

Executive Summary

- USA und Japan verfehlten die Wachstumserwartungen im Q4 deutlich. In den USA enttäuschte das annualisierte BIP mit 1,4% (E: 2,8%).
- Die Schweiz zeigt sich robust: freundlicher KOF, solider Einzelhandel und Erholung der Aussenhandelsdaten.
- Europa profitiert zunehmend von steigenden Rüstungsausgaben und Fiskalimpulsen.
- Der Supreme Court hat Trumps Zölle gestoppt.
- Was von designierten Fed-Chef Kevin Warsh zu erwarten ist, bleibt unklar.
- Die SNB hält unbeirrt Kurs auf Preisstabilität und schliesst Negativzinsen weiter aus.



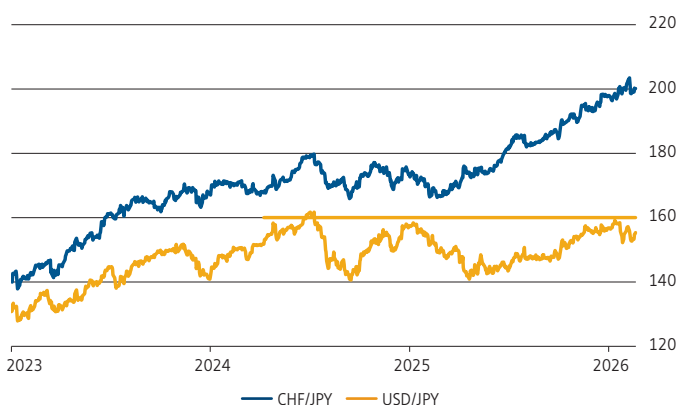
Fokusthema

Strukturelle Yen-Schwäche trotz Zinserhöhungszyklus

- Obwohl die Bank of Japan (BOJ) den Leitzins auf ein 30-Jahres-hoch von 0,75% angehoben hat, liegt dieser weiterhin unter der Inflationsrate von rund 1,5%. Die Realzinsen bleiben damit negativ, was den Yen für Anleger unattraktiv macht, auch wenn der Trend bei der Teuerung zuletzt rückläufig war. Zusätzlich belastet der deutliche Zinsunterschied von rund drei Prozentpunkten zu den USA die Währung, zumal die US-Realzinsen auch nach Abzug der Inflation positiv sind. Entsprechend hat sich der Yen zum Dollar stark abgewertet und ist bei rund 160 mehrfach an einen technischen Widerstand gestossen.
- Gegenüber dem Schweizer Franken hat er sogar ein neues Allzeittief erreicht und notiert bei über 200 JPY je CHF, obwohl die Zinsen hierzulande tiefer sind. Erklärbar ist das mit der tiefen Staatsverschuldung und dem «Safe Haven» Status der Schweiz. Während Japans Schuldenberg rund 236% des Bruttoinlandsprodukts beträgt, liegt er in der Schweiz bei 38%. Relativierend wirkt, dass ein Grossteil der japanischen Staatsschulden nicht im Ausland, sondern von inländischen institutionellen Investoren wie der BOJ, Banken, Versicherern und Pensionsfonds gehalten wird, was das Risiko einer Kapitalflucht im Vergleich zu einem hohen Auslandsanteil reduziert.
- Der deutliche Wahlsieg von Sanae Takaichi mit einer Zweidrittelmehrheit im Parlament spricht für eine wachstumsfreundliche Wirtschaftspolitik. Eine expansive Fiskalpolitik sowie die geplante Aussetzung der Mehrwertsteuer auf Lebensmittel könnten das Budgetdefizit jedoch erhöhen und stehen im

Widerspruch zum Versprechen, Steuererleichterungen nicht über neue Staatsschulden zu finanzieren. Die Auswirkungen auf Inflation, Leitzinsen, Wachstum und Wechselkurse bleiben daher unklar. Da der Yen technisch stark überverkauft ist, rechnen wir kurzfristig eher mit einer Aufwertung.

