

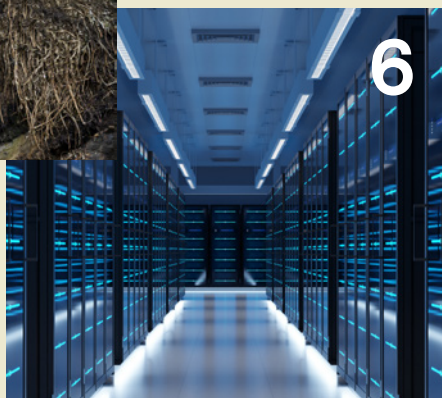
Vontobel

# Investors' Outlook

Tosende Zeiten

Februar 2026

## 2 Inhalt



### 3 Editorial

### 4 Anlagestrategie

Allem Lärm zum Trotz

### 6 Markt-Highlights

Könnte der KI-Euphorie der Speicher ausgehen?

### 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 5. März 2026)

### Konzept

MetaDesign AG

### Gestaltung & Realisation

Vontobel

### Bilder

Gettyimages,  
Vontobel

### Redaktionsschluss

29. Januar 2026

### Bemerkungen

Siehe «Rechtliche Hinweise» auf Seite 17

# Tosende Zeiten



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

## Geschätzte Leserschaft

Der Start ins neue Jahr verlief holprig. Geopolitische Schlagzeilen drehten die Lautstärke auf, und die Volatilität rollte in Wellen an, während Anleger versuchten, den Nachrichtenstrom zu verarbeiten.

Die politische Rhetorik der US-Regierung ist deutlich schärfer geworden und hat sich unter anderem gegen die US-Notenbank Fed und ihre Führung gerichtet. Damit wächst längerfristig das Risiko einer schleichenden Erosion des Vertrauens in wichtige Institutionen und deren Glaubwürdigkeit. Diese Sorge spiegelt sich bereits in einem schwächeren US-Dollar sowie in stark steigenden Goldpreisen wider. Die Aussagen zu einer möglichen Einnahme Grönlands haben diese allgemeine Verunsicherung noch verstärkt und dazu geführt, dass Anleger etablierte Normen und Bündnisse hinterfragen. Zusätzliche Zolldrohungen gegen europäische Länder, die sich einem solchen Schritt widersetzen, sorgten für weitere Marktverwerfungen. Diese Drohungen wurden später im Zuge eines angekündigten «Rahmenwerks» für ein mögliches künftiges Abkommen zurückgenommen, woraufhin sich die Märkte erholten.

Geopolitische Volatilität mag beunruhigend sein, hat jedoch nur selten nachhaltige negative Auswirkungen auf die Renditen von Vermögenswerten. Die Ereignisse in Venezuela etwa hatten an den Märkten kaum spürbare Effekte. Sie lassen sich eher als Teil einer breiteren geopolitischen Neuordnung verstehen – etwa der Herausbildung regionaler, politischer und wirtschaftlicher Einflussblöcke<sup>1</sup> – denn als Auslöser, der die Märkte aus der Bahn wirft. Die Stärke von Gold und Rohstoffen macht diese Dynamik besonders sichtbar. Wir gehen davon aus, dass die grossen Zentralbanken der Schwellenländer ihre Goldbestände weiter erhöhen und ihre Engagements in US-Dollar schrittweise reduzieren werden – nicht zuletzt aufgrund des aktuellen geopolitischen Umfelds.

Wir bleiben optimistisch, auch wenn der geopolitische Lärm lauter geworden ist. Derzeit beobachten wir eine Welle von Impulsen, die Risikoanlagen allgemein beflügeln. Dazu zählen geldpolitische Lockerungen, eine breite fiskalische Unterstützung, vom «One Big Beautiful Bill»<sup>2</sup> in den USA bis hin zu Konjunkturmassnahmen in der Eurozone, in Japan und in China sowie hohe Investitionen in künstliche Intelligenz (KI). Insofern fällt es uns schwer, eine negative Markteinschätzung zu vertreten.

Die US-Wirtschaft entwickelt sich solide, getragen von robusten Konsumausgaben. Wir erwarten ein günstiges Wachstumsumfeld bei gleichzeitig moderater Inflation. Den US-Arbeitsmarkt beobachten wir aufmerksam, wobei eine weitere Abschwächung der Fed einen Grund für Zinssenkungen geben würde. Wir gehen davon aus, dass die Fed die Leitzinsen in diesem Jahr um weitere 50 Basispunkte (Bp.) senken wird, mit einem ersten Schritt von 25 Bp. voraussichtlich im Sommer.

Das Multi Asset Investment Committee von Vontobel ist zu einer Übergewichtung von Rohstoffen übergegangen. Wir erwarten steigende Preise für Industriemetalle aufgrund der KI-bedingten Stromnachfrage sowie tendenziell höhere Ölpreise über den aktuellen Tiefständen, sofern die wirtschaftliche Aktivität anzieht. In dieser Ausgabe des Investors' Outlook erläutern wir die jüngsten Anpassungen unserer Asset Allocation, diskutieren vertieft die viel gefürchtete Blase im Bereich der KI und werfen einen genaueren Blick auf Gold.

Im weiteren Verlauf des Jahres 2026 möchten wir unsere Kunden dabei unterstützen, die Störgeräusche auszublenken – selbst in einer zunehmend lauterer Welt.

---

## → Webcast

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

---

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



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

# Allem Lärm zum Trotz

**Der Januar begann turbulent. Eine nächtliche Militär-operation in Caracas, Unruhen im Iran und eine eiskalte Konfrontation um die Arktis dominierten die Schlagzeilen. Dennoch absorbierten die Märkte den geopolitischen Lärm.**

In den USA hat der S&P 500 Index die Marke von 7000 Punkten überschritten, getragen vom anhaltenden KI-Boom und einem starken Auftakt der Berichtssaison zum vierten Quartal. Europäische Aktien erreichten Mitte des Monats ein Allzeithoch, da Anleger verstärkt Vertrauen in die wirtschaftliche Stabilität der Region fassten. Einen Teil der Gewinne gaben sie wieder ab nach der Zolldrohung im Zusammenhang mit Grönland. Rohstoffe reagierten kräftiger auf die Nachrichtenlage. Die Spannungen im Iran liessen die Ölpreise wieder anziehen. Metalle wie Kupfer, Gold und Silber legten ebenfalls zu. Die Anleihemärkte zeigten Anzeichen von Anspannung. Die Renditen 10- und 30-jähriger US-Staatsanleihen stiegen, nachdem ein durch fiskalische Sorgen ausgelöster Ausverkauf japanischer Staatsanleihen auf die globalen Zinsmärkte übergriff. Die Schwäche des US-Dollars spie-

gelte eine Kombination aus moderateren US-Zinserwartungen, geopolitischem Risiko und einer Neubewertung der Trump-Politik wider. Wir erwarten weiterhin eine wachstumsorientierte politische Ausrichtung, auch wenn die aktuellen Schlagzeilen anderes suggerieren. Historisch neigen US-Präsidenten in Zwischenwahljahren zu wachstumsfreundlichen Massnahmen. Auch dürften sich die Liquiditätsbedingungen verbessern, da die Fed eine Rückkehr zur Bilanzausweitung angekündigt hat – ein positiver Impuls sowohl für die Märkte als auch für die Gesamtwirtschaft. Zudem sehen wir keine nennenswerten Inflationsrisiken. Wir rechnen mit einer akkommodierenden Geldpolitik (insbesondere im Zuge des erwarteten Führungswechsels bei der Fed), stabilem Wirtschaftswachstum und verlässlichen globalen Lieferketten. Auch anderswo, etwa in China und der Schweiz, scheint der Inflationsdruck moderat. Die Schweiz kämpft sogar mit Deflationsängsten. Die Details zu unserer Asset Allocation finden Sie auf Seite 5.

