

Vontobel

Investors' Outlook

Mit angehaltenem Atem



April 2026

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Quo vadis?

6 Markt-Highlights

Steht Japan vor einer neuen Blüte?

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 7. Mai 2026)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

1. April 2026

Publikationsdatum

2. April 2026

Bemerkungen

Siehe «Rechtliche Hinweise» auf Seite 17

Mit angehaltenem Atem



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

Geschätzte Leserschaft

Die Aufmerksamkeit der Anleger richtet sich auf den Krieg im Iran. Einige der unmittelbaren Fragen lauten, wie weit er eskalieren könnte, was er für die Energieversorgung und die Inflation bedeutet und ob die Strasse von Hormus längerfristig stark eingeschränkt bleibt.

Sollte die Meerenge wieder geöffnet werden, könnte weiterhin Aussicht auf ein solides Wachstum der Weltwirtschaft und der Unternehmensgewinne bestehen. Andernfalls, also wenn die Energiepreise steigen und sich das Wachstum abschwächt, wird das Szenario einer Stagflation¹ zu einer realen Möglichkeit. Angesichts der vielen Unbekannten halten die Märkte den Atem an, während die Zentralbanken die Auswirkungen des Krieges auf die Inflation abwägen.

Wir gehen derzeit davon aus, dass eine ausreichende Deeskalation gelingt und die Meerenge wieder geöffnet werden kann, selbst wenn der Konflikt nicht gelöst wird. Wir halten daher an unserem positiven makroökonomischen Ausblick fest. Die aktuelle Lage verdeutlicht jedoch eine Reihe aufkommender Risiken für dieses Basiszenario. Wir beobachten zudem, dass viele Unternehmen ihr geringes direktes Engagement im Nahen Osten betonen. Unserer Ansicht nach greift dies jedoch zu kurz. Die Weltwirtschaft ist eng verflochten und ein klares Beispiel dafür ist der Energiesektor: Öl und Gas. Auch ohne direktes Engagement in der Region besteht eine indirekte Exponierung über die Energiemärkte. Hinzu kommt, dass eine Wirtschaftskrise in der Golfregion das globale Wachstum nicht zwingend beeinträchtigen muss, die Kapitalmärkte jedoch stark treffen könnte. Wir sind der Meinung, dass dieser Sekundäreffekt nicht unterschätzt werden sollte.

Auch Private-Credit-Fonds bergen das Potenzial, zu einem Risiko für die Märkte zu werden. Diese Fonds vergeben häufig Kredite an Software- und Technologieunternehmen – also an Geschäftsmodelle, die potenziell durch KI-Disruption gefährdet sind –, und zwar in Form von illiquiden, privat ausgehandelten Darlehen, deren Bewertungen weniger transparent sind als bei börsennotierten Anleihen. Das erschwert die Beurteilung der tatsächlichen Bonität. Was die Märkte tendenziell aus dem Gleichgewicht bringt, ist ein plötzlicher Liquiditätsabzug, insbesondere in Segmenten, in denen sich eine hohe Verschuldung aufgebaut hat. Innerhalb von Private Credit können Debt-on-Debt²-Strukturen einen Dominoeffekt auslösen, wenn stark investierte Anleger Verluste erleiden und ihre Vermögenswerte verkaufen müssen. Dies kann zum initialen Druckpunkt für die breiteren Märkte werden, und es ist nicht ganz klar, ob wir nicht bereits erste Anzeichen dieser Dynamik gesehen haben.

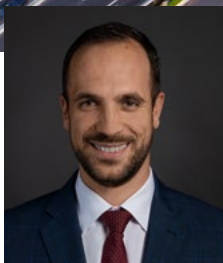
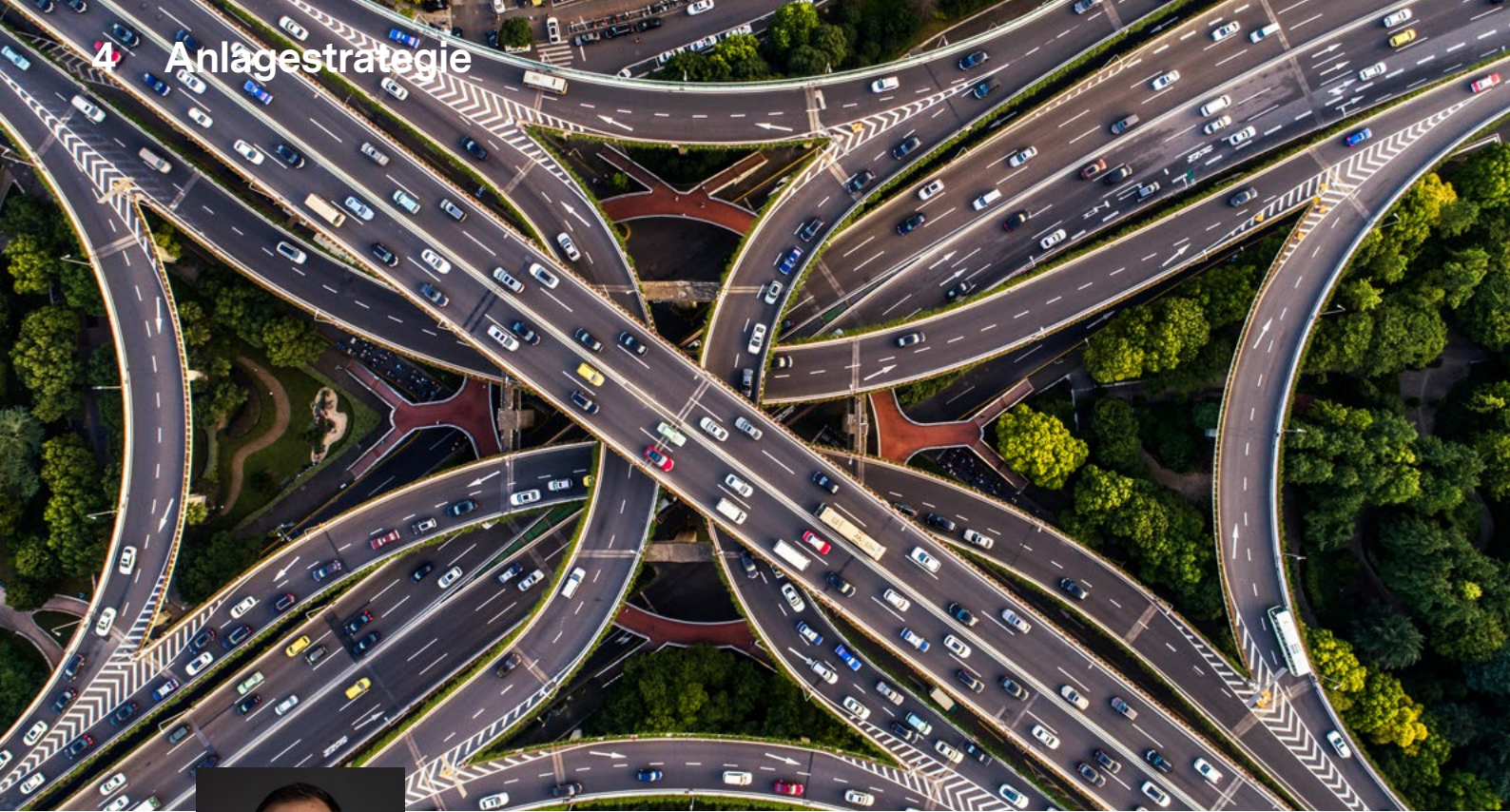
Unserer Ansicht nach wird dies nur dann zu einem potenziellen Problem, wenn die Strasse von Hormus über einen längeren Zeitraum gesperrt bleibt. Auch dann bleibt sie für chinesische und iranische Schiffe weiterhin befahrbar, während sie aus westlicher Sicht faktisch geschlossen ist. Wir informieren die Kunden der Multi Asset Boutique bei Bedarf gesondert mit detaillierten Updates zur Lage im Nahen Osten.

In diesem Investors' Outlook werfen wir einen näheren Blick auf die japanische Wirtschaft und ihre Aussichten unter Premierministerin Sanae Takaichi, ziehen eine Verbindung zwischen dem Krieg im Iran und den Lebensmittelpreisen und erläutern, womit die Zentralbanken derzeit ringen.

→ 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

Quo vadis?

