). Laut Schätzungen des Internationalen Währungsfonds dürften die Haushaltsdefizite im kommenden Jahr hoch bleiben – und in mehreren Ländern (z. B. Deutschland, China oder Indien) sogar zunehmen.

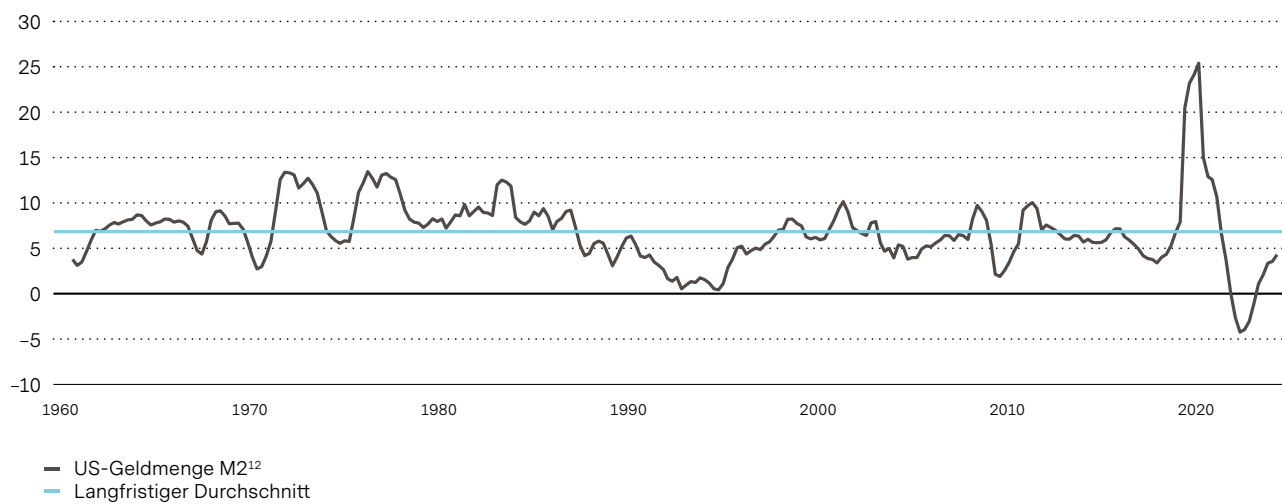
In den USA wiederum hat Trump aus unserer Sicht gute Gründe, hohe Unsicherheit zu vermeiden und für mehr Berechenbarkeit zu sorgen. Die anstehenden Zwischenwahlen am 3. November 2026 entscheiden über die Mehrheiten im Kongress, wo die Republikaner derzeit nur einen knappen Vorsprung halten. Wie Grafik 2 zeigt, war die politische Unsicherheit in früheren Zwischenwahljahren stets am geringsten – wenig überraschend, denn Unsicherheit ist selten eine Wahlhelferin. Auch die anstehende Überprüfung des USMCA-Handelsabkommens (United States–Mexico–Canada Agreement) im Juli 2026 könnte unseres Erachtens Trump Gelegenheit bieten, weitere «grossartige» Handelsdeals zu verkünden.

Nicht zuletzt sehen wir Potenzial für höhere Produktivität durch den breiteren Einsatz künstlicher Intelligenz (KI). Die 1990er-Jahre erinnern eindrucksvoll daran, wie technologische Fortschritte das Wirtschaftswachstum ankurbeln können, ohne eine starke Inflation auszulösen (Grafik 3). Damals steigerten Computer, Internet und digitale Tools die Produktivität quer durch Branchen – mit schnellerer Kommunikation, mehr Automatisierung und höherer Effizienz. Dank höherer Produktivität konnten Unternehmen höhere Löhne zahlen, ohne die Preise zu erhöhen.

10 Markt-Highlights

Grafik 4: Das Wachstum der US-Geldmenge liegt weit unter den Niveaus, die zuvor die Grundlage für eine höhere Inflation bildeten

Prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 24. Oktober 2025.