|   | UNTERGEWICHTET <sup>3</sup> |        | NEUTRAL <sup>4</sup> | ÜBERGEWICHTET <sup>5</sup> |       |   |
|---|-----------------------------|--------|----------------------|----------------------------|-------|---|
|   | stark                       | leicht |                      | leicht                     | stark |   |
| <b>1</b><br><b>Liquidität</b>             |                             |        | →                    |                            |       | Unsere neutrale Haltung gegenüber Liquidität bleibt unverändert. Zugleich sind wir bei attraktiven Gelegenheiten handlungsbereit.   |
| <b>2</b><br><b>Anleihen</b>               |                             | →      |                      |                            |       | Im Anleihensegment bevorzugen wir weiterhin Staatsanleihen und Anleihen aus Schwellenländern, jeweils mit neutraler Einschätzung. Unsere Untergewichtung von Hochzinsanleihen behalten wir bei. Investment-Grade-Anleihen (IG) haben wir hingegen aufgrund unattraktiver Renditeaufschläge und gestiegener Emissionstätigkeit auf stark untergewichtet herabgestuft. Nach der Einengung seit dem Liberation Day bieten die Renditeaufschläge gegenüber Staatsanleihen im historischen Vergleich keine ausreichende Kompensation mehr, insbesondere vor dem Hintergrund anhaltender Risiken und erhöhter Marktvolatilität. Zusätzlich mahnt der starke Anstieg der Neuemissionen zur Vorsicht: US-Unternehmen starteten mit einer besonders hohen Kreditaufnahme ins Jahr 2026. Allein in der ersten Januarwoche wurden 55 IG-Anleihen im Umfang von mehr als USD 95 Milliarden begeben – der aktivste Jahresauftakt seit Beginn der Aufzeichnungen und das höchste Wochenvolumen seit Mitte 2020. |
| <b>3</b><br><b>Aktien</b>                 |                             |        |                      | →                          |       | Wir halten an unserer Aktien-Übergewichtung fest. Unsere Präferenz für Aktien aus der Eurozone und den Schwellenländern bleibt bestehen, da beide Regionen von verbessertem Wachstum, unterstützender Geldpolitik und attraktiven Bewertungen profitieren dürften. US-Bewertungen, insbesondere im Technologiesektor, erscheinen erhöht, liegen aus unserer Sicht jedoch weiterhin unterhalb von Blasen-niveaus. Gegenüber Schweizer, US- und japanischen Aktien beiben wir neutral.  |
| <b>4</b><br><b>Gold</b>                   |                             |        | →                    |                            |       | Nach der starken Kursentwicklung im Jahr 2025 sind traditionelle Bewertungskennzahlen in den Hintergrund gerückt, was die Bestimmung eines «fairen Werts» für Gold erschwert. Langfristig bleibt Gold aus unserer Sicht angesichts anhaltender Zentralbankkäufe sowie der Sorgen um Währungsabwertung und steigende Verschuldung sehr attraktiv. Trotz weiterem Aufwärtspotenzial dürfte der Kursverlauf nicht geradlinig verlaufen. Leichte Mittelabflüsse aus börsengehandelten Fonds (ETFs) sowie eine rückläufige Nachfrage im Schmucksektor könnten künftig zu erhöhter Preisvolatilität führen. Unsere Einschätzung zu Gold ist neutral.  |
| <b>5</b><br><b>Rohstoffe</b>              |                             |        |                      | ↗                          |       | Wir haben Rohstoffe von neutral auf leicht übergewichtet hochgestuft. Dies reflektiert unser Basisszenario eines positiven Wachstums, unterstützender wirtschaftspolitischer Impulse sowie eines strukturell schwächeren US-Dollars, was in der Regel zyklische, in US-Dollar gehandelte Vermögenswerte begünstigt. Teile des Rohstoffkomplexes weisen Aufholpotenzial auf, da sich die Gewinne im vergangenen Jahr vor allem auf Edelmetalle und einzelne Industriemetalle konzentrierten, während der Energiesektor zurückblieb. Brent lag im Jahresdurchschnitt bei USD 69 pro Barrel, dem niedrigsten Niveau seit der Covid-19-Pandemie, belastet durch Sorgen vor einem Überangebot, die sich durch die Entwicklungen in Venezuela noch verstärkt haben. Wir gehen davon aus, dass ein Grossteil dieser negativen Faktoren inzwischen eingepreist ist. Unseres Erachtens kann ein erhöhtes Engagement in Rohstoffen auch als Absicherung dienen.   |
| <b>6</b><br><b>Alternative Strategien</b> |                             |        | →                    |                            |       | Wir bleiben bei unserer neutralen Haltung gegenüber alternativen Fonds und Immobilien.  |

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

Veränderung zum Vormonat: unverändert → erhöht ↗ verringert ↘

# Könnte der KI-Euphorie der Speicher ausgehen?



Investitionen in Aktien aus dem Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) waren in den vergangenen Jahren eine erfolgreiche Strategie. Seit ChatGPT von OpenAI am 30. November 2022 die Welt im Sturm erobert hat, erleben die grossen Cloud-Anbieter (Hyperscaler) eine beispiellose Hausse. Diese Unternehmen stellen gewaltige Rechen- und Speicherplattformen bereit, auf denen Anwendungen wie KI, soziale Netzwerke oder Online-Marktplätze überhaupt erst möglich werden. Zwischen Ende November 2022 und Ende 2025 erzielten Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft und Oracle Kursgewinne im dreistelligen Bereich. Nvidia, obwohl selbst kein Hyperscaler, setzte dem Ganzen die Krone auf und vervielfachte seinen Börsenwert mit einem Plus von über 1 000%.



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



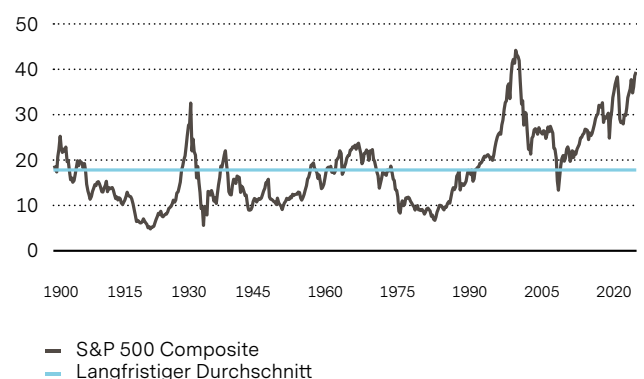
—  
**Stefan Eppenberger**  
Chief Investment Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

Mit dem Start ins Jahr 2026 steht entsprechend viel auf dem Spiel – sowohl für Anleger als auch für die US-Wirtschaft. Was genau meinen wir damit? Erstens haben die Kurse amerikanischer Aktien ein Niveau erreicht, das man zuletzt zur Zeit der Dotcom-Blase in den 1990ern gesehen hat. Das weithin als Goldstandard angesehene Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis<sup>6</sup> des S&P 500 Index liegt derzeit bei rund 39. Damit bewegt es sich nur knapp unter dem Rekordwert von 44 aus dem Dezember 1999 (Grafik 1). Zum Vergleich: Der langfristige Durchschnitt dieser Kennzahl liegt bei etwa 18.

Zweitens hat die Hausse zu einer deutlichen Konzentration am US-Aktienmarkt geführt. Ein kleiner Kreis von Aktien trägt inzwischen den Grossteil der Performance. Die zehn grössten Titel des S&P 500 – von denen alle bis auf einen KI-bezogen sind – stehen heute für mehr als 40% der gesamten Marktkapitalisierung des Index. Dadurch vermittelt passives Index-Investieren, das lange als sicherer Weg zu breiter Diversifikation galt, inzwischen ein trügerisches Gefühl der Streuung, da Anleger faktisch einem hohen Technologierisiko ausgesetzt sind.

### Grafik 1: Der KI-Boom ist entscheidend für die Aktienmärkte

Zyklisch bereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis (Shiller-KGV)



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 9. Januar 2026.

## 8 Markt-Highlights

**Grafik 2: Hat der KI-Boom seinen Höhepunkt erreicht? Eine Checkliste**

|                  |    | WARNSIGNALE  | STATUS | KOMMENTAR   |
|------------------|----|--|--------|---|
| MODELLE          | 1  | Der Fortschritt bei KI-Modellen lässt nach                           |        | Die Modelle verbessern sich weiterhin exponentiell            |
|                  | 2  | Die Nutzungsrate von KI stagniert                                    |        | Der Aufwärtstrend bei der Nutzung ist weiterhin intakt        |
| INVESTITIONEN    | 3  | Die Investitionsprognosen der Hyperscaler steigen nicht mehr         |        | Regelmässige Anhebungen der Investitionsprognosen             |
|                  | 4  | Technologieinvestitionen erreichen ein nicht mehr tragfähiges Niveau |        | Nicht so extrem wie in früheren Investitionszyklen            |
| RENTABILITÄT     | 5  | Der freie Cashflow der Hyperscaler wird negativ                      |        | Weiterhin positiv (ausser bei Oracle), aber rückläufig        |
|                  | 6  | Die Rentabilität der Hyperscaler verschlechtert sich                 |        | Auf hohem Niveau und bislang relativ stabil                   |
| HEBEL (LEVERAGE) | 7  | Hyperscaler nehmen übermässige Schulden auf                          |        | Negative Nettoverschuldung (ausser bei Oracle)                |
|                  | 8  | Die Märkte betrachten Verschuldung der Hyperscaler skeptisch         | ×      | Steigende CDS, insbesondere bei Oracle                        |
| STIMMUNG         | 9  | Die finanziellen Rahmenbedingungen verschlechtern sich               |        | Die Bedingungen verbessern sich, statt sich zu verschlechtern |
|                  | 10 | Übermässige Tech-Insiderverkäufe                                     |        | Ein OpenAI-Börsengang würde Fragen aufwerfen                  |

Hinweis: Nicht alle Signale müssen erfüllt sein, um davon auszugehen, dass der KI-Boom seinen Höhepunkt erreicht hat; im Extremfall reichen bereits zwei oder drei aus.  
Quelle: Vontobel. Per 29. Januar 2026.