Im Zuge des anhaltenden Krieges im Iran wirft jeder weitere Tag neue Fragen für Anleger auf und lässt Zweifel an unserem wirtschaftlichen Basisszenario für 2026 aufkommen. Die positive Wachstumsdynamik ist vorläufig ins Stocken geraten, während höhere Öl- und Gaspreise angesichts von Angriffen auf die Energieinfrastruktur und eskalierender Rhetorik zwischen den USA und dem Iran die Inflation anheizen könnten. Daher dürften die Zentralbanken etwaige Zinssenkungen vorerst verschieben.

Derzeit halten wir einen relativ kurzlebigen Konflikt für am wahrscheinlichsten. Grundlage dieser Einschätzung sind die begrenzte Unterstützung in den USA für einen langwierigen und kostspieligen Krieg, die Tatsache, dass ein sich hinziehender Konflikt nicht im Interesse regionaler Akteure wie Saudi-Arabien und Katar liegt, die Schwierigkeit eines Regimewechsels im Iran sowie der Druck auf grosse Volkswirtschaften wie China. In diesem Szenario dürfte das Wachstum eher stagnieren als schrumpfen. Doch je länger der Konflikt andauert, desto grösser ist das Risiko einer Konjunkturabkühlung oder Rezession. Trotz dieser rationalen Erwägungen gibt es keine Garantie, dass

alle Akteure rational handeln. Die USA mögen eine Deeskalation anstreben, aber der Iran hat in der Strasse von Hormus einen langen Hebel und wird ohne wesentliche Zugeständnisse kaum nachgeben.

Der Krieg erschwert zudem die Lage für die Zentralbanken. Viele waren dabei, die Geldpolitik zu lockern beziehungsweise hatten Zinssenkungen pausiert. Doch die steigenden Energiepreise verkomplizieren den weiteren Kurs. Der Vorsitzende der US-Notenbank Fed, Jerome Powell, räumte ein, dass höhere Energiekosten die Gesamtinflation in die Höhe treiben werden und niemand die wirtschaftlichen Auswirkungen des Krieges kennt. Für die Europäische Zentralbank ist die Herausforderung angesichts der Energieabhängigkeit Europas noch akuter. Steigende Ölpreise erhöhen die wirtschaftliche Unsicherheit und die Inflationsrisiken.

Anfang März löste unser Investment Committee in einer Ad-hoc-Sitzung das Übergewicht in Rohstoffen auf und schichtete die Erlöse in Liquidität um. Bei der darauffolgenden Sitzung zwei Wochen später belieess es die Asset Allocation unverändert. Die Details finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET ³		NEUTRAL ⁴	ÜBERGEWICHTET ⁵		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität				↗		Wir haben unsere Cash-Positionierung Anfang März in einer Ad-hoc-Sitzung des Investment Committees auf leicht übergewichtet erhöht. Wir sind bereit, dieses Kapital wieder einzusetzen, sobald sich neue Chancen ergeben.
2 Anleihen		→				In Anleihen sind wir weiterhin untergewichtet. Unsere Untergewichtung in Investment-Grade-Unternehmensanleihen ⁶ und Hochzinsanleihen ⁷ bleibt unverändert. Bei ersteren erscheinen die Bewertungen angespannt und das Angebot wird zunehmend zum Problem. Die stark steigende Emission von KI-bezogenen Anleihen erhöht das Angebot im hochwertigen Segment und setzt die Renditeaufschläge unter Druck. Im Hochzinssegment bleiben die Fundamentaldaten stabil, doch enge Renditeaufschläge bieten wenig Spielraum. Bei steigendem Angebot und moderater Wachstumsabkühlung dürften sich die Renditeaufschläge im nächsten Jahr eher ausweiten. Schwellenländeranleihen in Hartwährung gewichten wir neutral.
3 Aktien				→		Wir bleiben übergewichtet in Aktien, da wir davon ausgehen, dass der Konflikt relativ kurzlebig sein wird. Zwar sorgt der Ölschock kurzfristig für Gegenwind, doch dürfte das vor dem Krieg unterstützende makroökonomische Umfeld (fiskalische Impulse, verhaltene Inflation und eine eher neutrale als restriktive Geldpolitik) die Auswirkungen höherer Ölpreise abfedern. Der anhaltende KI-Investitionszyklus dürfte eine leicht schwächere Konjunktur teilweise mildern. Der Krieg am Persischen Golf dämpft unsere Präferenz für Schwellenländer- und Eurozonenaktien wegen ihrer Energieabhängigkeit, doch viele kurzfristige Gegenwinde dürften wohl bereits eingepreist sein.
4 Gold			→			Wir bleiben für Gold neutral, das seit Ausbruch des Irankriegs unter Druck steht und vorübergehend unter USD 4500 je Unze gefallen ist. Eine gewisse Schwäche nach geopolitischen Ereignissen ist nicht ungewöhnlich. Auffällig ist jedoch, dass sich Gold seither nicht erholt hat. Die starke Gold-Hausse vor dem Krieg, gepaart mit einem stärkeren US-Dollar sowie Sorgen über Inflation und eine restriktivere Geldpolitik, scheint die typische, durch geopolitische Risiken bedingte Safe-Haven-Nachfrage überwogen zu haben. Der geopolitische Kurs der US-Notenbank Fed dürfte künftig entscheidend für die Goldpreise sein. Sollte der Konflikt im Nahen Osten zu einer langwierigen Krise eskalieren, die Ölpreise und Inflation so stark erhöht, dass die Fed nicht mehr «darüber hinwegsehen» kann, könnte Gold, wie im Jahr 2022, weiter unter Druck geraten. Auch die Mittelflüsse börsenhandelter Fonds (ETFs) ⁸ und Zentralbankaktivitäten werden wir aufmerksam beobachten.
5 Rohstoffe			↘			Wir haben unsere Übergewichtung in Rohstoffen Anfang März aufgelöst. Die Aufstockung im Januar basierte auf einem wachstumsfreundlichen Ausblick, einem schwächeren US-Dollar sowie der Rolle von Rohstoffen als Absicherung gegen geopolitische Risiken. Seitdem haben sich diese Stützfaktoren entweder abgeschwächt (Wachstums- und Dollar-aussichten) oder ihre Rolle bereits ausgespielt. Der geopolitische Schock ist eingetreten, die Ölpreise stiegen im vergangenen Monat um über 55%. Historisch gesehen enden Phasen mit sehr hohen Ölpreisen für Rohstoffe selten gut, da sie das Angebot (z. B. US-Schieferöl) nach oben treiben und über die Zeit zu einem Nachfrageeinbruch führen.
6 Alternative Strategien			→			Für alternative Fonds und Immobilien bleiben wir neutral.

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

Veränderung zum Vormonat: unverändert → erhöht ↗ verringert ↘

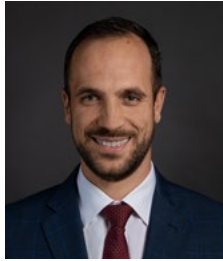
Steht Japan vor einer neuen Blüte?

Jeden Frühling wirkt Japan durch die Sakura wie verwandelt – eine flüchtige Jahreszeit, in der die Kirschblüte den Archipel in zarte Rosa- und Weisstone hüllt. Seit Jahrhunderten ist dies mehr als nur ein visuelles Spektakel. Es ist eine kulturelle Chiffre für Saisei, also Erneuerung. Selten war diese Metapher für die japanische Wirtschaft treffender als im Jahr 2026. Nach Jahrzehnten der Winterstarre kommt Bewegung in die politische und wirtschaftliche Landschaft. Für Investoren lautet die Frage nicht mehr, ob Japan erwachen kann, sondern ob das Land unter der neu gebildeten Supermehrheit von Premierministerin Sanae Takaichi es schafft, zu einer ebenso kräftigen wie nachhaltigen Blüte zu gelangen.





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



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

Sanae Takaichi sorgt für frischen Wind in Japan. Als Protegé des verstorbenen Shinzo Abe schrieb sie 2025 Geschichte, als sie Japans erste Premierministerin wurde, und festigte ihre Macht rasch mit einem historischen Erdrutschsieg im Februar 2026. Ihre Liberaldemokratische Partei verfügt nun über eine Zweidrittelmehrheit im Unterhaus und damit über ein parlamentarisches Mandat für einen Politikwechsel, von dem ihre Vorgänger nur träumen konnten. Ihre politische Agenda, oft als Sanaenomics bezeichnet, legt einen starken Schwerpunkt auf fiskalische Expansion⁹. Zu den wichtigsten Versprechen zählen erhebliche Investitionen in die wirtschaftliche Sicherheit, insbesondere in Sektoren wie Halbleiter, Fusionsenergie und künstliche Intelligenz. Sie hat zudem populäre Massnahmen wie die Aussetzung der Mehrwertsteuer auf Lebensmittel vorgeschlagen, um die finanzielle Belastung der Haushalte zu verringern. Während frühere Regierungschefs dem Haushaltsausgleich Priorität einräumten, argumentiert sie, dass Wachstum an erster Stelle stehen müsse. Eine revitalisierte Wirtschaft werde letztlich schneller wachsen als die Verschuldung. Ihr expansiver Kurs beschränkt sich nicht nur auf die Fiskalpolitik.