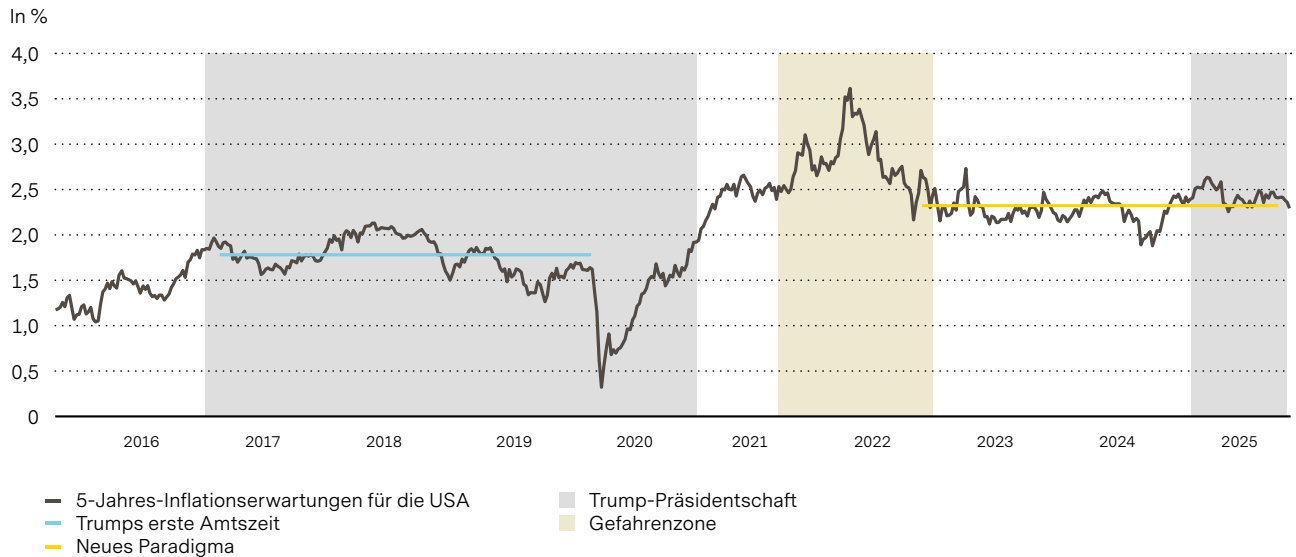
Was erwarten wir für die Inflation? Die US-Konsumenten dürften die höheren Zölle 2026 zu spüren bekommen. Bisher haben US-Unternehmen nur einen Teil der zusätzlichen Kosten an die Konsumenten überwält – wir rechnen damit, dass sich dieser Effekt im Jahresverlauf verstärkt. Zudem dürfte ein schwächerer US-Dollar die Preise für Importe steigen lassen. Dennoch erwarten wir keinen Inflationsschub wie 2021 – 2022. Warum? Erstens machen die Preise von Waren im US-Inflationskorb einen deutlich kleineren Anteil aus als Dienstleistungen. Zweitens wirken Zölle wie eine Steuer, die das verfügbare Einkommen schmälert und die Nachfrage dämpft. Drittens dürfte die Fed die Zinsen in den kommenden Monaten nur auf ein «neutrales» Niveau senken – wir erwarten keine «akkommodierende» (d. h. stimulierende) Geldpolitik. Zwar wächst die US-Geldmenge, sie liegt aber weiterhin deutlich unter den Niveaus, die zuvor die Grundlage für eine höhere Inflation bildeten (Grafik 4). Viertens verlieren Arbeitnehmende in einem schwächeren US-Arbeitsmarkt an Verhandlungsmacht – was den Aufwärtsdruck auf die Löhne mindert. Fünftens bestehen derzeit keine nennenswerten Lieferengpässe oder Probleme in den Lieferketten: Das Ölkartell OPEC+ bringt bis Ende Dezember weiterhin zusätzliches Rohöl auf den Markt, und steigende OECD-Lagerbestände begrenzen die Preise zwischen USD 60 und 65 pro Barrel. Zudem dürfte China

unseres Erachtens weiterhin Deflation «exportieren» – infolge massiver Überkapazitäten z.B. bei Elektrofahrzeugen und Solarmodulen. Und schliesslich könnte die wachsende Nutzung von KI deflationär wirken.

Risiken für unseren Ausblick auf 2026

Wie stets lauern im Schatten auch Risiken. Ein Wachstumsrisiko ist – wenig überraschend – Trump selbst. Zwar wäre es rational, in einem Wahljahr Unsicherheit zu vermeiden, doch ob Trump diese Sicht teilt, ist offen. Die US-Zollquote – gemessen an den Zolleinnahmen im Verhältnis zu den Importen langlebiger Güter – liegt derzeit mit rund 10% auf einem Jahrzehntehoch. Historisch gesehen wäre allerdings noch Luft nach oben: In der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts lag die Zollquote ungefähr doppelt so hoch. Ein weiteres Risiko bleibt der Krieg zwischen Russland und der Ukraine. Auch wenn ein Waffenstillstand denkbar ist, könnte der Konflikt dennoch eskalieren und vor einer allfälligen Beilegung einen Ölpreisschock auslösen. Nicht zu vergessen sind die angespannten Staatsfinanzen vieler Länder: Frankreich kämpft mit hohen Defiziten bei politischer Blockade und die USA mit hoher Verschuldung sowie steigenden Fremdkapitalkosten. Auch juristisch könnte es brenzlig werden, wenn der Oberste Gerichtshof Trumps Handelskrieg für illegal erklären würde. Mehrere kleine Unternehmen und von den

Grafik 5: Der Spielraum für politische Experimente ohne schwerwiegende Folgen dürfte begrenzt sein



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 24. Oktober 2025.

Demokraten geführte Bundesstaaten fechten die Einfuhrzölle an und argumentieren, dass sie einer Steuererhöhung von USD 3 Billionen für die amerikanische Bevölkerung gleichkommen und die Befugnisse des Präsidenten überschreiten. Sollte die US-Regierung gezwungen sein, die Zolleinnahmen zurückzuzahlen, könnte dies eine fiskalische Krise auslösen. Hinzu kommt die Gefahr einer sich verschärfenden Kreditklemme – zuletzt illustriert durch die Insolvenzen des Autozulieferers First Brands und des Kreditgebers Tricolor, die JPMorgan-Chef Jamie Dimon zu der Warnung veranlassten, in der US-Wirtschaft könnten sich «noch mehr Kakerlaken» verbergen¹³.