Drittens sind KI-Investitionen zu einem wichtigen Treiber der US-Wirtschaft geworden. Im ersten Halbjahr 2025 stellten KI-bezogene Investitionsausgaben 1,1% zum Wachstum des US-Bruttoinlandsprodukts (BIP) bei – mehr als der private Konsum. Das ist bemerkenswert für eine Volkswirtschaft, die historisch vor allem vom Konsum getragen wird.

Daher sind wir der Meinung, dass Anleger die KI-Hausse aufmerksam verfolgen und auf allfällige Anzeichen einer Marktblase achten sollten. Zu diesem Zweck haben wir eine Checkliste erstellt, um zu beurteilen, ob sich der Boom seinem Höhepunkt nähert (Grafik 2). Dabei ist zu beachten, dass nicht alle Signale erfüllt sein müssen, um davon auszugehen, dass der KI-Boom seinen Höhepunkt erreicht hat. In Extremfällen können bereits zwei oder drei Signale ausreichen.

### Warnsignale

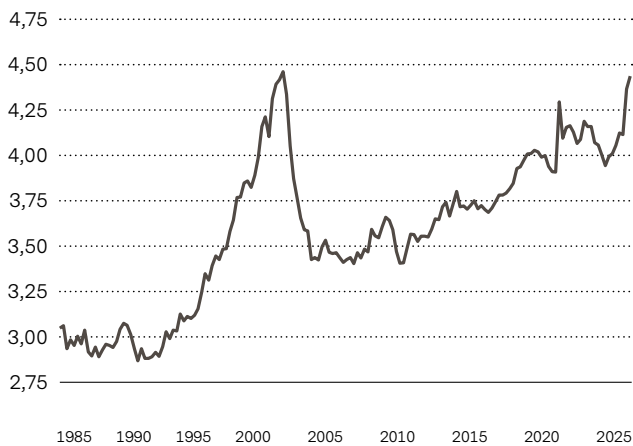
Die ersten beiden Warnsignale betreffen direkt die KI-Modelle: verlangsamter Fortschritt und sinkende Nutzungsraten. Fortschritte bei den Modellen sind für Anleger zentral, da sie den Wert, das Wachstumspotenzial und den Wettbewerbsvorteil der Unternehmen, die KI anwenden, unmittelbar beeinflussen. Dies setzt kontinuierliche Weiterentwicklung, Skalierbarkeit und Anpassungsfähigkeit voraus. Ebenso wichtig sind anhaltend hohe oder steigende

Nutzungsraten, da sie die Relevanz und den wirtschaftlichen Nutzen der Technologie widerspiegeln. Der Stanford AI Index Report 2025 zeigt, dass die Dimensionen von KI-Modellen weiterhin rasch wachsen. Die für das Training erforderliche Rechenleistung verdoppelt sich alle fünf Monate, die Datensätze alle acht Monate und der Energieverbrauch jährlich. Gleichzeitig nehmen die Leistungsunterschiede offenbar ab: Der Abstand zwischen dem bestplatzierten und dem zehntplatzierten Modell ist innerhalb eines Jahres von 11,9% auf 5,4% gesunken, und die beiden Spitzenreiter trennen nur noch 0,7%. Mit anderen Worten: Der Wettbewerb wird sowohl intensiver als auch dichter<sup>7</sup>. Die Nutzungsraten steigen insgesamt weiter, unterscheiden sich jedoch je nach Branche und Unternehmensgrösse. Daten aus der Business Trends and Outlook Survey des US Census Bureau deuteten im Jahr 2025 auf eine vorübergehende Abschwächung oder Stabilisierung hin, insbesondere bei grossen, etablierten Unternehmen<sup>8</sup>.

Ein weiteres Warnsignal wäre eine mögliche Pause im Wachstum der Investitionsprognosen von Unternehmen. Bislang hat jeder grosse Hyperscaler seine Investitionsprognosen für 2026 angehoben. Die Konsensschätzung der Wall-Street-Analysten liegt inzwischen bei USD 527 Milliarden – gegenüber USD 465 Milliarden zu Beginn der Berichtssaison für das dritte Quartal. Die meisten erwarten,

**Grafik 3: Tech-Investitionen auf Kurs, das Jahr 2000 zu übertreffen – von höherer Basis und langsamer steigend**

In % des US-BIP



— US-Investitionen in informationsverarbeitende Geräte und Software

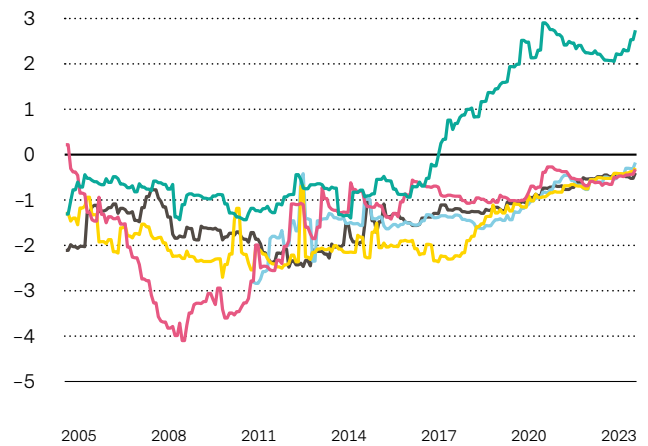
Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 9. Januar 2026.

dass die Ausgaben weiter steigen und 2028 ihren Höhepunkt erreichen. Allerdings können übermässig hohe Investitionen selbst zu einem Warnsignal werden. Der Punkt, ab dem hohe Investitionen nicht mehr als angemessen, sondern als untragbar gelten, ist schwer zu bestimmen. Während Pessimisten argumentieren, dass die aktuellen Technologieinvestitionen kurz davor stehen, die Höchststände der Dotcom-Blase zu übertreffen, wenden Optimisten ein, dass die heutigen Investitionen von einer höheren Basis ausgehen und weniger aggressiv wachsen als Ende der 1990er (Grafik 3).

Auf der Ertragsseite sollten Anleger insbesondere die Entwicklung des freien Cashflows (FCF) im Auge behalten. Er misst den Cashflow, der nach Investitionen zur Erhaltung oder Erweiterung der Vermögensbasis verbleibt und somit für Ausschüttungen oder Reinvestitionen zur Verfügung steht. Ein positiver FCF gibt an, dass ein Unternehmen mehr Cashflow generiert, als es zur Deckung seiner Betriebsausgaben und Kapitalinvestitionen benötigt, was ein Zeichen für finanzielle Stärke ist. Ein negativer FCF kann auf finanzielle Probleme oder hohe Wachstumsinvestitionen hindeuten. Aufgrund der jüngsten Investitionswelle sind die Cashflows vieler Hyperscaler zwar rückläufig, aber noch nicht negativ. Eine nennenswerte Ausnahme ist Oracle, dessen FCF bereits im Minus ist. Ebenso wichtig ist es unserer Meinung nach, auf Anzeichen

**Grafik 4: Hyperscaler (ausser Oracle) weisen weiterhin eine negative Nettoverschuldung aus\***

Nettoverschuldung der nächsten 12 Monate in % des EBITDA\*\*



— Microsoft — Meta — Alphabet — Amazon — Oracle

\*Immer mehr Schulden werden ausserhalb der Bilanz finanziert, wo die Visibilität geringer ist

\*\*Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen

Quelle: IBES, LSEG, Vontobel. Daten per 9. Januar 2026.

einer nachlassenden Rentabilität zu achten, da diese auf künftige Herausforderungen hindeuten können. Analysten verwenden eine Vielzahl von Rentabilitätskennzahlen, um Aktien zu bewerten. Unserer Ansicht nach ist eine Fokussierung auf Kennzahlen wie die Gesamtkapitalrendite (return on assets, ROA) und die Eigenkapitalrendite (return on equity, ROE)<sup>9</sup> besonders wichtig, da diese Aufschluss darüber geben, wie effizient Unternehmen ihre Ressourcen einsetzen und Renditen für die Aktionäre erzielen. Aktuell liegt die 12-Monats-ROA der Hyperscaler nahe ihrem Allzeithoch (über 16%), während die 12-Monats-ROE zwar leicht gesunken, aber weiterhin hoch ist (über 27%)<sup>10</sup>.