8 Markt-Highlights

Sie spricht sich auch offen für eine akkommodierende Geldpolitik aus und bezeichnete Zinserhöhungen der Bank of Japan (BoJ) 2024 sogar als «dumm»¹⁰.

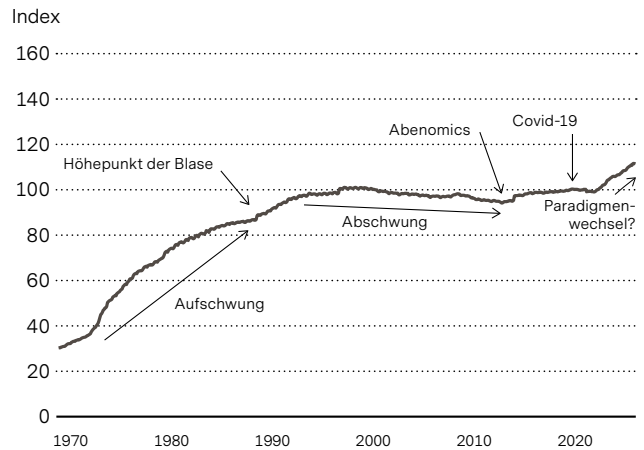
Über die Wirtschaft hinaus vertritt Takaichi entschieden eine harte aussenpolitische Linie. Sie ist nicht nur entschlossen, die Verteidigungsausgaben auf 2% des Bruttoinlandsprodukts zu verdoppeln, sondern setzt sich auch für eine Änderung der pazifistischen Verfassung Japans ein. Konkret will sie Artikel 9 aufheben, wonach Japan auf «Krieg als souveränes Recht der Nation» sowie auf «die Androhung oder Anwendung von Gewalt als Mittel zur Beilegung internationaler Streitigkeiten» verzichtet – er verbietet Japan also ausdrücklich, Krieg zu führen¹¹. In China hat Takaichi bereits für Unmut gesorgt, als sie erklärte, ein chinesischer Angriff auf Taiwan könne für Japan eine «existenzbedrohende Situation» darstellen¹², was einen diplomatischen Streit mit Peking auslöste. Ihre Vision eines starken Japans umfasst zudem die Förderung traditioneller gesellschaftlicher Werte sowie eine harte Haltung in der Einwanderungspolitik.

Japans langer Winter: Jahrzehnte der Deflation und demografische Herausforderungen

Um die Tragweite von Takaichis mutigem Ansatz zu verstehen, muss man sich das Gewicht der Geschichte vor Augen führen, die sie zu überwinden versucht. Seit über drei Jahrzehnten gilt Japan weltweit als Fallbeispiel für wirtschaftliche Stagnation, niedrige oder negative Inflation und Bevölkerungsrückgang. Das Platzen der Vermögenspreisblase Anfang der 1990er Jahre markierte den Beginn von Japans «verlorenen Jahrzehnten», einer anhaltenden Phase wirtschaftlicher Schwäche. Als erste grosse Industrienation, die mit einer schrumpfenden Erwerbsbevölkerung konfrontiert war, wurde Japan zu einem warnenden Beispiel. Eine alternde Bevölkerung und sinkende Geburtenraten dämpften die Binnennachfrage, während das Platzen der Blase eine deflationäre Denkweise verfestigte. Geprägt von Unsicherheit horten Haushalte und Unternehmen Geld, anstatt zu konsumieren oder zu investieren, wodurch sich die Stagnation weiter vertiefte.

Die Ära der Abenomics¹³, die 2012 von Premierminister Shinzo Abe eingeläutet wurde, sollte diesen Kreislauf durch ihre «drei Pfeile» durchbrechen: eine aggressive geldpolitische Lockerung durch die BoJ, um die Deflation zu bekämpfen und die Wirtschaftstätigkeit anzukurbeln, flexible Fiskalimpulse zur Belebung der kurzfristigen Nachfrage bei gleichzeitiger Berücksichtigung langfristiger fiskalischer Herausforderungen sowie Strukturreformen, um die Wettbewerbsfähigkeit der japanischen Wirtschaft zu stärken. Zwar gelang es den Abenomics, den Yen zu schwä-

Grafik 1: Japan durchlief 30 Jahre Deflation, die mit der Pandemie schliesslich endete



— Kerninflationindex Japans

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

chen und die japanischen Immobilien- und Aktienmärkte zu stützen, doch das Inflationsziel der BoJ von 2% blieb unerreicht – bis zur Pandemie (Grafik 1).

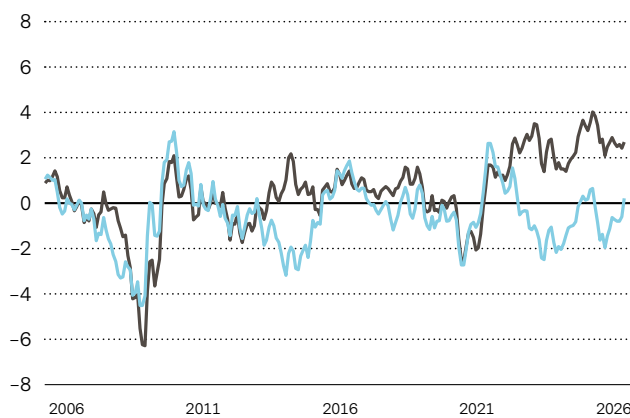
Die globalen Angebotsschocks der frühen 2020er Jahre bewirkten, was ein Jahrzehnt der Konjunkturmassnahmen nicht konnte: Sie führten zu importierter Inflation und liessen die Inflationserwartungen steigen. Im April 2022 stieg die Inflation insgesamt erstmals seit Jahren über den Zielwert der BoJ – und blieb bis Dezember 2025 darüber. Diese veränderten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben auch die Lohnverhandlungen beeinflusst. Vor dem Inflationsschub hielten sich grosse Unternehmen mit nennenswerten Lohnerhöhungen generell zurück und begrenzten diese in der Regel auf rund 2%. In den Jahren 2024 und 2025 sahen sich die Unternehmen jedoch gezwungen, Lohnerhöhungen von über 5% zu gewähren, um mit der steigenden Inflation Schritt zu halten und die Belegschaft zu sichern.

Warum Takaichi vorsichtig agieren muss

Auch wenn Takaichis entschlossene Äusserungen Aufsehen erregt haben, muss sie bei der Umsetzung aus unserer Sicht mit Bedacht vorgehen. Sie hat ein Japan geerbt, das nicht mehr in der winterlichen Starre verharrt. Bei einer Gesamt- und Kerninflation von weiterhin rund 2% besteht ihre Herausforderung darin, die Wirtschaft

Grafik 2: Reallohnwachstum ist praktisch nicht vorhanden

Prozentuale Veränderung zum Vorjahr



— Nominallohnwachstum in Japan
— Reallohnwachstum

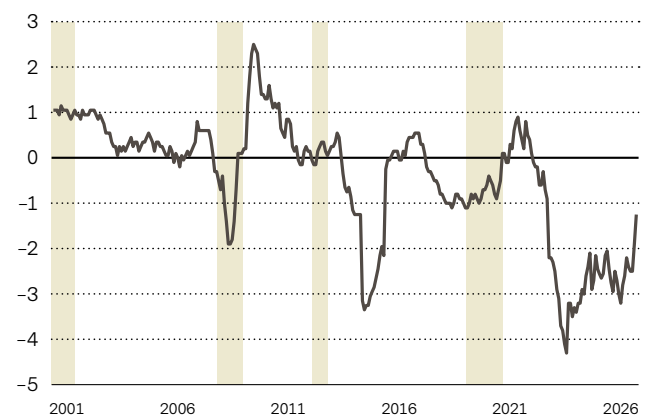
Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. März 2026.

anzukurbeln, ohne sie zu überhitzen. Die japanische Öffentlichkeit, die seit einer Generation an stabile Preise gewöhnt ist, bleibt sehr empfindlich gegenüber steigenden Lebenshaltungskosten. Laut einer Meinungsumfrage der Zeitung Asahi zu den drängendsten Problemen des Landes rangierte die Inflation im September 2025 mit über 60% auf Platz eins. Dies überrascht kaum, denn die Reallöhne (d. h. inflationsbereinigte Löhne) lagen jahrelang im negativen Bereich und drehten erst kürzlich leicht ins Positive (Grafik 2).