Ein Risiko für unseren Inflationsausblick liegt in der Abwertung des US-Dollars. Die Währung hat 2025 bereits ungefähr 10% gegenüber einem Korb wichtiger Währungen verloren, und viele von Trumps Massnahmen – insbesondere eine mögliche Ablösung von Fed-Chef Powell durch eine expansiv orientierte Nachfolge – könnten zusätzlichen Druck auf den Greenback erzeugen. Ein deutlich schwächerer Dollar könnte die importierte Inflation weiter anheizen.

Langfristig haben sich die US-Inflationserwartungen indes aus dem Rahmen von Trumps erster Amtszeit gelöst.

Nach einem Höchststand von über 3,5% während der Inflationskrise 2022–2023 liegen sie nun auf einem neuen, höheren Niveau. Das ist von Bedeutung, weil steigende Inflationserwartungen leicht zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung werden können: Sie prägen das Konsumverhalten und können so die Inflation weiter antreiben. Unseres Erachtens bleibt damit wenig Spielraum für politische «Tricks», ohne dass diese rasch zum Bumerang werden könnten (Grafik 5).

Der Ton übertrumpft den Trend, wenn die Daten verstummen



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

Da die US-Regierung aufgrund des Shutdowns derzeit keine offiziellen Wirtschaftsdaten veröffentlicht, navigieren die Märkte ohne ihren gewohnten Kompass. Der Fluss an Zahlen zu Beschäftigung, Konsum, Preisen und Produktion ist versiegt, ersetzt durch Stimmungsindikatoren und anekdotische Hinweise. In diesem Vakuum gilt: Der Ton schlägt den Trend. Anleger werten jede Rede der US-Notenbank Fed, jede Unternehmensmeldung und jeden Kreditkartenindikator als Orientierung. Die Wahrnehmung selbst wird zur Marktkraft.

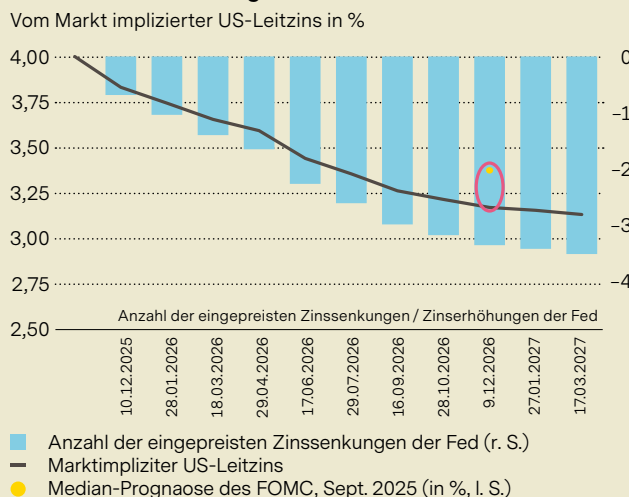
Bei ihrer jüngsten Sitzung senkte die Fed den Leitzins um 25 Basispunkte auf 4,00%. Der Schritt war erwartet, doch Fed-Chef Jerome Powell betonte, dass eine weitere Senkung in diesem Jahr nicht garantiert sei. Im Gremium gab es unterschiedliche Meinungen: Powell sprach von deutlich abweichenden Einschätzungen zu Risiken und Konjunkturausblick. Powell verwies auf die Schwierigkeit, ohne vollständige Daten zu agieren. «Wenn man im Nebel fährt, fährt man langsamer¹⁴», sagte er. Womöglich ein Hinweis, dass der Datenstopp die Dezembersitzung beeinflussen könnte. Die Märkte preisen bereits stärkere Zinssenkungen für das kommende Jahr ein, als die Fed derzeit signalisiert (Grafik 1), obwohl die Arbeitsmarkt-

daten bislang kaum eine weitere Abschwächung erkennen lassen. Trotzdem halten wir dies nicht für den richtigen Zeitpunkt, um wieder auf Baisse-Positionen zu setzen: Die Sensitivität gegenüber der Kreditqualität und die anhaltenden Handelsspannungen bleiben hoch.