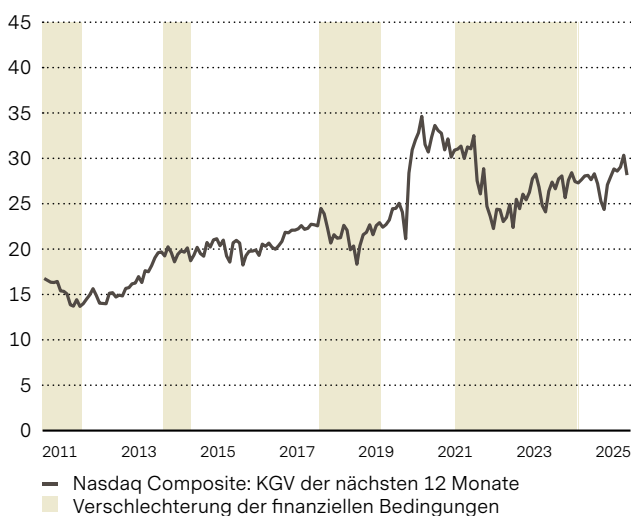
### Hyperscaler im Blick

Ein weiteres potenzielles Warnsignal wäre, wenn Hyperscaler übermässige Schulden aufnehmen würden, was aus mehreren Gründen problematisch sein kann. Dies führt häufig zu höheren Zinszahlungen, was den Cashflow belasten und die für andere Investitionen verfügbaren Mittel einschränken kann. Zudem kann sich dies negativ auf die Kreditwürdigkeit auswirken, was zukünftige Kreditaufnahmen verteuert oder erschwert. Im schlimmsten Fall kann es zur Insolvenz führen, wenn die Schuldenverpflichtungen die Fähigkeit eines Unternehmens übersteigen, ausreichende Erträge oder Cashflows zu erwirtschaften. Derzeit weisen die meisten Hyperscaler weiterhin eine

# 10 Markt-Highlights

**Grafik 5: Wendepunkt einer Hausse geht oft mit strafferen Finanzbedingungen einher, was derzeit nicht zutrifft**

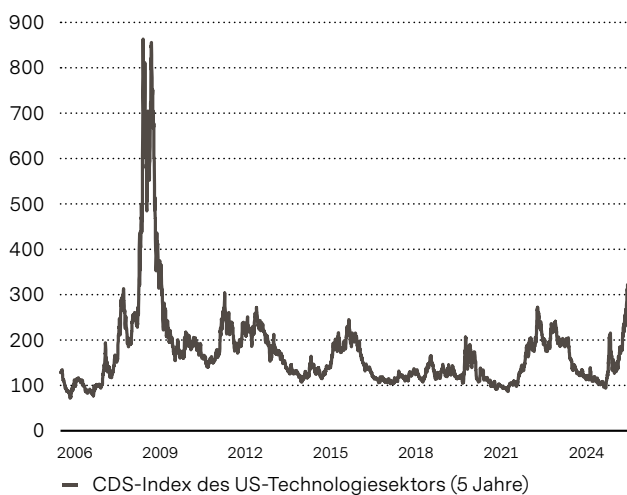
KGV der nächsten 12 Monate



Quelle: IBES, LSEG, Vontobel. Daten per 9. Januar 2026.

**Grafik 6: Der Markt beginnt, Unternehmen mit hoher Fremdfinanzierung kritisch zu sehen**

Credit Default Swaps (in USD)



Hinweis: Ein Credit Default Swap (CDS) ist ein Vertrag, der für einen bestimmten Zeitraum Schutz vor Verlusten aus dem Ausfall eines Kreditnehmers erwirbt.

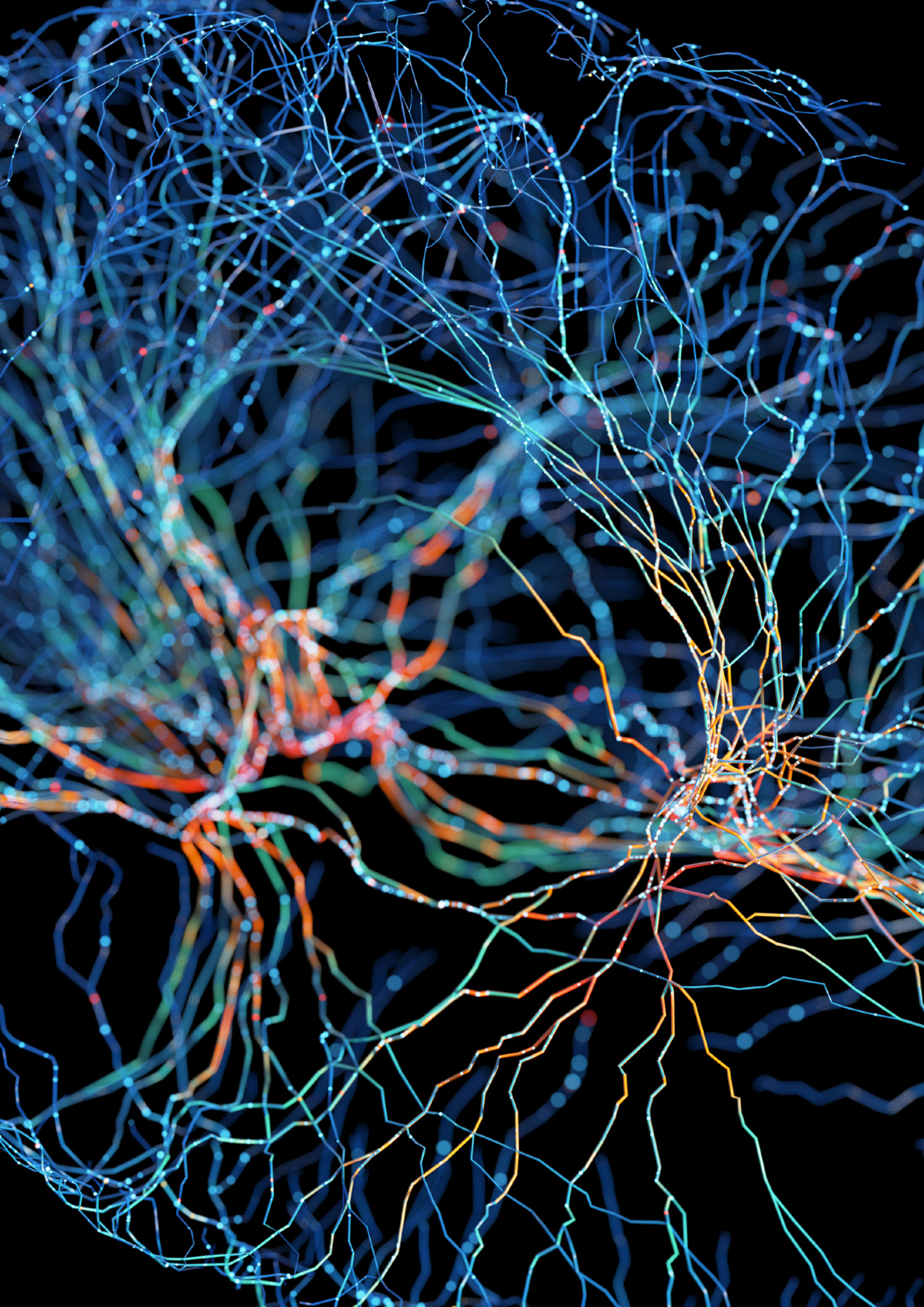
Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 9. Januar 2026.

negative Nettoverschuldung in ihren Bilanzen aus (Grafik 4). Die Beurteilung der Verschuldung von Unternehmen könnte künftig jedoch schwieriger werden, da ein zunehmender Teil der Schulden ausserhalb der Bilanz finanziert wird, wodurch die Visibilität abnimmt.