Japanischer Yen vs. US-Dollar und Schweizer Franken (seit 2023)

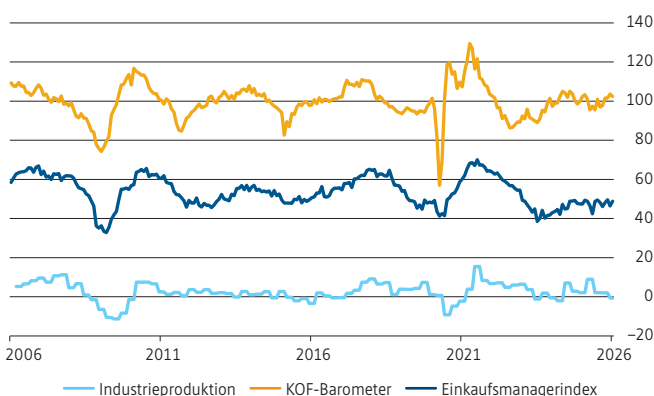


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Vieles ist divergent – Einkaufsmanagerindizes freundlich

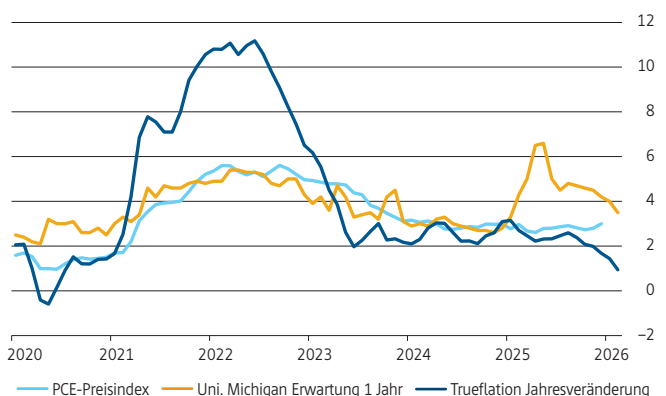
- Die Volkswirtschaften in den USA und Japan haben die Wachstumserwartungen im üblicherweise starken vierten Quartal klar verfehlt.
- In Japan lag das BIP-Wachstum mit 0,2% deutlich unter der Schätzung von 1,6%. Belastend wirkten vor allem die privaten Konsumausgaben, die mehr als die Hälfte der Wirtschaftsleistung ausmachen und lediglich um 0,1% zulegten. Anhaltend hohe Lebensmittelpreise dämpfen weiterhin die Konsumstimmung. Vor diesem Hintergrund werden die von Premierministerin Sanae Takaichi angekündigten Wachstumsimpulse somit dringend gebraucht.
- In den USA wurde für das vierte Quartal ein annualisiertes Wachstum von 2,8% erwartet. Ausgewiesen wurden enttäuschend 1,4%. Der Regierungsstillstand wurde als Hauptursache aufgeführt – der aber niemandem entgangen sein konnte. Auf Jahresbasis belief sich das reale BIP-Wachstum auf 2,2%. Dass sich die vom Conference Board erhobene Konsumentenstimmung auf einem 11-Jahrestief befindet, ist einem positiven Ausblick kaum dienlich.
- Die Umfragewerte von ISM bei den amerikanischen Einkaufsmanagern zeigten im Januar im verarbeitenden Gewerbe einen erfreulichen Sprung auf 52,6 Punkte, wobei Werte über 50 eine Ausweitung der wirtschaftlichen Aktivität und damit eine wachsende Industrie signalisieren. Diese positive Entwicklung setzt sich laut vorläufigen Daten von S&P Global im Februar fort und deutet nicht nur in den USA, sondern auch in Japan, der Eurozone und der Schweiz auf eine weitere Konjunkturbelebung hin.
- Das von der ETH erhobene KOF-Wirtschaftsbarometer für die Schweiz gibt im Januar leicht auf 102,5 nach, setzt sich aber über der 100-Punkte-Marke und damit über dem mittelfristigen Durchschnittswert der Konjunkturprognosen fest. Für den Februar-Wert wird ein Anstieg auf 102,9 erwartet. Der Einzelhandel legte im Dezember um 2,9% zu und bildet unvermindert ein solides Fundament der Wirtschaftsleistung. Die Industrieproduktion im vierten Quartal ist auf Jahresbasis um 0,7% gesunken und zeigt deutliche Spuren der Handelshemmnisse. Die gleichentags veröffentlichten Aussenhandelsdaten für Januar zeigen aber eine erfreuliche Erholungstendenz. Auch das KOF und die Einkaufsmanagerindizes lassen eine Erholung der Industrieproduktion erwarten.
- Auf der Münchner Sicherheitskonferenz wurde die Ausweitung der Verteidigungsbudgets für europäische NATO-Staaten auf 5% des BIP klar bekräftigt. Die steigenden Rüstungsausgaben dürften in Kombination mit konjunkturstützenden Fiskalmassnahmen spürbare Wachstumsimpulse für europäische Volkswirtschaften setzen.
- Der Supreme Court hat Donald Trumps Zöllen mit 6:3 Stimmen einen Riegel vorgeschoben, wobei sich auch republikanische Richter gegen ihn gestellt haben. Institutionelle Kontroll- und Ausgleichsmechanismen in den USA, die «Checks and Balances», greifen erfreulicherweise weiterhin. Vor diesem Hintergrund stufen wir das Wachstumspotenzial ausserhalb der USA derzeit als attraktiver ein.