Hochzinsanleihen: Carry ja, Puffer nein

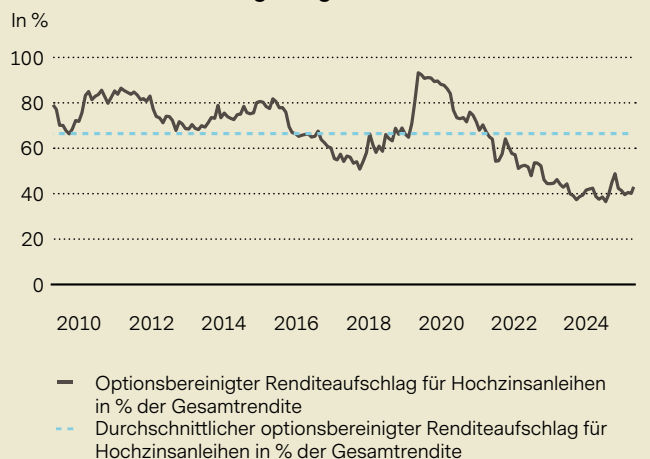
Hochzinsanleihen bieten unseres Erachtens weiterhin attraktive laufende Erträge (Carry), aber kaum Risikopuffer. Die Kreditprämie ist unserer Ansicht nach gering. Aktuell machen die Renditeaufschläge rund 42% der Gesamtrendite aus – gegenüber einem langfristigen Durchschnitt von etwa 66%. Ein Blick auf Grafik 2 zeigt, wie sich die Vergütung für Kreditrisiken in den vergangenen zehn Jahren deutlich verringert hat. Zwar liegen die Gesamtrenditen nahe ihren Mehrjahreshochs, doch ein immer kleinerer Anteil dieser Erträge stammt aus Renditeaufschlägen. Anders gesagt: Anleger erhalten heute eher den risikofreien Zinssatz als eine echte Vergütung für Kreditrisiken. Auch wenn die Gesamtrenditen daher solide und die Renditeaussichten akzeptabel erscheinen, ist die Fehlermarge unseres Erachtens nicht ausreichend. Unserer Ansicht nach besteht wenig Puffer für ein schwächeres Wachstum oder einen Anstieg der Zahlungsausfälle. Für uns ist dies ein Carry ohne Sicherheitsnetz, und es ist unseres Erachtens unwahrscheinlich, dass sich der Ertrag durch eine Verengung der Renditeaufschläge verbessern wird. Insgesamt sind wir der Ansicht, dass die Argumente für breit gestreute Anleihenpositionen derzeit schwach sind. Selektivität spielt daher eine entscheidende Rolle. Wir bevorzugen Emittenten mit solider Qualität, tragfähiger Struktur und ausreichender Liquidität – hier kann aktives Management seinen Mehrwert entfalten.

Grafik 1: Was die Märkte einpreisen und was die US-Notenbank Fed signalisiert



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 3. November 2025.

Grafik 2: Anteil der Renditeaufschläge weiterhin deutlich unter historischen Vergütungsniveaus



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 22. Oktober 2025.

KI – Investitionsboom oder Blase?



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

Optimisten und Pessimisten an den Finanzmärkten diskutieren derzeit über den rasanten Anstieg der KI-Investitionen, die hohen Bewertungen der betroffenen Unternehmen und das entstehende geschlossene Ökosystem. Viele fragen sich bereits, ob wir uns auf die nächste grosse Blase zubewegen (Grafik 1).

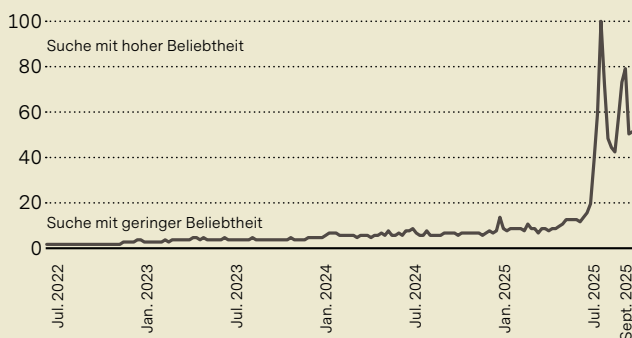
In den letzten Monaten haben sich die Warnungen vor einer möglichen KI-Blase gehäuft – sowohl von Finanzinstituten als auch von Führungskräften an der Spitze dieses Megatrends. Zwar bezweifeln nur wenige das langfristige transformative Potenzial der KI, doch viele warnen vor möglichen Rückschlägen auf dem Weg dorthin. Diese Bedenken entstehen vor dem Hintergrund einer scheinbar unaufhaltsamen Aktienhausse, die vor allem von einigen wenigen grossen US-Technologieunternehmen im KI-Bereich mit hohen Bewertungen getragen wird. Selbst die US-Regierung hat Beteiligungen an einigen dieser Firmen erworben, fördert Projekte wie «Stargate¹⁵» und fordert die Tech-Giganten zu milliarden schweren Inlandsinvestitionen in die KI auf. Die Investitionsausgaben für Rechenzentren zeigen jedoch nur eine Seite der Medaille. Der Energiebedarf bildet die andere – und entwickelt sich zunehmend zu einem entscheidenden Engpass. So

umfassen die jüngst von OpenAI, dem Eigentümer von ChatGPT, unterzeichneten Verträge eine Verpflichtung zum Erwerb von 17 Gigawatt¹⁶. Das entspricht in etwa der Kapazität von 17 Kernkraftwerken¹⁷. Dies hat Befürchtungen geweckt, dass die Kombination aus hohen Bewertungen, zirkulären Investitionsströmen und wachsendem Stromverbrauch einen Teufelskreis schafft, der immer grössere Ausmasse annimmt – ohne dass bislang klar ist, wie die Unternehmen die Renditen dieser Investitionen tatsächlich monetarisieren wollen.