Was die Marktstimmung betrifft, ist es entscheidend, dass sich die finanziellen Bedingungen nicht deutlich verschärfen (Grafik 5). Was bedeutet das? Damit eine Blase platzt, braucht es in der Regel eine «Nadel», die sie zum Platzen bringt und somit als Auslöser wirkt. In den drei jüngsten grossen Episoden – der Dotcom-Blase von Ende der 1990er bis Anfang der 2000er, der Subprime-Krise 2007 und der regionalen Bankenkrise 2023 – war diese Nadel eine Straffung der Finanzbedingungen infolge von Zinserhöhungen der Fed. Derzeit sehen wir wenig Anlass für eine Zinserhöhung durch die Fed. Zwar liegt die Inflation weiterhin über dem Zielwert, doch der sich abschwächende Arbeitsmarkt spricht eher für niedrigere Zinsen. Wir gehen zudem davon aus, dass der nächste Fed-Vorsitzende nach Ablauf der Amtszeit von Jerome Powell im Mai voraussichtlich eine eher expansive geldpolitische Ausrichtung verfolgen wird. Darüber hinaus wären wir vorsichtig, wenn Insider (z. B. Führungskräfte oder Gründer von Technologieunternehmen) beginnen würden, grosse Mengen an Aktien zu verkaufen. Zwar können Insiderverkäufe persönliche Gründe haben,

doch ein deutliches und anhaltendes Muster solcher Verkäufe könnte auf Bedenken hinsichtlich der künftigen Wachstumsaussichten eines Unternehmens hindeuten. Ein ähnliches Muster war zwischen September 1999 und Juli 2000 zu beobachten, als Insider von Dotcom-Unternehmen Aktien im Wert von insgesamt USD 43 Milliarden verkauften – doppelt so viel wie 1997 und 1998<sup>11</sup>. Derzeit gibt es keine klaren Anzeichen für übermässige Insiderverkäufe. Ein mögliches Beispiel (unter vielen) ist die Option eines Börsengangs von OpenAI, der einige Fragen aufwerfen könnte.

Fazit: Die meisten unserer Indikatoren deuten noch nicht darauf hin, dass die KI-Hausse an die «Grenzen ihrer Rechenkapazität» stösst. Das einzige Signal, das sich bereits materialisiert hat, ist, dass die Märkte gegenüber dem Verschuldungsgrad der Hyperscaler tatsächlich vorsichtiger geworden sind. Die Renditeaufschläge für Credit Default Swaps (CDS)<sup>12</sup> auf US-Technologieunternehmen weiten sich derzeit aus, vor allem aufgrund von Oracle. Dies spiegelt die wachsende Besorgnis der Anleger über die zunehmende Verschuldung wider, die diese Unternehmen zur Finanzierung grosser Projekte wie KI-Infrastruktur eingehen (Grafik 6).



# Geduld nach der Zinssenkung



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

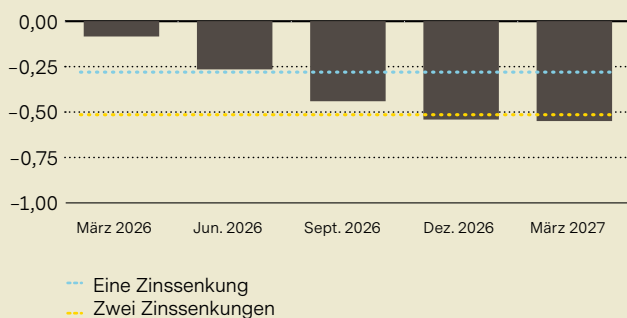
**Die Fed belies die Zinssätze auf ihrer Januar-Sitzung unverändert, die erste Pause seit Juli 2025. Fed-Vorsitzender Jerome Powell signalisierte, dass es keinen unmittelbaren Handlungsdruck gibt, die Zinsen weiter zu senken, und wies damit Trumps Forderungen nach deutlich niedrigeren Kreditkosten zurück.**

Die Pause ist deshalb von Bedeutung, weil sie direkt auf eine Phase stetiger geldpolitischer Lockerung folgt. Auf ihrer Dezember-Sitzung senkte die Fed den Zielkorridor für die Fed Funds Rate um 25 Bp., die dritte Senkung im laufenden Zyklus. Die Gesamtbotschaft blieb tendenziell expansiv, allerdings mit dem klaren Unterton, «sich nicht mitreissen zu lassen». Die expansiven Signale spiegelten das makroökonomische Umfeld wider: Bessere Wachstumsaussichten und sinkende Inflationserwartungen stärkten das Vertrauen in eine weiche Landung. Zugleich signalisierte die Fed Zurückhaltung. Powell betonte, dass geldpolitische Entscheidungen datenabhängig bleiben und weitere Zinssenkungen nicht automatisch erfolgen sollen. Die Dot-Plots deuten für 2026 nur eine Senkung um 25 Bp. an, während die Märkte zwei erwarten (Grafik 1). Trotz hartnäckiger Inflation dürfte die Fed schrittweise vorgehen, um eine unnötige Straffung der Finanzierungsbe-

dingungen zu vermeiden. Unter dieser Annahme dürften die Renditen am kurzen Ende weiter zurückgehen, während die langfristigen Renditen in einer engen Bandbreite verharren, leicht abwärts tendierend. Bei stark fallenden Zinsen würden schwächere Fundamentaldaten eine raschere Lockerung der Fed und sinkende Renditen über alle Laufzeiten implizieren. Umgekehrt könnte anhaltende Inflation die Fed länger bremsen: Kurzfristige Renditen blieben stabil, langfristige dürften aufgrund höherer Inflationserwartungen steigen. Eine Schlüsselrolle spielt die künftige Verschuldung des Technologiesektors, insbesondere der Hyperscaler. Ende letzten Jahres zeichnete sich bereits eine Richtung ab, als mehrere Hyperscaler grosse Benchmark-Transaktionen platzierten und die führenden Unternehmen (Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Oracle) eine Rekordsumme aufnahmen, wenn man sowohl einfache IG-Anleihen als auch Strukturen wie Joint Ventures und Zweckgesellschaften berücksichtigt. Entscheidend ist die Wahl der Finanzierung, nicht der Finanzierungsbedarf. Diese Unternehmen können einen grossen Teil ihrer Investitionen selbst finanzieren, doch das jüngste Verhalten deutet darauf hin, dass Anleihen weiterhin ein zentraler Bestandteil bleiben, während die Ausgaben für KI-Infrastruktur steigen. Ein grösseres Angebot dürfte zu höheren Renditeaufschlägen in aktiven Emissionsphasen führen. Die Nachfrage nach hochwertigen, liquiden Technologieanleihen wirkt dem zwar entgegen, doch insgesamt deutet die umfangreiche KI-Pipeline auf höhere Renditeaufschläge hin. Dies ist besonders relevant, da wir uns in einem zinsgetriebenen Markt befinden: Renditeaufschläge machen heute nur rund 16% der Gesamtrendite aus, verglichen mit etwa 38% in den letzten 15 Jahren (Grafik 2). Dadurch sind die Kreditpolster schmal und die Renditen empfindlicher gegenüber jeder Ausweitung.

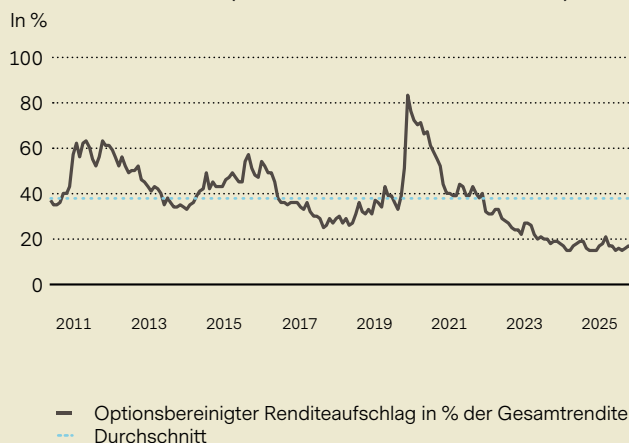
**Grafik 1: Bis September 2026 wird von der Fed eine Zinssenkung um insgesamt 50 Bp. erwartet**

Kumulierte implizite Änderung des Fed-Leitzinses (in %)



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 15. Januar 2026.

**Grafik 2: Der Renditeaufschlag macht lediglich 16% der Gesamtrendite aus (15-Jahres-Durchschnitt: 38%)**



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 15. Januar 2026.