Schweiz: Industrieproduktion, KOF-Barometer und Einkaufsmanagerindex



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

USA: Inflationsrate und Erwartungswerte – Tendenz fallend auf anderen Niveaus

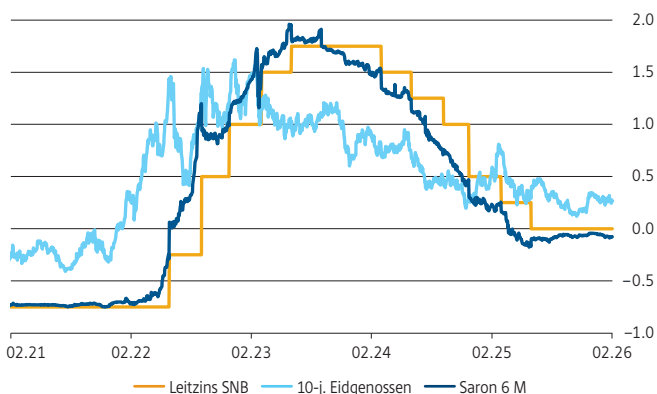


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Unabhängigkeit der wichtigsten Notenbank auf dem Prüfstand

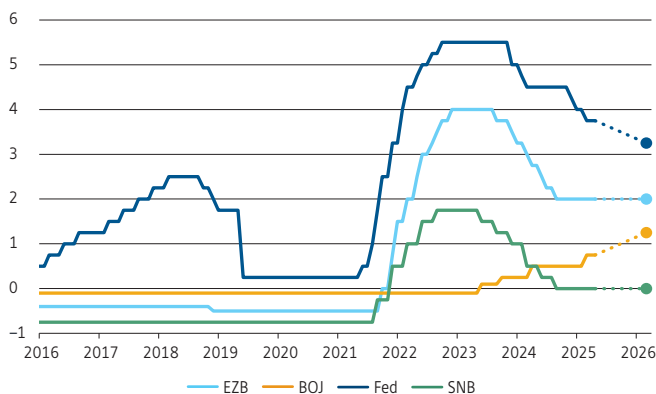
- Die Bestätigung des designierten Fed-Chefs Kevin Warsh durch den Senat dürfte reine Formsache sein. Er war bereits in der Vergangenheit im Gremium der Notenbank und trat 2011 aus Protest gegenüber der viel zu lockeren Geldpolitik zurück. Noch heute stört er sich an den grossvolumigen Käufen von Staatsanleihen durch die diversen Quantitative Easing (QE) Programme der letzten Jahre. Die Fed habe damit nicht nur die Inflation befeuert, sondern auf latente Weise die Staatsfinanzierung gesichert und somit Fiskalpolitik betrieben. Er fordert deshalb, dass die Fed zwar Preisstabilität sichern, aber keine gezielte Schuldenfinanzierung mehr betreiben soll. Konkret denkt er an verbindliche Leitplanken für Umfang, Laufzeiten und Einsatz von Anleihekäufen.
- Ironischerweise zitiert er dabei den Fed-Treasury Accord von 1951: Während und nach dem Zweiten Weltkrieg hatte das Finanzministerium die Fed gezwungen, Staatsanleihen in grossem Umfang zu kaufen, um die Zinsen niedrig zu halten und die Kriegsfinanzierung zu sichern. Mit dem Accord wurde festgelegt, dass die Fed frei entscheiden kann, ob und wie viel Staatsanleihen sie kauft – ein Widerspruch zu den Plänen von Warsh, welcher sich erst bei genauerer Betrachtung löst. Warsh verweist weniger auf den Inhalt des Accords als auf dessen Geist: die klare Trennung von Geld- und Fiskalpolitik. Aus seiner Sicht hat die Fed diese Grenze in den letzten Jahren nicht durch äusseren Zwang, sondern aus eigener Entscheidung überschritten und sich implizit der Sicherung der Staatsfinanzierung verschrieben.