Die Auswirkungen der KI-bezogenen Investitionen auf das reale BIP-Wachstum der USA sind bereits klar erkennbar (Grafik 2). Bei einem jährlichen BIP von nahezu USD 30 Billionen tragen KI-bezogene Ausgaben inzwischen mehr als 1% zum vierteljährlichen Wachstum bei – das entspricht rund einem Drittel des gesamten Zuwachses. Mit anderen Worten: KI ist zu einem zentralen Wachstumsmotor der US-Wirtschaft geworden. Aber bedeutet das, dass sich eine Blase gebildet hat? Unsere multikriterielle Analyse, welche die aktuellen Rahmenbedingungen mit früheren Blasen vergleicht, zeigt ein differenziertes Bild. Einige Signale weisen auf steigende Überhitzungsrisiken hin, andere heben die Unterschiede zu früheren spekulativen Phasen hervor. Geringere Verschuldung, weniger unrentable Börsengänge, realistischere relative Bewertungen und starke Gewinnbeiträge führender KI-Unternehmen zum S&P 500 Index sprechen für ein ausgewogeneres, nachhaltigeres Marktumfeld – vergleichbar mit den frühen Einführungsphasen von revolutionären Technologien in der Vergangenheit. Obwohl Wachsamkeit geboten ist, sind wir der Auffassung, dass sich KI-bezogene US-Technologiewerte derzeit nicht in einer Blase befinden – zumindest noch nicht.

Grafik 1: Die weltweiten Google-Suchanfragen nach «KI-Blase» sind sprunghaft angestiegen

Google Trends für den Suchbegriff «KI-Blase»

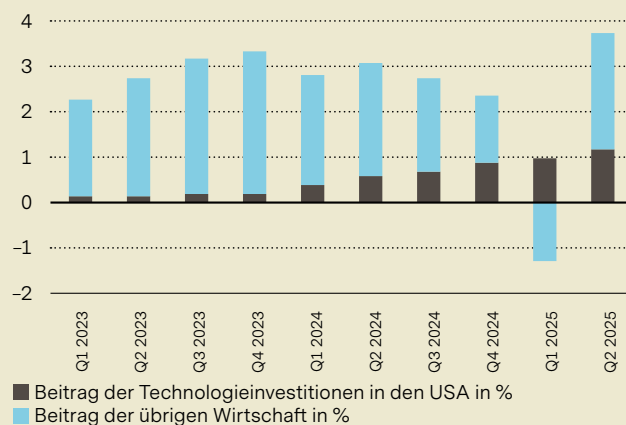


Hinweis: Ein Wert von 100 entspricht der höchsten Beliebtheit für den Suchbegriff. Ein Wert von 50 bedeutet, dass der Begriff nur halb so beliebt ist. Ein Wert von 0 weist darauf hin, dass nicht genügend Daten für diesen Begriff vorliegen.

Quelle: Google Trends, Vontobel. Daten per 23. Oktober 2025.

Grafik 2: Wie Technologie- und KI-Investitionen das vierteljährliche BIP-Wachstum in den USA vorantreiben

Quartalsweises reales BIP-Wachstum in den USA in %



Quelle: Bloomberg, Vontobel. Daten per 23. Oktober 2025.

Jede Süsse hat ihre Säure



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

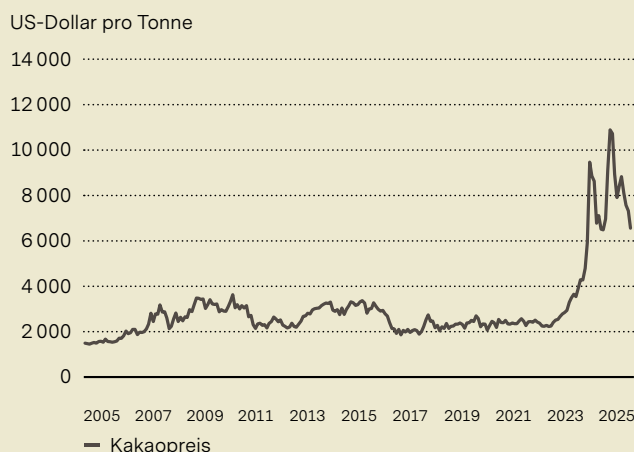
Einst der Star unter den steigenden Rohstoffpreisen, sind die Kakaopreise nun wieder auf den Boden der Tatsachen zurückgekehrt – Händler und Produzenten sehen sich einem Markt gegenüber, der statt reichhaltig und cremig eine leicht bittere Note angenommen hat.

Jahrelang schienen die Kakaopreise nur eine Richtung zu kennen: nach oben. Im vergangenen Jahr kletterten die Preise für die kleinen Bohnen zeitweise auf über USD 12000 pro Tonne. Bei Drucklegung dieses Artikels werden die Kakaopreise jedoch um USD 6000 gehandelt (Grafik 1). Mehrere Faktoren haben zu dieser Trendwende beigetragen. Am bedeutendsten ist, dass sich die globalen Angebotsaussichten nach mehreren Saisons wetterbedingter Ausfälle verbessert haben. In Westafrika, wo rund 70% des weltweiten Kakaos angebaut werden, haben sich die Bedingungen stabilisiert. Die Niederschläge im grössten Erzeugerland, der Elfenbeinküste, haben den Angebotsdruck verringert. Der zweitgrösste Produzent, Ghana, hat seine Ernte 2024/2025 um zwei Monate vorverlegt – auch das hat die Sorgen um Engpässe gemildert. Zudem plant die Europäische Union eine weitere einjährige Verschiebung ihres Entwaldungsgesetzes. Diese Verzögerung dürfte vorübergehend die steigenden