Um das Risiko potenzieller Rückschläge zu mindern, sollte Takaichi den Reformen auf der Angebotsseite unseres Erachtens Priorität einräumen. Ein zentraler Engpass ist dabei die Arbeitskraft. Angesichts einer schrumpfenden Bevölkerung und einer restriktiven Einwanderungspolitik, die den ohnehin angespannten Arbeitsmarkt weiter verknappen könnte, hängt Japans Wirtschaftswachstum entscheidend von einer höheren Produktivität ab. Dazu sind Reformen zur Flexibilisierung des Arbeitsmarktes – möglicherweise durch Lockerung der Überstundenregelungen, damit bereitwillige Arbeitnehmer mehr verdienen können – sowie eine stärkere Automatisierung erforderlich.

Grafik 3: Weitere geldpolitische Straffung ist nötig

In %



— Realzinsen in Japan (Leitzins der BoJ minus Kerninflation)
■ Rezessionen in Japan

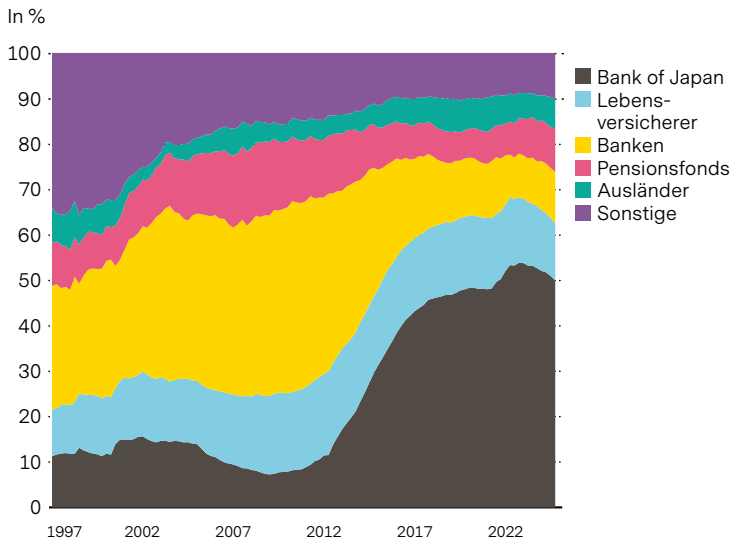
Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. März 2026.

Zudem sind wir der Meinung, dass Takaichi im Umgang mit geldpolitischen Erwartungen vorsichtig agieren sollte. Zwar spricht sie sich für niedrigere Zinsen aus, doch hat die BoJ wiederholt betont, dass eine Anhebung erforderlich ist. Warum will die BoJ die Zinsen weiter anheben, obwohl die Inflation zuletzt auf rund 2% gesunken ist? Die Antwort liegt darin, dass ihre Geldpolitik nach wie vor expansiv ist. Selbst nach einer Anhebung des Leitzinses auf 0,75% Ende 2025 bleiben die realen (inflationsbereinigten) Zinsen tief negativ (Grafik 3). Angesichts einer weiterhin etwas zähen Inflation und eines schwachen Yen könnte die BoJ gezwungen sein, die Zinsen auf einen Wert von 1,25% – 1,50% anzuheben. Dies schafft ein Spannungsfeld: eine Regierung, die ausgeben möchte, und eine Zentralbank, die die Geldpolitik normalisieren muss.

Der Anleihenmarkt hat bereits Bedenken angemeldet. So stieg im Januar 2026 die Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen (JGB) auf über 2,3% und die Rendite 40-jähriger Anleihen durchbrach erstmals seit Jahrzehnten die Marke von 4% (Anleihenrenditen bewegen sich invers zu den Kursen). Der Aufwärtsdruck verstärkte sich im Februar erneut, nachdem bekannt wurde, dass Takaichi sich mit dem Gouverneur der BoJ, Kazuo Ueda, getroffen und Vorbehalte gegenüber weiteren Zinserhöhungen geäußert hatte. Die Marktsorgen wurden noch

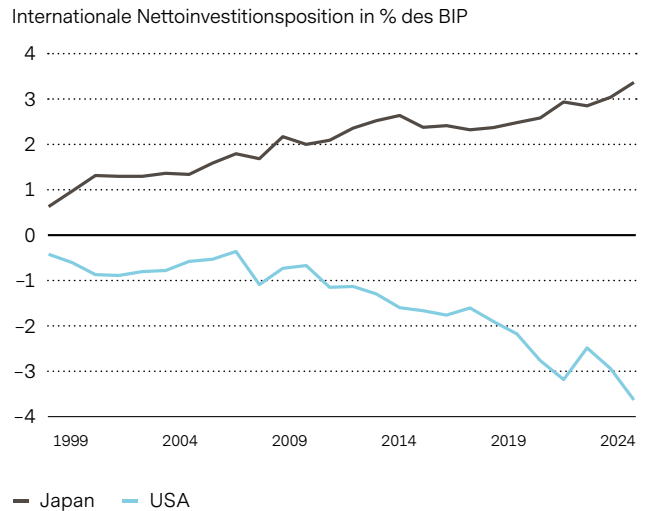
10 Markt-Highlights

Grafik 4: Japanische Staatsanleihen werden überwiegend von heimischen Investoren gehalten



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 31. Dezember 2024.

Grafik 5: Japan ist bei der Finanzierung nicht auf ausländisches Kapital angewiesen



Hinweis: Die internationale Nettoinvestitionsposition (NIIP) ist eine zentrale wirtschaftliche Kennzahl, die die Differenz zwischen den ausländischen Finanzanlagen eines Landes und seinen Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Gläubigern angibt. Eine positive NIIP zeigt, dass ein Land ein Nettogläubigerstaat ist, während eine negative NIIP auf einen Nettoschuldnerstaat hindeutet.
Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 31. Dezember 2024.

verstärkt, als sie zwei «Reflationisten» in den geldpolitischen Ausschuss der BoJ berief¹⁴.

Kurz gesagt befürchten Anleger, dass Takaichis mutige Fiskalpolitik in Kombination mit steigenden Zinsen Japans massive Schuldenquote (Anfang 2026 auf rund 235% – 250% des BIP geschätzt) untragbar machen könnte.

Warum wir eine Finanzkrise für unwahrscheinlich halten
Trotz der Rückkehr der Bond Vigilantes¹⁵ nach Tokio sind wir nicht allzu besorgt über die Wahrscheinlichkeit einer ausgewachsenen Finanzkrise. Diese Zuversicht beruht auf mehreren Faktoren. Zuerst ist es unwahrscheinlich, dass Japan seine Zahlungsverpflichtungen nicht erfüllen kann, da es Schulden in eigener Währung aufnimmt (im schlimmsten Fall könnte Japan mehr Geld drucken, um seinen Verpflichtungen nachzukommen). Zweitens werden japanische Staatsanleihen überwiegend von heimischen Investoren gehalten. Rund 90% der JGBs befinden sich im Besitz inländischer Institutionen, darunter die BoJ, Banken und Versicherungsgesellschaften (Grafik 4). Diese Institutionen haben unseres Erachtens ein starkes Interesse an Stabilität. Das reduziert das Risiko einer Kapitalflucht ins Ausland, die häufig Auslöser staatlicher Zahlungsausfälle ist. Drittens deutet ein Blick auf Japans internationale Nettoinvestitionsposition – die Differenz

zwischen den ausländischen Finanzanlagen eines Landes und seinen Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Gläubigern – darauf hin, dass Japan ein Nettogläubiger ist und ein enormes Portfolio internationaler Investitionen hält. Das bedeutet, dass das Land zur Finanzierung seines Defizits nicht auf ausländisches Kapital angewiesen ist (Grafik 5). Viertens sollten Anleger berücksichtigen, dass Japans Bruttoverschuldung, derzeit rund 235% des BIP, um die Vermögenswerte des öffentlichen Sektors und die Bestände der Zentralbank an Staatsanleihen bereinigt werden muss. Nach diesen Anpassungen sinkt die Schuldenlast auf eine Nettoverschuldung von «nur» 134% des BIP, bzw. auf 45% des BIP, wenn die von der BoJ gehaltenen Staatsanleihen unberücksichtigt bleiben. Ein weiterer oft übersehener Punkt ist, dass Japan im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften sehr geringe Zinsaufwendungen hat. Im Jahr 2024 betrug die Nettozinsaufwendungen des Staates, bezogen auf die Gesamtausgaben, rund 1%, während die Eurozone etwa 3,2% und die USA mehr als 9% für Zinszahlungen aufwendeten.