# Wie 2025 den Takt für mehr Marktbreite im Jahr 2026 vorgab



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

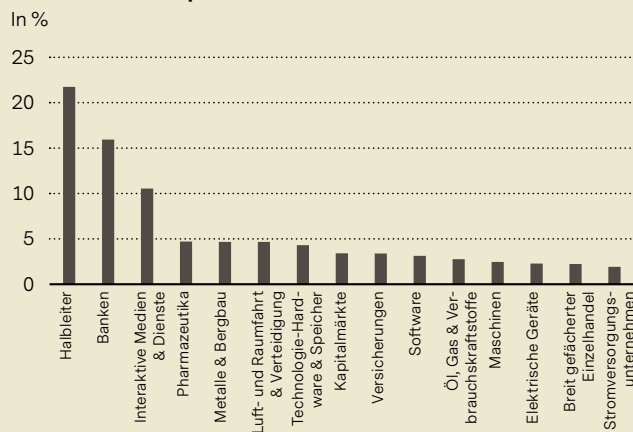
**Von der KI-getriebenen Marktführerschaft hin zu breiteren Kursgewinnen: Wir analysieren die Erkenntnisse auf Sektorebene für 2025 und erläutern, weshalb Diversifikation, Europa und Schwellenländeraktien 2026 begünstigt sein dürften.**

Trotz eines volatilen Starts beendeten die globalen Aktienmärkte das Jahr 2025 im Plus und bewiesen damit ihre Fähigkeit, makroökonomische, geo- und geldpolitische Schocks zu absorbieren. Die globale Sektorattribution des Jahres (Grafik 1) unterstreicht die prägenden Anlagethemen. An erster Stelle stand der KI-getriebene Investitionskomplex. Während Halbleiter weiterhin den Ausgangspunkt bildeten, kamen die Performancebeiträge aus der gesamten Wertschöpfungskette. Der steigende KI-bedingte Energiebedarf unterstützte insbesondere die Elektroausrüstungsbranche sowie ausgewählte industrielle Nischenbereiche. Auch der Verteidigungssektor leistete einen bedeutenden Beitrag, vor allem in Europa. Grund war ein zunehmend komplexes geopolitisches Umfeld sowie eine verbesserte Visibilität der öffentlichen Ausgaben. Finanzwerte folgten als solider Beitrag aus der zweiten Reihe. Banken profitierten von weiterhin erhöhten Margen und einer widerstandsfähigeren Asset-Qualität

als erwartet. Pharmatitel rundeten die Top 5 ab und gewannen gegen Jahresende an Dynamik. In dieser Phase rückten bei den Anlegern erneut Fragen zur «Kreislaufwirtschaft» der KI in den Fokus, darunter der steigende Verschuldungsgrad, die begrenzte Visibilität der Monetarisierung sowie die Beschleunigung der Investitionsausgaben in den letzten Monaten des Jahres. Der Durchbruch von Alphabet mit Gemini 3<sup>13</sup> sowie das Aufkommen von Alternativen zu Nvidias Grafkprozessoren trugen zu einer Verschiebung der Marktführerschaft innerhalb des KI-Komplexes und der «Magnificent 7» bei. Gleichzeitig traten die Märkte in eine Derisking-Phase ein, rotierten in defensivere Sektoren und unterstützten damit breitere Gewinne am Markt (Grafik 2).

Aus unserer Sicht dürfte 2026 ein strukturell unterstütztes Jahr für Aktien werden, getragen von einer Kombination makroökonomischer, politischer und industrieller Faktoren, die ein günstigeres Umfeld für Wachstum und Unternehmensgewinne schaffen. Zwar bekräftigen wir unsere Einschätzung, dass die Sorgen vor einer möglichen Technologieblase überzogen sind, dennoch dürfte die damit verbundene Spekulation anhalten. Gleichzeitig sollten die Dynamiken der letzten Monate 2025 eine weitere Ausweitung der Marktperformance begünstigen. Vor diesem Hintergrund erscheint uns zu Beginn des neuen Jahres ein selektiverer und stärker diversifizierter Ansatz bei KI- und Technologieinvestments angezeigt. Aus regionaler Perspektive könnten von diesem Umfeld insbesondere Aktien aus Europa und den Schwellenländern profitieren – zumal eine anhaltende Schwäche des US-Dollars über verbesserte Finanzierungsbedingungen und attraktivere relative Bewertungen zusätzlichen Rückenwind verleihen dürfte.

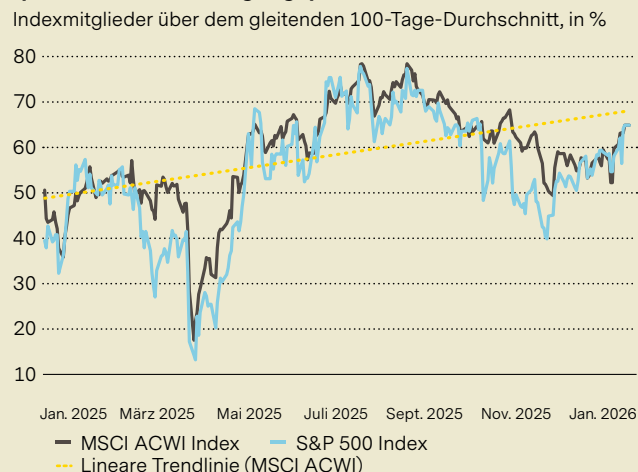
**Grafik 1: Ein breiteres Spektrum von Teilsektoren trug 2025 zur Aktienperformance bei\***



\*Gesamtrenditeattribution im MSCI ACWI

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 16. Januar 2026.

**Grafik 2: Verbesserung der Marktbreite im Schlussquartal 2025 als Ausgangspunkt für 2026**



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 16. Januar 2026.

# Im goldenen Glanz



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

**Wenn es für die Rohstoffmärkte eine eigene Version der Grammy Awards gäbe, hätte Gold im Jahr 2025 etliche Auszeichnungen gewonnen. Das gelbe Metall legte im vergangenen Jahr um 65 % zu und zog Anfang 2026 noch weiter an.**

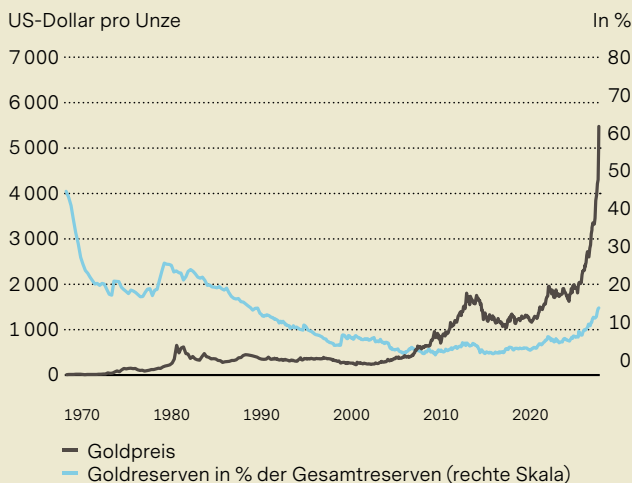
Anhaltende Käufe der Zentralbanken und zunehmende Sorgen über Währungsabwertung sowie steigende Schulden machten Gold 2025 zu einem besonders interessanten Anlagewert. Im Januar 2026 kamen erneut Bedenken zur Unabhängigkeit der Fed auf, nachdem Donald Trump versucht hatte, deren Vorsitzenden Jerome Powell anzuklagen. Zusammen mit geopolitischen Spannungen in Venezuela, im Iran und sogar in der Arktis trieben diese Entwicklungen den Preis für den sicheren Hafen auf über USD 5500 pro Unze. Mittlerweile scheinen traditionelle Bewertungskennzahlen wenig hilfreich, was die Bestimmung eines «fairen Werts» für Gold erschwert.

Wir gehen davon aus, dass Gold tendenziell weiter steigt, künftige Gewinne jedoch nicht geradlinig, sondern volatil ausfallen dürften. Was bedeutet das konkret? Einerseits haben die Zentralbanken weiterhin einen Anreiz, ihre Reserven vom US-Dollar weg zu diversifizieren. Zwar haben

ihre jüngsten Käufe die offiziellen Goldbestände auf knapp 20% der Gesamtreserven erhöht, doch liegt dieser Wert noch deutlich unter historischen Niveaus (Grafik 1). Besonders Schwellenländer wie China könnten noch Aufholpotenzial haben. Die offiziellen Goldreserven Chinas machen etwa 8% der Gesamtreserven aus<sup>14</sup>. Zum Vergleich: Länder wie Deutschland halten über 70%. Insgesamt dürfte diese vergleichsweise unelastische Nachfrage der Zentralbanken dem Goldpreis einen Boden geben. Auch wenn die Zentralbanken bei hohen Preisen vorübergehend zögern, sollten ihre langfristigen Ziele verhindern, dass Gold unter USD 4000 pro Unze fällt.