- Paradox ist aber, dass ausgerechnet Warsh dem Wunsch von Trump nach tieferen Zinsen nachkommen soll. Seine Kritik an QE und sein Ruf nach der Begrenzung des Fed-Spielraums passen eigentlich nicht zur expansiven Agenda des Präsidenten. Der Anspruch, Unabhängigkeit durch Selbstbeschränkung zu stärken, trifft damit auf einen explizit politischen Zinsdruck. An der Markterwartung von zwei Zinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte hat die Diskussion um die Person Warsh vorerst nichts geändert, aber China, als Grossinvestor in US-Staatsanleihen, hat umgehend darauf reagiert und die heimischen Banken angehalten, ihre Bestände und weitere Käufe an US-Papieren zu überdenken.
- Die SNB unter Präsident Martin Schlegel setzt derweil unbeirrt auf Preisstabilität und Kontinuität. Die Realverzinsung am durch sie kontrollierten kurzen Ende liegt leicht unter null – wie auch jene in der Eurozone. In den USA erreicht sie beinahe +1%. Der Handlungsspielraum der SNB ist stark eingeschränkt, zumal man sich von einem Abrutschen in ein Negativzinsumfeld weiterhin distanziert und auch zusätzlich expansivere geldpolitische Schritte ausschliesst. Der anhaltend starke Franken wirkt jedoch dämpfend auf die Inflation, da Importe günstiger werden und somit deflationäre Effekte ins Land getragen werden. Sollte sich die Aufwertung der Währung weiter fortsetzen, dürfte der Druck auf die SNB zunehmen. Vorerst rechnen wir jedoch nicht mit Negativzinsen.

Schweiz: SNB-Leitzins, Saron 6 Monate und Rendite 10-j. Eidgenossen (5 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Leitzinsen und Konsensschätzungen per Ende 2026



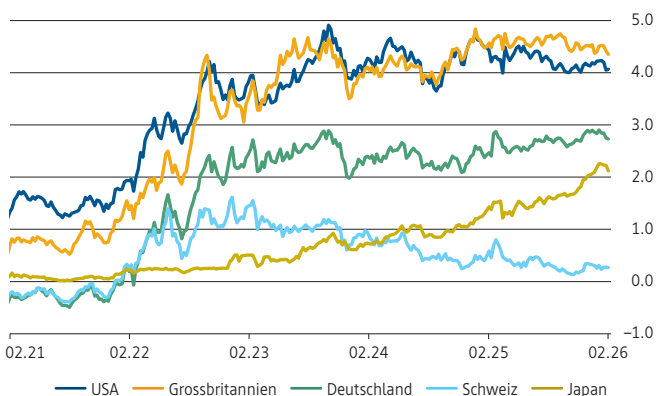
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: Renditen unter Druck