Schliesslich hat auch die Inflation – so unbeliebt sie auch sein mag – eine positive Seite: Durch steigende Steuereinnahmen und ein höheres nominales BIP schrumpft die relative Höhe der Verschuldung automatisch.

Warum wir eine Aufwertung des Yen für wahrscheinlich halten

Auch wenn Takaichi in der Vergangenheit eine klare Befürworterin eines schwachen Yen zugunsten der Exporte war, schafft der makroökonomische Strukturwandel im Jahr 2026 ein Umfeld, das auf eine Aufwertung des Yen hindeutet. Das Aufwertungsszenario für den Yen stützt sich auf mehrere Argumente. Erstens ist der Yen bei einem USD / JPY-Kurs von etwa 159 gemäss Kaufkraftparitätsmodellen weiterhin unterbewertet.

Zweitens tragen rückläufige Zinsdifferenzen und der Abbau des Yen-Carry-Trades¹⁶ dazu bei. Über Jahre hinweg war der Yen die globale Finanzierungswährung für Carry-Trades – eine Strategie, bei der Anleger Kapital zu niedrigen Zinsen aufnehmen, um in potenziell höher verzinsten Anlagen zu investieren –, da die Zinsen in Japan bei null (oder darunter) lagen, während sie im Rest der Welt angehoben wurden. Solange die BoJ die Zinsen erhöht, während andere Zentralbanken sie stabil halten oder senken, verringert sich der Zinsnachteil des Yen. Dies mindert die Attraktivität des Yen-Carry-Trades, der im Kern eine massive Short-Position in der Währung darstellt. Infolgedessen wird der Yen fundamental attraktiver.

Drittens ist mit einer Repatriierungswelle zu rechnen. 2025 war Japan nach Deutschland die zweitgrösste Gläubiger-nation weltweit. Während die Renditen 10-jähriger JGBs sich 2,5% annähern und jene 40-jähriger JGBs 4% überschreiten, wird die «risikofreie» Rendite im Inland schliesslich wieder attraktiv. Damit haben japanische Lebensversicherer und Pensionsfonds einen Anreiz, US- und deutsche Staatsanleihen zugunsten von JGBs umzuschichten. Ein massiver Kapitalrückfluss ins Land könnte eine strukturelle Nachfrage nach dem Yen schaffen, die Takaichis rhetorische Präferenz für eine schwache Währung überlagern könnte.

Viertens gehen wir davon aus, dass der Yen auch von ausländischer Seite Unterstützung erhalten dürfte. Was ist damit gemeint? Die USA haben, insbesondere unter der Führung von Präsident Donald Trump, deutlich gemacht, dass sie übermässig schwache Währungen nicht tolerieren werden, da diese als Bedrohung für die Wettbewerbsfähigkeit der USA gelten. Das Finanzministerium beobachtet die Währungspraktiken wichtiger Handelspartner genau und legt dem Kongress halbjährlich Bericht vor. Um von den USA als Währungsmanipulator eingestuft zu werden, muss ein Land drei Kriterien erfüllen: einen erheblichen bilateralen Handelsüberschuss mit den USA, einen signifikanten Leistungsbilanzüberschuss sowie Hinweise auf anhaltende, einseitige Interventionen am Devisenmarkt zur Schwächung der eigenen Währung.

Zwar galt Japan in den letzten Jahren nicht als Währungsmanipulator, erfüllt jedoch bereits zwei der drei Kriterien (Handels- und Leistungsbilanzüberschuss). Da Trump dazu neigt, Länder, die seinen Unmut auf sich gezogen haben, mit Zöllen zu belegen, hat Japan unseres Erachtens ein starkes Interesse daran, nicht auf diese Liste zu geraten.

Schliesslich ist festzuhalten, dass die BoJ wiederholt nach Phasen deutlicher Yen-Abwertung am Devisenmarkt interveniert hat. So griff beispielsweise das japanische Finanzministerium im September 2022 – operativ durch die BoJ umgesetzt – ein, indem es US-Dollar verkaufte und Yen kaufte, nachdem die Währung infolge der sich ausweitenden Zinsdifferenz zwischen Japan und den USA auf ein 24-Jahres-Tief von JPY 145 / USD gefallen war. Eine weitere Intervention erfolgte im Oktober 2022, als der Yen die Marke von JPY 150 / USD überschritt. Obgleich der Yen aufwerten dürfte, halten wir es für unwahrscheinlich, dass er wieder auf das extrem starke Niveau (unter JPY 100 / USD) zurückkehrt, das die Exporteure in den 2010er Jahren stark belastete. Takaichis Supermajorität bildet dabei eine politische Untergrenze: Sollte der Yen zu schnell aufwerten, verfügt sie über das Mandat, mit weiteren fiskalischen Massnahmen einzugreifen oder die BoJ zu einer vorübergehenden Zinspause zu drängen.

Wo könnten wir falsch liegen?

Wir sehen drei wesentliche Risiken für unseren makroökonomischen Ausblick für die japanische Wirtschaft. Erstens könnten japanische Entscheidungsträger entscheidende Fehler begehen. So könnte die BoJ beispielsweise die Zinsen zu aggressiv oder zu zögerlich anheben oder gar nicht handeln, falls ihre Unabhängigkeit durch mögliche Einflussnahme Takaichis beeinträchtigt wird. Zweitens könnte die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen vor grösseren Herausforderungen stehen als erwartet, insbesondere im Falle politischer und geldpolitischer Fehlentscheidungen. Schliesslich könnte Japans neue Blüte vorzeitig beendet werden, etwa durch militärische Spannungen mit benachbarten asiatischen Ländern oder durch plötzliche Energiepreisschocks, die zu stark steigender Inflation führen. Zur Erinnerung: Japan ist für etwa 95% seiner Ölversorgung und 11% seiner Importe von Flüssigerdgas (LNG) vom Nahen Osten abhängig, wobei rund 70% des Öls und 6% des LNG durch die Strasse von Hormus transportiert werden.

Neubewertung der Lage



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

Was zuvor wie ein recht klarer Lockerungspfad aussah, tut dies nun nicht mehr. Die US-Notenbank Fed hat eine abwartende Haltung eingenommen. Das Wachstum lässt nach und der Arbeitsmarkt schwächt sich ab, während höhere Ölpreise die Inflationsrisiken wieder in den Vordergrund rücken. Dieser Zielkonflikt lässt die Geldpolitik vorerst unverändert.

Die Märkte haben die Lage bereits eingepreist (Grafik 1). Erwartungen kurzfristiger Zinssenkungen wurden verschoben, und die Renditen am kurzen Ende sind gestiegen. Solange die Energiepreise hoch bleiben, hat die Fed nur begrenzten Spielraum für Lockerungen, ohne einen erneuten Inflationsimpuls zu riskieren. Die Richtung der Geldpolitik hat sich jedoch nicht geändert, nur das Timing. Sollte das Wachstum weiter schwächeln und der Arbeitsmarkt abflachen, dürfte die Fed unserer Ansicht nach die Zinsen dennoch senken. Der wesentliche Unterschied besteht darin, dass der Lockerungszyklus nun später beginnen und gradueller verlaufen dürfte als zuvor erwartet. Bei den Zinsen schwächt dies kurzfristig unserer Ansicht nach das Argument für eine starke Durationpositionierung. Die Renditen könnten weiterhin hoch und volatil bleiben, während die Märkte Inflationsrisiken

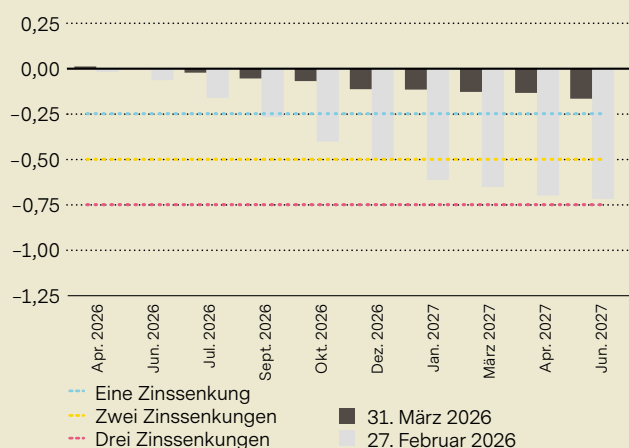
gegen ein rückläufiges Wachstum abwägen. Dennoch sind wir der Meinung, dass Duration in Abwärtsszenarien weiterhin Schutz bietet.