Kosten und Produktionskomplexitäten abfedern, da Europa mehr als ein Drittel (36%) der weltweiten Kakao-nachfrage ausmacht. Gleichzeitig haben sich die Nachfrageindikatoren abgeschwächt (Grafik 2). Die Kakaomahlungen – ein zentraler Indikator für die Nachfrage im Schokoladensektor – gingen im dritten Quartal in Europa um 4,8% und in Asien um 3,4% gegenüber dem Vorjahr zurück. Da die Preise im historischen Vergleich weiterhin hoch sind, haben die Hersteller ihre Käufe eingeschränkt oder die Rezepturen angepasst, was zusätzlichen Abwärtsdruck ausübte. Auch die spekulative Positionierung hat sich verändert. Hedgefonds und andere Anleger, die 2024 massiv auf Kakao gesetzt hatten, begannen Anfang 2025 mit einer raschen Auflösung ihrer Positionen – was den Abwärtstrend verstärkte. Die Regierungen der Erzeugerländer haben mittlerweile auf die veränderte Marktlage reagiert. Im Oktober erhöhte die Elfenbeinküste ihren Erzeugerpreis für die Haupternte 2025/2026 auf einen Rekordwert von XOF 2800 pro Kilogramm, um die Bauern zu unterstützen. Dies könnte die Bauern dazu bewegen, ihre Bohnen vermehrt auf den Markt zu bringen, anstatt sie zurückzuhalten, um die Preise künstlich in die Höhe zu treiben.

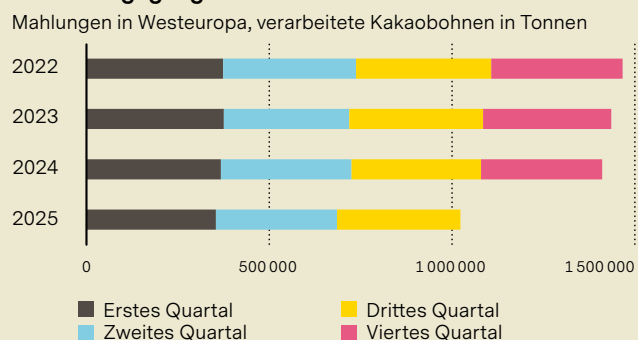
Seit Oktober befindet sich der Kakaomarkt scheinbar in einer stabileren Phase mit tieferen, weniger volatilen Preisen. Ein erneuter Anstieg ist zwar nicht auszuschliessen, etwa bei schwächeren Ernten oder unerwartet starker Nachfrage, doch die panikgetriebenen Höchststände von 2024 scheinen vorbei. Die Marktteilnehmer beobachten nun genau die Mahlungsdaten des vierten Quartals und die Ergebnisse der westafrikanischen Haupternte. Derzeit scheint sich der Kakaomarkt in einem stärker fundamen-tal bestimmten Handelsumfeld eingependelt zu haben.

Grafik 1: Ein bitterer Jahresauftakt



Quelle: Internationale Kakao-Organisation (ICCO), Vontobel. Daten per 20. Oktober 2025.

Grafik 2: Die Nachfrage der Schokoladenhersteller ist zurückgegangen



Hinweis: Die Kakaomahlungen in Westeuropa geben Aufschluss über die Nachfrage der Schokoladenhersteller nach Kakao und Schokoladenprodukten. Ein Anstieg der Mahlungen deutet auf eine stärkere Nachfrage hin, während ein Rückgang eine schwächere Nachfrage signalisiert, z. B. aufgrund hoher Preise, Probleme in der Lieferkette oder Konsumgewohnheiten der Konsumenten.

Quelle: StatSer (Statistic Services), Leusden, Niederlande. Daten per 3. Quartal 2025.

Keine Schreckmomente für den US-Dollar, der Franken verzaubert



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

Der am 1. Oktober begonnene Shutdown der US-Regierung hat bislang nur geringe unmittelbare Auswirkungen auf den US-Dollar gezeigt – ähnlich wie bei früheren Shutdowns, darunter auch der von 2018–2019, als die Währung relativ stabil blieb. Sollte der Shutdown jedoch länger andauern, könnten die Folgen deutlicher bemerkbar werden und sich möglicherweise negativ auf das BIP-Wachstum und die Konsumausgaben auswirken.

US-Finanzminister Scott Bessent warnte, dass der Shutdown die Wirtschaft wöchentlich USD 15 Milliarden¹⁸ kosten und das BIP-Wachstum um 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte pro Woche schmälern könnte. Der Council of Economic Advisers erwartet zudem einen Rückgang der Konsumausgaben um USD 30 Milliarden bei einem einmonatigen Shutdown¹⁹. Die grössten Belastungen entstehen durch ausbleibende Gehaltszahlungen – vor allem für Bundesangestellte und Auftragnehmer. Während Bundesangestellte in der Regel nachträglich entschädigt werden, gilt dies für Auftragnehmer nicht, was die finanzielle Belastung erhöhen, die Konsumausgaben dämpfen und sich wiederum auf Indikatoren wie das Konsumentenvertrauen und die Detailhandelsumsätze auswirken könnte. Trotz dieser

Unsicherheiten zeigte sich der US-Dollar-Index zwischen dem 1. und dem 23. Oktober robust und legte um 1,3% zu (Grafik 1).