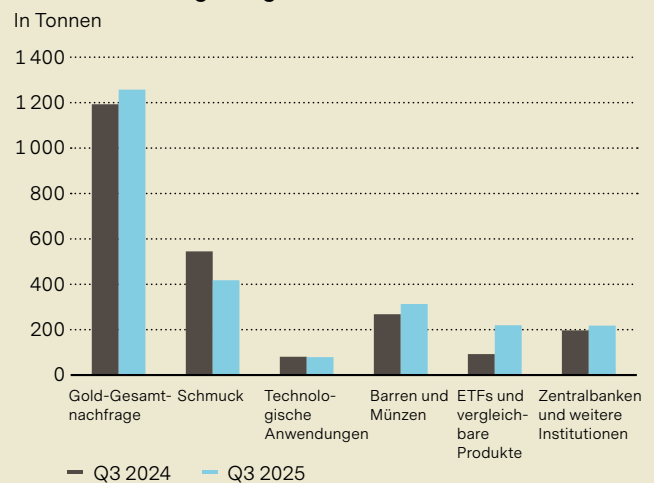
Andererseits ist die Nachfrage in anderen Segmenten weniger unelastisch. Zuflüsse in ETFs, die 2025 eine wichtige Triebkraft waren, kühlten gegen Jahresende ab. Grund dafür dürften Gewinnmitnahmen und Befürchtungen hinsichtlich einer restriktiveren Fed gewesen sein. Während die Fed in der zweiten Jahreshälfte 2025 die Zinsen dreimal senkte, signalisierten einige Vertreter, dass der Lockerungszyklus bald pausieren oder enden könnte. Dies wäre ein negativer Faktor für ein nicht verzinsliches Anlagegut wie Gold, das von tieferen Zinsen profitiert. Zudem ist die Nachfrage im Schmucksektor deutlich zurückgegangen: Im dritten Quartal 2025 sank der Verbrauch gegenüber dem Vorjahr um 23% (Grafik 2). Einige Käufer greifen nun zu Platin statt zu Gold, andere wählen 14-karätiges Gold als Alternative zum traditionellen 18-karätigen oder, im Falle Chinas als Schlüsselmarkt, 22- bis 24-karätigen Gold<sup>15</sup>.

**Grafik 1: Gold – überbewertet, aber unterinvestiert?**



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 29. Januar 2026.

**Grafik 2: Gold-Gesamtnachfrage trotz Rückgang im Schmucksektor gestiegen**



Quelle: Metals Focus, World Gold Council. Daten per 30. September 2025.

# Abwartende Schweiz, nachlassende Unterstützung für den US-Dollar



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

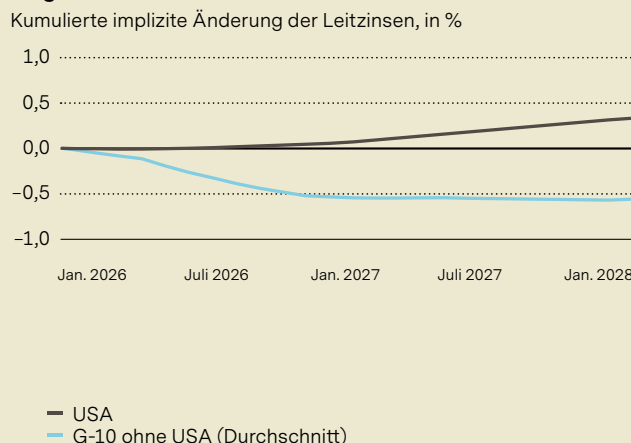
**US-Dollar-Pessimisten können ein einfaches Szenario anführen: Die Zinserwartungen in den G-10-Ländern<sup>16</sup> divergieren, was für den Dollar nicht förderlich ist. Aus Marktsicht hat die Fed weiterhin den grössten Spielraum für Zinssenkungen. Jahrelang profitierte der Dollar davon, dass die US-Zinsen über dem Niveau anderer Länder lagen. Wenn die USA nun lockern, während andere überwiegend abwarten, beginnt dieser Vorteil zu schwinden. Generell wird erwartet, dass die G-10-Länder vorerst pausieren, jedoch langfristig die Zinsen leicht anheben. Diese Kombination aus kurzfristiger «Warteschleife» in den meisten G-10-Ländern und einem moderaten Strafungsrisiko später kann das Zinsumfeld marginal gegen den Dollar verschieben (Grafik 1).**

In der Schweiz scheint die Inflation ihren Tiefpunkt erreicht zu haben (Grafik 2). Im Dezember stiegen sowohl Gesamt- als auch Kerninflation leicht an. Die festere Tendenz war vor allem im Dienstleistungssektor zu beobachten, insbesondere bei Restaurants und Hotels. Gleichzeitig blieb die importierte Inflation sehr schwach, gestützt durch den zuletzt starken Franken, der die Preise im Ausland drückte. Wenn der Franken weniger stark aufwertet, dürfte der disinflationäre Effekt günstigerer

Importpreise nachlassen. Zusammen mit stabileren Energiepreisen deutet dies darauf hin, dass die Inflation kurzfristig sehr niedrig bleiben und im Laufe des Jahres allmählich anziehen dürfte. Der Trend zeigt nach oben, die Risiken bleiben jedoch leicht nach unten gewichtet. Die Protokolle der Schweizerischen Nationalbank (SNB) bestätigen dieses Bild. Im Dezember wurde klar eine Pause beschlossen, wobei die Diskussion etwas ausgezogener verlief als im September – ein kleiner, aber feiner Unterschied. Die SNB hat keine Eile und setzt die Hürde für eine Senkung unter null angesichts möglicher Kosten für das Finanzsystem hoch an. Zudem scheint die SNB weniger besorgt über einen globalen Risk-off-Schock zu sein, der die Nachfrage nach dem Franken als sicherem Hafen stark erhöhen würde. Sie verweist darauf, dass der Franken seit dem Sommer leicht nachgegeben hat, da sich die Zinsdifferenzen zu seinen Ungunsten entwickelt haben.

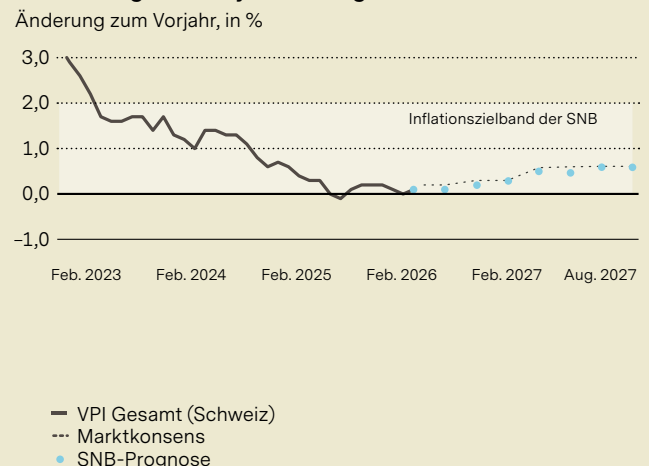
Das Basisszenario ist somit eine lange Phase des Abwartens. Die SNB kann eine niedrige, gedämpfte Inflation tolerieren, solange diese im Zielband bleibt und sich mit der Zeit voraussichtlich nach oben bewegt. Die nächste «echte» geldpolitische Veränderung dürfte eher dem Wiederaufbau von Handlungsspielraum dienen, sobald sich die Aussichten eindeutig stabilisiert haben. Der nächste Schritt ist daher eher eine spätere als eine unmittelbar bevorstehende Entwicklung. Der Schweizer Franken dürfte stabil bleiben. Mit der Zurückhaltung der SNB und Zinserhöhungen erst am Horizont kommt die Unterstützung vor allem von defensiver Nachfrage, was sich in Konsolidierungen in ruhigen Märkten und schnellen Aufwärtsbewegungen bei Risikoaversion zeigt.

**Grafik 1: Erwartete Leitzinsänderungen signalisieren Gegenwind für den US-Dollar**



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 15. Januar 2026.

**Grafik 2: Inflation in der Schweiz nimmt wieder zu, der Anstieg scheint jedoch langsam**



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 15. Januar 2026.