Ein schwierigeres Umfeld für Unternehmensanleihen

Seit Kriegsbeginn entwickeln sich Unternehmensanleihen unterdurchschnittlich, da höhere Ölpreise, wachsende Unsicherheit und eine Neubewertung der Zinserwartungen die Marktstimmung belastet und die Renditeaufschläge ausgeweitet haben. Einerseits schaffen langsameres Wachstum, höhere Refinanzierungskosten sowie Unsicherheiten bei Inflation und Zentralbankpolitik unserer Meinung nach ein weniger günstiges Umfeld für Anlagen mit Renditeaufschlag. Unternehmensanleihen können einen dieser Belastungsfaktoren verkraften, nicht jedoch alle gleichzeitig. Andererseits können Spannungen am Private-Credit-Markt – sei es durch strengere Kreditbedingungen, geringere Liquidität oder vereinzelte Kreditereignisse – auf die öffentlichen Märkte übergreifen und eine breitere Neubewertung des Kreditrisikos auslösen. Auch das Angebot wirkt als Gegenwind (Grafik 2). Im Investment-Grade-Segment ist eine wachsende Emissionswelle zu beobachten, vor allem von Hyperscalern, die KI-bezogene Investitionen finanzieren. Der Markt hat dieses Angebot bisher absorbiert, doch es erhöht den Druck, während die Anleger selektiver agieren. Liegt die Emission weiterhin über dem historischen Durchschnitt, muss der Markt mehr Papiere verdauen, was eine weitere Verengung der Renditeaufschläge erschwert, selbst bei soliden Fundamentaldaten. Dies zeigt, dass Unternehmensanleihen zunehmend einer Kombination aus makroökonomischem Druck, strukturellen Risiken und steigendem Angebot ausgesetzt sind – unserer Ansicht nach ein Grund für eine vorsichtigeren Haltung.

Grafik 1: Die Märkte blicken vorsichtiger auf mögliche Lockerungen durch die Fed

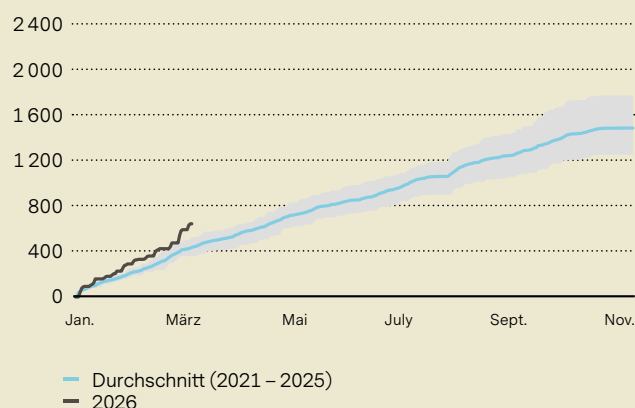
Kumulierte implizite Änderung des US-Leitzinses, in %



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 31. März 2026.

Grafik 2: Investment-Grade-Emissionen liegen über dem Niveau der letzten fünf Jahre

In USD Mrd.



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

Kurs halten



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

Die Eskalation im Nahen Osten hat die Aktienmärkte nach einem ohnehin unruhigen Jahresauftakt zusätzlich unter Druck gesetzt.

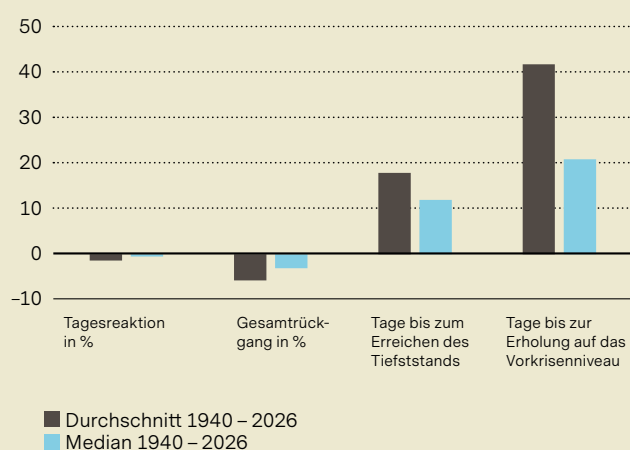
Unseres Erachtens sind die aktuellen Unsicherheiten auf drei zentrale Faktoren zurückzuführen: die voraussichtliche Dauer des Konflikts (Wochen oder Monate?), die Zeitspanne, in der die Strasse von Hormus effektiv gesperrt oder beeinträchtigt ist (mit Auswirkungen auf die globalen Energiepreise), und das Ausmass, in dem der Krieg das Wachstum der Weltwirtschaft belastet – wobei die Risiken von Stagflation bis hin zu einer echten Rezession reichen. Aus unserer Sicht könnte es sich entweder um einen relativ kurzen Konflikt oder um eine anhaltende, aber kontrollierte Pattsituation handeln, die mit zeitweiligen Deeskalationssignalen noch einige Wochen andauern könnte. Selbst bei einer leicht verlängerten Pattsituation gehen wir davon aus, dass die Auswirkungen auf Märkte und Wirtschaft wahrscheinlich überschaubar wären. Eine glaubwürdige Deeskalation würde die Ölpreise voraussichtlich wieder auf ein angemesseneres Niveau bringen und das Wirtschaftswachstum nur kurzfristig bremsen. Unsere Einschätzung spiegelt eine weniger energieintensive Weltwirtschaft wider, in der Öl heute

eine geringere Rolle für die Inflation spielt als in den 1970er Jahren oder 2022. Auch die Ausgangswerte für Öl und Inflation unterscheiden sich von früheren Episoden. Ein weiterer dämpfender Faktor ist die Notfallfreigabe der Internationalen Energieagentur, die für einen Puffer sorgt und den politischen Entscheidungsträgern wertvolle Zeit verschafft.

Wir bekräftigen unsere derzeitige taktische Übergewichtung in Aktien. Ein Deeskalationsszenario würde sich unserer Ansicht nach rasch unserem breiteren Basisszenario für 2026 annähern und könnte den Weg für eine schrittweise Erholung ebnen: anhaltender Druck im ersten Halbjahr, insbesondere im zweiten Quartal, gefolgt von einer erwarteten Verbesserung im zweiten Halbjahr und günstigeren Vorjahresvergleichen bis ins Jahr 2027 hinein. Historisch gesehen haben sich die Aktienmärkte erholt, sobald verlässliche Anzeichen einer Deeskalation erkennbar waren. Globale Aktien liegen derzeit 5% bis 10% unter ihren Höchstständen zu Jahresbeginn, was der durchschnittlichen Dauer und dem Ausmass von Kursrückgängen während geopolitischer Instabilität in den letzten 80 Jahren entspricht (Grafik 1). Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Aktienallokation nicht verändert. Frühere Muster zeigen, dass Märkte geopolitische Konflikte in der Regel relativ schnell verarbeiten, wobei anfängliche Kursverluste im Durchschnitt oft innerhalb weniger Wochen wieder wettgemacht werden. Betrachtet man die Zeiträume drei, sechs und neun Monate nach grösseren Eskalationen, waren die künftigen Renditen in der Regel positiv (Grafik 2). Wir beobachten die Entwicklungen weiterhin genau und werden unsere Positionierung anpassen, sobald die Situation es erfordert.

Grafik 1: Aktienmärkte haben geopolitische Schocks relativ rasch verarbeitet

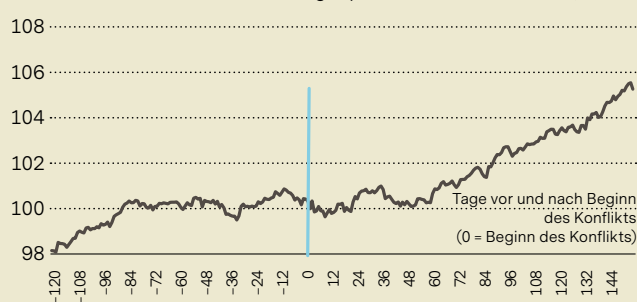
Rendite des S&P 500 nach geopolitischen Schocks, in % / in Tagen



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

Grafik 2: Historisch waren die Renditen einen Monat nach geopolitischen Konflikten wieder positiv

Ø S&P 500-Rendite vor und nach geopolitischen Eskalationen*, in %



* Indexiert bei Beginn des Konflikts = 100, Zeitraum 1968 – 2026.