Rekordgewinne für den Schweizer Franken

Der Schweizer Franken steht 2025 vor einem Jahr der Rekorde. Seine Anziehungskraft speist sich aus strukturellen Stärken wie soliden Staatsfinanzen, moderater Verschuldung und beständigen Aussenhandelsüberschüssen – Faktoren, die ihn weiterhin besser dastehen lassen dürften als andere G10-Währungen. Ein Blick auf die Jahresperformance des Frankens gegenüber dem US-Dollar (CHF/USD) seit 1971 zeigt: Das Jahr 1974 markierte bisher seine stärkste Aufwertung (Grafik 2). Doch 2025 zeichnet sich bereits als einer der erfolgreichsten Jahresauftakte der jüngeren Vergangenheit ab, da der Franken gegenüber dem US-Dollar spürbar an Boden gewinnt. Setzt sich diese Dynamik fort, könnte 2025 zu einem Jahr mit potenziell beispiellosen Gewinnen für den Schweizer Franken werden. Anhaltende globale Unsicherheiten, von Handelskonflikten bis zu geopolitischen Spannungen, sowie die robusten wirtschaftlichen Fundamentaldaten der Schweiz – niedrige Arbeitslosigkeit und politische Stabilität – stärken zusätzlich die Nachfrage nach dem Franken als sicherem Hafen.

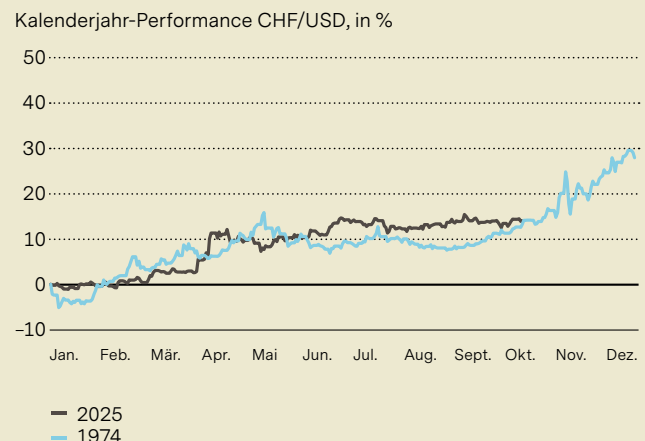
Wir glauben, dass die Attraktivität des Schweizer Frankens hoch bleibt, insbesondere da strukturelle Faktoren wie solide Staatsfinanzen, stabile Schuldendynamik und enge Handels- und Finanzverflechtungen mit dem Ausland für die G10²⁰-Währungen zunehmend an Gewicht gewinnen. Währungen mit gesunder Haushaltslage, überschaubarer Verschuldung und Aussenhandelsüberschüssen dürften sich daher auch künftig überdurchschnittlich entwickeln.

Grafik 1: Der US-Dollar zeigt sich trotz der Unsicherheit infolge des Shutdowns widerstandsfähig



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 23. Oktober 2025.

Grafik 2: Der Schweizer Franken erlebt seinen stärksten Jahresauftakt seit den 1970er-Jahren



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 22. Oktober 2025.

Konjunktur und Finanzmärkte 2024 – 2026

Die folgende Liste zeigt die Ist-Werte, Wechselkurse und Preise von 2024 sowie Konsensprognosen für 2025 und 2026 zu Bruttoinlandprodukt (BIP), Inflation/Inflationserwartungen, Leitzinsen, 10-jährigen Staatsanleihen, Wechselkursen und Rohstoffen.

BIP (IN %)	2024¹	AKTUELL²	KONSENS 2025	KONSENS 2026	
Global (G20)	3,0	3,3	2,4	2,5	
Eurozone	0,9	1,3	1,3	1,1	
USA	2,8	2,1	1,9	1,8	
Japan	0,1	1,7	1,1	0,7	
Grossbritannien	0,9	1,4	1,4	1,2	
Schweiz	1,4	1,3	1,1	1,2	
Australien	1,0	1,8	1,8	2,2	
China	5,0	4,8	4,9	4,3	

INFLATION	2024³	AKTUELL⁴	KONSENS 2025	KONSENS 2026	VONTOBEL-AUSBLICK IN 2025⁵
Eurozone	2,4	2,1	2,1	1,8	↓
USA	3,0	3,0	2,8	2,9	↓
Schweiz	1,1	0,1	0,2	0,6	→

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
EUR (Einlagenzins)	3,00	2,00	1,93	1,95	→
USD (Fed-Leitzins, obere Grenze)	4,50	4,00	3,61	3,26	→
CHF	0,50	0,00	-0,03	0,00	→

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
EUR (Deutschland)	2,37	2,65	2,85	2,97	↓
USD	4,57	4,09	4,10	4,07	→
CHF	0,33	0,12	0,42	0,59	→

WECHSELKURSE	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
CHF je EUR	0,94	0,93	0,94	0,96	↑
CHF je USD	0,91	0,81	0,80	0,81	↓
USD je EUR	1,04	1,15	1,19	1,21	↑