## Konjunktur und Finanzmärkte 2025 – 2027

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

| <b>BIP (IN %)</b> | <b>2025<sup>1</sup></b> | <b>AKTUELL<sup>2</sup></b> | <b>KONSENS 2026</b> | <b>KONSENS 2027</b> |  |
|-------------------|-------------------------|----------------------------|---------------------|---------------------|--|
| Global (G20)      | 2,4                     | 3,3                        | 2,7                 | 2,7                 |  |
| Eurozone          | 1,4                     | 1,4                        | 1,2                 | 1,4                 |  |
| USA               | 2,0                     | 2,3                        | 2,1                 | 2,0                 |  |
| Japan             | 1,2                     | 0,6                        | 0,8                 | 0,9                 |  |
| Grossbritannien   | 1,4                     | 1,3                        | 1,1                 | 1,4                 |  |
| Schweiz           | 1,2                     | 0,5                        | 1,25                | 1,5                 |  |
| Australien        | 1,9                     | 2,1                        | 2,2                 | 2,3                 |  |
| China             | 4,9                     | 4,5                        | 4,5                 | 4,3                 |  |

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

| <b>NOTENBANKZINSEN (IN %)</b>    | <b>2025</b> | <b>AKTUELL</b> | <b>KONSENS 3 MONATE</b> | <b>KONSENS 12 MONATE</b> | <b>VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN<sup>5</sup></b> |
|----------------------------------|-------------|----------------|-------------------------|--------------------------|--|
| EUR (Einlagenzins)               | 2,00        | 2,00           | 1,97                    | 1,97                     | →  |
| USD (Fed-Leitzins, obere Grenze) | 3,75        | 3,75           | 3,44                    | 3,22                     | →  |
| CHF                              | 0,00        | 0,00           | -0,01                   | 0,06                     | →  |

| <b>RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)</b> | <b>2025</b> | <b>AKTUELL</b> | <b>KONSENS 3 MONATE</b> | <b>KONSENS 12 MONATE</b> | <b>VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN<sup>5</sup></b> |
|---|-------------|----------------|-------------------------|--------------------------|--|
| EUR (Deutschland)                                 | 2,86        | 2,84           | 2,82                    | 2,91                     | →  |
| USD   | 4,17        | 4,22           | 4,1                     | 4,07                     | →  |
| CHF   | 0,32        | 0,25           | 0,35                    | 0,61                     | →  |

| <b>WECHSELKURSE</b> | <b>2025</b> | <b>AKTUELL</b> | <b>KONSENS 3 MONATE</b> | <b>KONSENS 12 MONATE</b> | <b>VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN<sup>5</sup></b> |
|---------------------|-------------|----------------|-------------------------|--------------------------|--|
| CHF je EUR          | 0,93        | 0,93           | 0,94                    | 0,95                     | ↑  |
| CHF je USD          | 0,79        | 0,80           | 0,80                    | 0,80                     | ↓  |
| USD je EUR          | 1,17        | 1,16           | 1,19                    | 1,20                     | ↑  |

| <b>ROHSTOFFE</b>           | <b>2025</b> | <b>AKTUELL</b> | <b>KONSENS 3 MONATE</b> | <b>KONSENS 12 MONATE</b> | <b>VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN<sup>5</sup></b> |
|----------------------------|-------------|----------------|-------------------------|--------------------------|--|
| Brent-Rohöl, USD je Barrel | 61          | 64             | 60                      | 60                       | ↑  |
| Gold, USD je Feinunze      | 4319        | 4676           | 4400                    | 4290                     | ↑  |
| Kupfer, USD je Tonne       | 12423       | 12803          | 11622                   | 11565                    | →  |

Hinweis: Stand der Einschätzungen ist per 19. Januar 2026. Prognosen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und Annahmen. Änderungen vorbehalten. Sie stellen keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

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

<sup>2</sup> Letztverfügbares Quartal

<sup>3</sup> Vorbehaltlich von Überarbeitungen

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

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

# Offenlegungen und Disclaimer

## 1. Disclaimer und Quellenangabe

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

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

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

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

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

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

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

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

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

# 18 Rechtliche Hinweise

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

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

## 2. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

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

### Informationen für Kunden aus Deutschland

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

### Additional information for UK clients

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

### Information for Italian clients

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

# Glossar und Quellen

- <sup>1</sup> Quelle: Artikel aus Time, veröffentlicht am 9. Januar 2026. [time.com/7344540/trump-venezuela-maduro-sphere-of-influence/](https://time.com/7344540/trump-venezuela-maduro-sphere-of-influence/)
- <sup>2</sup> Der «One Big Beautiful Bill» fasst mehrere wichtige politische Massnahmen zusammen, darunter Steuern, Ausgaben, Grenzsicherung und Regulierung.
- <sup>3</sup> «Untergewichtet» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee einer Anlageklasse oder Subanlageklasse eine geringere Präferenz einräumt. Dies spiegelt die Einschätzung wider, dass die Anlageklasse im aktuellen Marktumfeld im Vergleich zu anderen weniger attraktiv ist. Es handelt sich nicht um eine Empfehlung, die Anlage vollständig zu meiden, sondern um den Hinweis auf eine reduzierte Gewichtung.
- <sup>4</sup> «Neutral» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee weder eine höhere noch eine niedrigere Präferenz für eine Anlage- oder Subanlageklasse hat. Dies spiegelt eine ausgewogene Sichtweise wider, bei der erwartet wird, dass sich die Anlageklasse im Einklang mit ihrer historischen oder marktüblichen Entwicklung verhält. Es handelt sich nicht um eine Empfehlung, aktiv zu werden, sondern um den Hinweis, die aktuelle Gewichtung beizubehalten.
- <sup>5</sup> «Übergewichtet» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee einer Anlageklasse oder Subanlageklasse eine höhere Präferenz einräumt. Dies spiegelt die Einschätzung wider, dass die Anlageklasse im aktuellen Marktumfeld im Vergleich zu anderen attraktiver ist. Es handelt sich nicht um eine Empfehlung, stark zu investieren, sondern um den Hinweis auf eine erhöhte Gewichtung.

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

- <sup>6</sup> Das Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ist ein Bewertungsinstrument für Aktienmärkte, bei dem der aktuelle Marktpreis durch den Durchschnitt der inflationsbereinigten Gewinne der letzten zehn Jahre geteilt wird, um Konjunkturschwankungen zu glätten, den langfristigen Wert abzubilden und künftige Renditen abzuschätzen, wodurch sich erkennen lässt, ob ein Markt über- oder unterbewertet ist.
- <sup>7</sup> Quelle: AI Index Report 2025 des Stanford Human-Centered Artificial Intelligence (HAI) Institute. [hai.stanford.edu/ai-index/2025-ai-index-report](https://hai.stanford.edu/ai-index/2025-ai-index-report)
- <sup>8</sup> Quelle: Artikel von Fortune, veröffentlicht am 10. September 2025. [fortune.com/2025/09/10/ai-adoption-declines-big-companies-human-skills-premium-education-gen-z/](https://fortune.com/2025/09/10/ai-adoption-declines-big-companies-human-skills-premium-education-gen-z/)
- <sup>9</sup> Die ROA zeigt, wie effizient ein Unternehmen seine Vermögenswerte nutzt, um einen Gewinn zu erwirtschaften. Die ROE zeigt, wie effektiv ein Unternehmen das Kapital seiner Aktionäre einsetzt, um Gewinne zu erwirtschaften.
- <sup>10</sup> US-Hyperscaler ohne Oracle.
- <sup>11</sup> Quelle: Artikel von Ted, veröffentlicht am 4. Dezember 2018. [ideas.ted.com/an-eye-opening-look-at-the-dot-com-bubble-of-2000-and-how-it-shapes-our-lives-today/](https://ideas.ted.com/an-eye-opening-look-at-the-dot-com-bubble-of-2000-and-how-it-shapes-our-lives-today/)
- <sup>12</sup> Ein Credit Default Swap (CDS) ist ein Vertrag zwischen zwei Parteien, bei dem eine Partei von einer anderen Partei für einen bestimmten Zeitraum Schutz vor Verlusten aus dem Ausfall eines Kreditnehmers erwirbt.
- <sup>13</sup> Bezieht sich auf den Release einer weiterentwickelten Generation des Gemini-KI-Modells mit verbesserten Denkfähigkeiten, multimodaler Leistungsfähigkeit und höherer Effizienz.
- <sup>14</sup> Es wird spekuliert, dass China über beträchtliche inoffizielle Goldreserven verfügt, wodurch die Gesamtbestände schwer zu bestimmen sind. Inoffizielle Schätzungen gehen von bis zu 5500 Tonnen aus – mehr als doppelt so viel wie offiziell gemeldet.
- <sup>15</sup> In der chinesischen Kultur hat die Goldreinheit hohe Bedeutung. 24-karätiges (reines) Gold symbolisiert Reichtum und Glück und wird stark bevorzugt. 22-karätiges Gold (Goldanteil von 91,6%) ist ebenfalls beliebt, insbesondere für Hochzeitsschmuck und langlebigen Alltagschmuck, da es Reinheit und Kratzfestigkeit optimal vereint.
- <sup>16</sup> Gruppe der zehn wichtigsten Industrieländer, deren Währungen und Zinssätze an den globalen Finanzmärkten weit verbreitet sind.

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