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

Fällt die Lebensmittelinflation auf fruchtbaren Boden?



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

Wenn geopolitische Spannungen im Nahen Osten zu offenen Konflikten eskalieren, richtet sich die Aufmerksamkeit der Weltöffentlichkeit meist auf die Auswirkungen auf die Ölpreise. Ein oft übersehenes Risiko ist jedoch der Schock der zweiten Welle, der die Esttische weltweit erreichen kann.

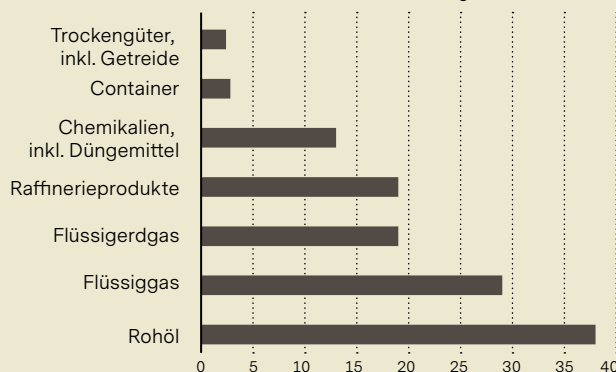
Die Landwirtschaft ist energieintensiv. Wenn die Ölpreise in die Höhe schnellen, weil Tanker festsitzen oder umgeleitet werden, steigen die Kosten für den Betrieb von Traktoren und Erntemaschinen, ebenso wie die Kosten für den Transport von Lebensmitteln aus Exportzentren wie Brasilien oder den USA in den Rest der Welt. Der grösste Schaden entsteht jedoch über die Erdgasmärkte. Stickstoffdünger wie Harnstoff, die rund die Hälfte der globalen Nahrungsmittelproduktion ermöglichen, sind auf Gas als Hauptrohstoff angewiesen. Nach Angriffen, die Katar, einen wichtigen Lieferanten für Flüssigerdgas¹⁷, dazu zwingen, höhere Gewalt zu erklären und die Exporte einzustellen, stiegen die Gaspreise sprunghaft an, was auch die Düngemittelpreise in die Höhe trieb. Der Düngemittelmarkt wurde doppelt getroffen. Erstens sind Düngemittelwerke bei steigenden Gaspreisen oft gezwungen, die Produktion zurückzufahren oder ganz einzustellen, da die Herstellung wirtschaftlich unrentabel wird. Zweitens

führte die Sperrung der Strasse von Hormus dazu, dass viele Düngemittelexporte ins Stocken gerieten (Grafik 1).

Innerhalb des Getreidekomplexes ist Mais am stärksten betroffen (Grafik 2). Er ist sehr düngemittelintensiv, wobei Düngemittel bis zu 40% der Produktionskosten ausmachen. Zum Vergleich: Bei Weizen liegen diese Kosten bei etwa 30%, während sie bei Sojabohnen mit 15% deutlich niedriger sind. Während höhere Düngemittelpreise langfristig zu steigenden Getreidepreisen beitragen könnten (über höhere Produktionskosten), könnte der grösste Preiseffekt von einem geringeren Angebot ausgehen. Anhaltend hohe Düngemittelkosten könnten dazu führen, dass Landwirte weniger düngen und somit geringere Erträge erzielen. Zudem könnten hohe Preise Landwirte dazu veranlassen, ihre Anbauflächen von düngemittelintensiven Kulturen wie Mais hin zu weniger düngemittelintensiven Kulturen wie Sojabohnen zu verlagern. Dies könnte das Maisangebot verringern und die Preise steigen lassen. In diesem Umfeld sind unseres Erachtens Länder wie die USA oder Russland, die über eigene Erdgasreserven verfügen, etwas besser aufgestellt. Kritischer sieht es für Schwellenländer wie Brasilien und Indien aus. Obwohl sie bedeutende Lebensmittelproduzenten sind, sind sie stark von importierten Düngemitteln abhängig. Letztlich werden sich höhere Lebensmittelpreise auch unterschiedlich in den Inflationsdaten niederschlagen. In Industrieländern wie den USA haben Lebensmittel ein relativ geringes Gewicht im Warenkorb. In Schwellenländern hingegen können Lebensmittel 30% bis 50% der Ausgaben eines durchschnittlichen Haushalts ausmachen.

Grafik 1: Die Strasse von Hormus ist eine lebenswichtige Passage – nicht nur für Öl

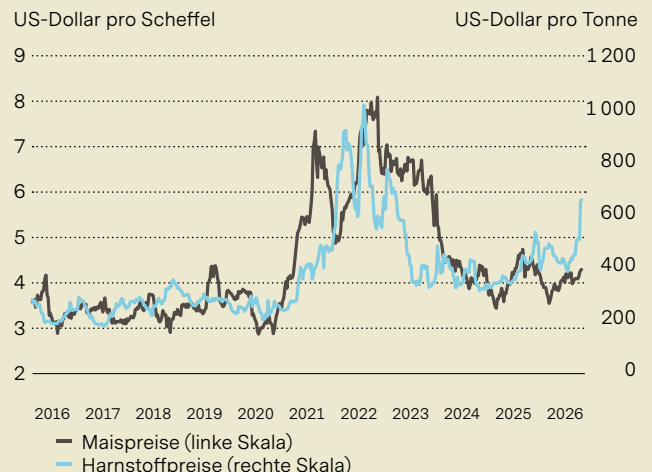
Anteil des weltweiten Handels, der durch die Meerenge fließt, in %*



*Basierend auf den durchschnittlichen Strömen in der Woche vor der militärischen Eskalation, die am 28. Februar 2026 begann.

Quelle: UN-Konferenz für Handel und Entwicklung (UNCTAD), basierend auf Daten von Clarksons Research 2026.

Grafik 2: Höhere Düngemittelpreise, höhere Maispreise



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

Die Suche nach sicheren Häfen



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

Die veränderten makroökonomischen Rahmenbedingungen stellen das Narrativ eines Baisse-Jahres 2026 für den US-Dollar in Frage. Geopolitische Spannungen und höhere Ölpreise haben zwei wichtige Faktoren zurückgebracht, die den Dollar stützen.

Ein klassisches «Risk-off»-Umfeld hat die Attraktivität des Dollars als sicherer Hafen wiederbelebt. Gleichzeitig steigern höhere Energiepreise die Inflationsrisiken, was die Märkte zwingt, ihre Erwartungen an Zinssenkungen der US-Notenbank Fed zurückzunehmen. Beides hat die kurzfristigen US-Renditen steigen lassen und den Dollar unterstützt, obwohl das Wachstum Anzeichen einer Verlangsamung zeigt (Grafik 1). Solange die Unsicherheit hoch und die Ölpreise stabil bleiben, hat die Fed nur begrenzten Spielraum für Zinssenkungen – die zinsbedingte Unterstützung für den Dollar bleibt damit bestehen. Sie beruht jedoch vor allem auf dem aktuellen Risikoumfeld, nicht auf stärkeren langfristigen Fundamentaldaten. Sobald die geopolitischen Risiken abnehmen und der Fokus wieder auf Fundamentaldaten liegt, dürften die strukturellen Gegenwinde zurückkehren: Die US-Finanzen bleiben schwach, das Staatsanleiheangebot hoch und die Aussenbilanz unverändert. In stabilen Märk-

ten gewinnen diese Faktoren an Bedeutung. Kurzfristig stützt das Risiko- und Zinsumfeld den Dollar. Mittelfristig bleibt das Szenario eines schwächeren US-Dollars intakt, sofern sich die Inflation stabilisiert und die Fed ihre Lockerung fortsetzt.