ROHSTOFFE	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
Brent-Rohöl, USD je Barrel	75	65	62	63	↑
Gold, USD je Feinunze	2625	3963	3800	3925	→
Kupfer, USD je Tonne	8768	10664	9935	10250	→

Hinweis: Stand der Einschätzungen ist per 5. November 2025. Prognosen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und Annahmen. Änderungen vorbehalten. Sie stellen keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

¹ Vorbehaltlich von Überarbeitungen (z.B. potenzielle Überarbeitungen der Q4-Daten)

² Letztverfügbares Quartal

³ Vorbehaltlich von Überarbeitungen

⁴ Letztverfügbarer Monat, G20-Daten nur vierteljährlich

⁵ ↑ 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

- ¹ Zeitraum spekulativen Wachstums an den Aktienmärkten in den späten 1990er Jahren, als Investoren Geld in internetbasierte Unternehmen steckten, die oft neu, unrentabel und überbewertet waren. Die Blase platzte zwischen 2000 und 2001.
- ² Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 17. Oktober 2025. [reuters.com/legal/government/sec-says-unclear-if-proposed-3x-5x-leveraged-etfs-would-be-approved-2025-10-16/](https://www.reuters.com/legal/government/sec-says-unclear-if-proposed-3x-5x-leveraged-etfs-would-be-approved-2025-10-16/)
- ³ ADP ist ein Unternehmen, das monatlich erfasst und berichtet, wie viele Menschen in den USA eingestellt oder bezahlt werden, und somit einen frühen Einblick in den Arbeitsmarkt gibt, bevor offizielle Regierungsberichte erscheinen.
- ⁴ «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.
- ⁵ «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.
- ⁶ «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.
- ⁷ Wirtschaftsindikatoren, die auf Befragungen von Unternehmensleitern basieren und die Gesundheit eines Sektors messen. Ein PMI über 50 bedeutet Wachstum, unter 50 Kontraktion.
- ⁸ Unternehmen handeln im Voraus auf ein erwartetes Ereignis, um sich einen Vorteil zu verschaffen, z. B. den Kauf oder Import von Waren vor Inkrafttreten neuer Zölle oder Vorschriften.
- ⁹ Einzelhandelsumsätze ohne Inflationsanpassung (nominal) messen den Gesamtwert der Verkäufe in Dollar, ohne Preisänderungen zu berücksichtigen.
- ¹⁰ Quelle: Artikel von CNBC, veröffentlicht am 16. Oktober 2025. [cnbc.com/2025/10/16/top-ecb-board-members-see-sticky-inflation-but-clear-rate-path.html](https://www.cnbc.com/2025/10/16/top-ecb-board-members-see-sticky-inflation-but-clear-rate-path.html)
- ¹¹ Quelle: Artikel von Swissinfo, veröffentlicht am 8. September 2025. [swissinfo.ch/eng/snb-has-high-bar-for-next-rate-cut%2C-schlegel-tells-migros-magazin/89964365](https://www.swissinfo.ch/eng/snb-has-high-bar-for-next-rate-cut%2C-schlegel-tells-migros-magazin/89964365)
- ¹² M2 ist die Gesamtmenge an Bargeld, Giro- und leicht zugänglichen Spareinlagen in der US-Wirtschaft.
- ¹³ Quelle: Artikel von CNN, veröffentlicht am 16. Oktober 2025. edition.cnn.com/2025/10/16/business/jamie-dimon-us-economy-cockroaches
- ¹⁴ Quelle: US-Notenbank (Federal Reserve) Transkript, veröffentlicht am 29. Oktober 2025. [federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpre-sconf20251029.pdf](https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpre-sconf20251029.pdf)
- ¹⁵ Grossangelegte US-Initiative zum Aufbau physischer und digitaler Infrastruktur (z. B. Datenzentren und Energieversorgung) zur Unterstützung fortgeschrittener KI-Systeme.
- ¹⁶ Quelle: Artikel von Computing, veröffentlicht am 26. September 2025. [computing.co.uk/news/2025/ai/sam-altman-s-planned-ai-datacentres-will-consume-more-power-than-entire-countries](https://www.computing.co.uk/news/2025/ai/sam-altman-s-planned-ai-datacentres-will-consume-more-power-than-entire-countries)
- ¹⁷ Quelle: US-Energieministerium, Infografik, veröffentlicht am 31. März 2021. [energy.gov/ne/articles/infographic-how-much-power-does-nuclear-reactor-produce](https://www.energy.gov/ne/articles/infographic-how-much-power-does-nuclear-reactor-produce)
- ¹⁸ Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 15. Oktober 2025. [reuters.com/world/us/us-investment-boom-is-sustainable-bessent-says-2025-10-15/](https://www.reuters.com/world/us/us-investment-boom-is-sustainable-bessent-says-2025-10-15/)
- ¹⁹ Quelle: Council of Economic Advisers, veröffentlicht im Oktober 2025. [whitehouse.gov/wp-content/uploads/2025/10/Economic-Consequences-of-a-Government-Shutdown-4.pdf](https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2025/10/Economic-Consequences-of-a-Government-Shutdown-4.pdf)
- ²⁰ Die G-10 ist eine Gruppe führender Industrieländer, die über globale Finanz- und Wirtschaftspolitik beraten und koordinieren.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