- Die Renditen amerikanischer Staatsanleihen sind nach besser als erwarteten US-Inflationsdaten deutlich gesunken. Entsprechend ist auch die Wahrscheinlichkeit zusätzlicher Zinssenkungen der US-Notenbank in der zweiten Jahreshälfte gestiegen, insbesondere unter dem designierten Notenbankchef Kevin Warsh. Auch in Europa gaben die Zinsen spürbar nach, was zusammen mit dem günstigeren Zinsausblick zur Stabilisierung der Aktienmärkte beigetragen hat. Aktuell liegen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen bei rund 4,1% in den USA, 2,75% in Deutschland, 0,25% in der Schweiz und 2,1% in Japan.
- Dem global hohen und weiter steigenden Schuldenstand sowie der anhaltenden Inflationsunsicherheit, unter anderem bedingt durch Rohstoffpreise, steht dabei der politische Druck auf tiefere Zinsen gegenüber, um die Tragfähigkeit des Schuldendienstes zu sichern. Gleichzeitig wirken geopolitische Spannungen dämpfend auf die Renditen und sorgen für eine anhaltende Nachfrage nach sicheren Anlagen, insbesondere nach sogenannten «Safe Havens» wie Schweizer Staatsanleihen, was neben der ohnehin tiefen Inflation zusätzlich auf das Zinsniveau hierzulande drückt.

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen in % (5 Jahre)

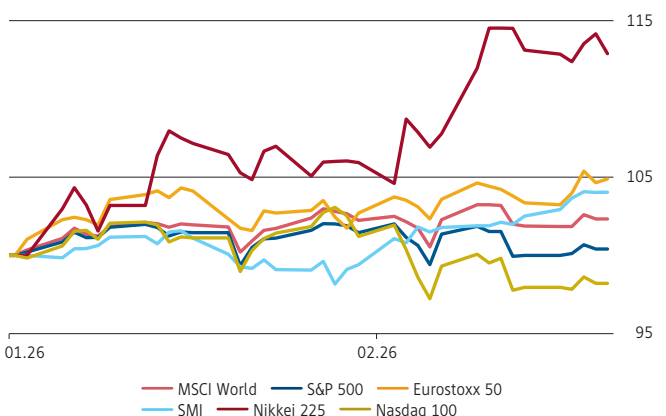


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Freundliche Grundstimmung mit Rotation und Diversifikation

- Die laufende Berichtssaison in den USA fällt insgesamt erfreulich aus. Die Unternehmensgewinne legten im Jahresvergleich um rund 12% zu und übertrafen die Erwartungen deutlich – bereits zum fünften Mal in Folge mit einem zweistelligen Wachstum. In Europa zeigt sich ein differenzierteres Bild: Im Euro STOXX 600 nähert sich die Gewinnentwicklung der Gewinnschwelle und liegt damit über den Erwartungen, auch wenn Sorgen um Lohnabschlüsse sowie der starke Euro weiterhin belasten.
- In der Schweiz befindet sich die Berichtssaison noch in vollem Gang. Die Indexschergewichte konnten bislang solide Ergebnisse vorlegen und haben mehrheitlich Dividendenerhöhungen angekündigt.
- Gleichzeitig sorgt der rasche Fortschritt im Bereich Künstliche Intelligenz für Unsicherheit. Einerseits wächst die Sorge, dass ganze Branchen verändert werden könnten, andererseits besteht Skepsis, ob die Milliardeninvestitionen die erhofften Gewinne liefern. Besonders im Bereich «Software as a Service» führte die Lancierung von Claude Code, das den Aufbau und die Koordination unabhängig agierender, sogenannter «agentischer» Systeme ermöglicht, zu einer historischen Kurskorrektur im Sektor. Parallel dazu sorgt die stark steigende Nachfrage nach Rechenzentrumskapazitäten für Lieferengpässe und deutliche Preissteigerungen bei Speicherchips. Vor diesem Hintergrund bleibt für Anleger eine breite Diversifikation zentral mit Fokus auf Europa und die Schweiz sowie auf Value- und Small-/Mid-Cap-Titel.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2026, indexiert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