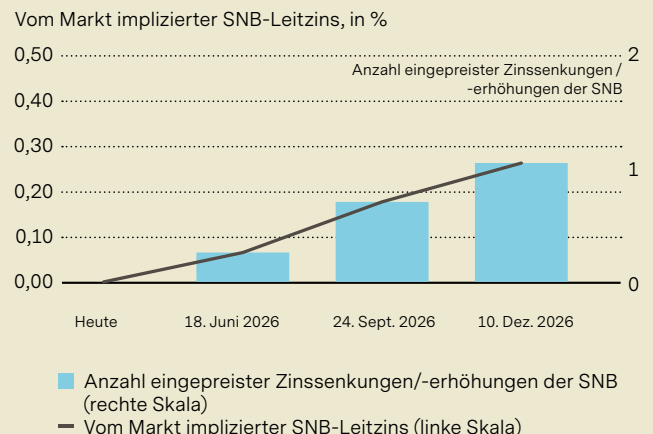
Der Schweizer Franken sticht unseres Erachtens hervor, da er die Eigenschaften eines klassischen sicheren Hafens mit stärkeren langfristigen Fundamentaldaten verbindet – wenngleich der geldpolitische Widerstand zunimmt. Der Franken teilt die Safe-Haven-Merkmale des Dollars, steht jedoch auf einem solideren Fundament. In Stressphasen ist er historisch gesehen stark geblieben, und das aktuelle Umfeld bildet keine Ausnahme. Der anhaltende Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz, die vergleichsweise disziplinierte Fiskalpolitik und die niedrige Inflation geben der Schweizerischen Nationalbank (SNB) mehr Spielraum als den meisten Zentralbanken und verleihen der Währung einen stärkeren mittelfristigen Anker. Zugleich bringt diese Stärke eine wichtige geldpolitische Einschränkung mit sich (Grafik 2). Die SNB dürfte eine übermässige Aufwertung des Frankens nicht begrüssen, da diese die finanziellen Bedingungen strafft und das Risiko birgt, die Inflation weiter zu drücken. Schon jetzt wirkt die SNB einer weiteren Aufwertung verbal entgegen und signalisiert eine höhere Bereitschaft, bei zu schnellen oder ausgeprägten Bewegungen am Devisenmarkt zu intervenieren. Wir gehen davon aus, dass der Franken unterstützt bleibt, solange geopolitische Risiken bestehen. Mittelfristig bleibt er fundamental stark. Weitere Aufwertungen dürften jedoch schwerer aufrecht zu erhalten sein, wenn die SNB aktiver gegensteuert.

Grafik 1: Kann sich die Dollar-Aufwertung nach der Erholung von den jüngsten Tiefständen fortsetzen?



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

Grafik 2: Die SNB hält die Zinsen angesichts eines starken Frankens vorerst bei 0 %



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 19. März 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.

BIP (IN %)	2025¹	AKTUELL²	KONSENS 2026	KONSENS 2027	
Global (G20)	2,7	2,1	2,8	2,7	
Eurozone	1,4	1,2	1,2	1,5	
USA	2,1	2,0	2,5	2,0	
Japan	1,2	0,4	0,8	0,9	
Grossbritannien	1,4	1,0	1,0	1,4	
Schweiz	1,3	0,5	1,2	1,5	
Australien	2,0	2,6	2,2	2,2	
China	5,0	4,5	4,6	4,4	

INFLATION	2025³	AKTUELL⁴	KONSENS 2026	KONSENS 2027	VONTOBEL-AUSBLICK IN 2026⁵
Eurozone	2,1	1,9	2,0	1,9	→
USA	2,7	2,4	2,7	2,4	→
Schweiz	0,2	0,1	0,4	0,7	→

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2025	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
EUR (Einlagenzins)	2,00	2,00	2,00	1,99	→
USD (Fed-Leitzins, obere Grenze)	3,75	3,75	3,63	3,24	→
CHF	-	-	-0,03	0,01	→

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2025	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
EUR (Deutschland)	2,86	2,95	2,87	2,97	→
USD	4,17	4,23	4,14	4,12	→
CHF	0,32	0,36	0,38	0,48	→

WECHSELKURSE	2025	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
CHF je EUR	0,93	0,91	0,92	0,94	↑
CHF je USD	0,79	0,79	0,78	0,77	↓
USD je EUR	1,17	1,15	1,18	1,21	↑

ROHSTOFFE	2025	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
Brent-Rohöl, USD je Barrel	61	109	65	66	↑
Gold, USD je Feinunze	4319	4862	4725	4750	→
Kupfer, USD je Tonne	12423	12775	12600	12000	↓

Hinweis: Stand der Einschätzungen ist per 18. März 2026. Die dargestellten Prognosen und Konsensschätzungen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und Annahmen zum angegebenen Datum und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Tatsächliche Ergebnisse können erheblich abweichen. Diese Informationen dienen ausschliesslich zu Illustrationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung dar. Weitere Einzelheiten finden Sie im vollständigen Haftungsausschluss auf Seite 17.

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. ***Inbesondere 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 Bezeichnet eine Phase mit geringem oder fehlendem Wachstum, hoher Inflation und häufig steigender Arbeitslosigkeit.
- ² Bezieht sich auf die Aufnahme neuer Kredite, um bestehende Schulden zu bedienen oder zu refinanzieren.
- ³ «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.
- ⁴ «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.
- ⁵ «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.
- ⁶ Bezieht sich auf Anleihen im Investment-Grade-Bereich (auch: Investment-Grade-Unternehmensanleihen). Diese werden von Emittenten mit hoher Bonität begeben und weisen entsprechend geringe Ausfallrisiken sowie niedrigere Renditen auf.
- ⁷ Bezieht sich auf High-Yield-Anleihen (auch: Non-Investment-Grade-Anleihen oder umgangssprachlich Junk Bonds). Diese stammen von Emittenten mit schwächerer Bonität und bieten aufgrund des erhöhten Kreditrisikos höhere Renditen.
- ⁸ Bezieht sich auf ETFs (Exchange Traded Funds) bzw. börsengehandelte Indexfonds, die einen diversifizierten Korb von Wertpapieren abbilden und fortlaufend an der Börse gehandelt werden.
- ⁹ Unter fiskalischer Expansion versteht man die Politik einer Regierung, ihre Ausgaben zu erhöhen oder Steuern zu senken (oder beides), um das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Dieser Ansatz wird in der Regel in Phasen wirtschaftlicher Schwäche oder Rezession eingesetzt, um die Gesamtnachfrage zu steigern, Arbeitsplätze zu schaffen und Konsum sowie Investitionen zu fördern. Fiskalische Expansion ist ein zentrales Instrument der Fiskalpolitik und steht im Gegensatz zur fiskalischen Kontraktion, bei der Staatsausgaben gekürzt oder Steuern erhöht werden, um eine überhitzte Wirtschaft abzukühlen.
- ¹⁰ Quelle: Artikel von CNBC, veröffentlicht am 30. Oktober 2025. www.cnbc.com/2025/10/30/bank-of-japan-holds-rates-in-first-meeting-after-abenomics-proponent-takaichi-took-power.html
- ¹¹ Artikel 9 besagt: «Im aufrichtigen Streben nach einem auf Gerechtigkeit und Ordnung beruhenden internationalen Frieden verzichtet das japanische Volk für immer auf den Krieg als souveränes Recht der Nation sowie auf die Androhung oder Anwendung von Gewalt als Mittel zur Beilegung internationaler Streitigkeiten. Zur Verwirklichung dieses Ziels werden Land-, See- und Luftstreitkräfte sowie sonstiges Kriegspotenzial niemals unterhalten. Das Recht des Staates, Krieg zu führen, wird nicht anerkannt.» Siehe auch: japan.kantei.go.jp/constitution_and_government_of_japan/constitution_e.html
- ¹² Quelle: Artikel von Kyodo News, veröffentlicht am 7. November 2025. english.kyodonews.net/articles/-/64475
- ¹³ Abenomics bezeichnet die Wirtschaftspolitik des ehemaligen japanischen Premierministers Shinzo Abe, der von 2012 bis 2020 im Amt war. Der Begriff setzt sich aus «Abe» und «Economics» zusammen. Ziel der Abenomics war es, die stagnierende japanische Wirtschaft zu beleben, die über Jahrzehnte hinweg mit Deflation, geringem Wachstum und hoher Staatsverschuldung zu kämpfen hatte.
- ¹⁴ Quelle: Artikel der Japan Times, veröffentlicht am 25. Februar 2026. www.japantimes.co.jp/business/2026/02/25/economy/new-boj-board-members/
- ¹⁵ Bezieht sich auf Investoren, die Staatsanleihen verkaufen, um gegen staatliche Massnahmen, die sie für unverantwortlich halten, zu protestieren oder diese zu bestrafen, insbesondere solche, die Inflation oder Verschuldung erhöhen könnten.
- ¹⁶ Eine Anlagestrategie, bei der Anleger Geld in japanischen Yen zu sehr niedrigen Zinsen aufnehmen und in Vermögenswerte oder Währungen mit höheren Renditen investieren, um von der Zinsdifferenz zu profitieren.
- ¹⁷ Katar deckt 20% des weltweiten Gasbedarfs.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