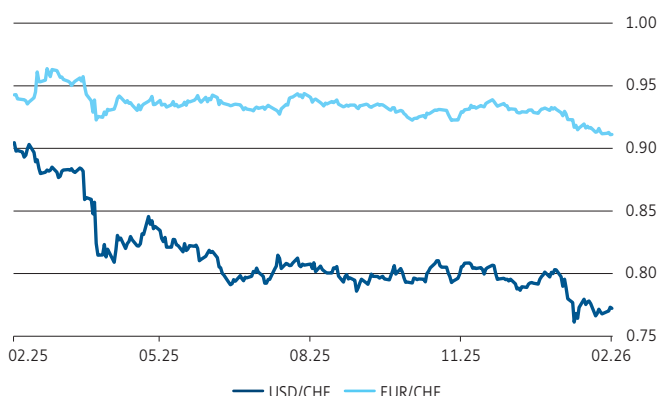
Kurzfristige Konsolidierung im USD, Abwertungsdruck bleibt

- Der US-Dollar hat gegenüber dem Schweizer Franken im Januar weiter an Wert verloren und ist bis auf 0,76 gefallen. Historische Tiefststände gehen auf kurzfristige aber tiefgreifende Marktverwerfungen während der Eurokrise 2011 sowie auf die Aufhebung der Franken-Anbindung an den Euro am 15. Januar 2015 zurück, als der Dollar zwischenzeitlich bis auf 0,707 respektive 0,74 kollabierte. Auch wenn ein erneuter Test dieser Niveaus mittelfristig nicht ausgeschlossen werden kann, halten wir kurzfristig eine Konsolidierung in der Bandbreite von 0,76 bis 0,78 für wahrscheinlicher.
- Auch der Euro geriet zu Jahresbeginn gegenüber dem Franken unter Druck und fiel von 0,935 auf rund 0,91. Das Niveau um 0,90 betrachten wir als solide Unterstützung, nicht zuletzt aufgrund der weitgehend synchron ausgerichteten Geldpolitik der beiden Notenbanken.
- Insgesamt bleibt der Schweizer Franken auf breiter Front stark und profitiert weiterhin vom erwähnten «Safe Haven» Status der Schweiz inmitten der anhaltenden geopolitischen Unsicherheit und der fiskalischen Disziplinlosigkeit vieler anderer Länder und Wirtschaftsräume.

Längst fällige Korrektur in Gold – Suche nach belastbarem Kurs

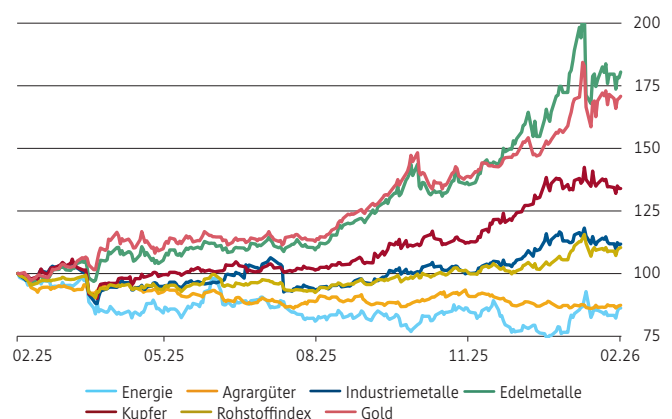
- Der Goldkurs legte 2025 um rund 65% zu und erreichte im Januar mit knapp USD 5'600 pro Unze ein neues Allzeithoch, was einem weiteren Kursanstieg um beinahe 30% in nur einem Monat entsprach. Eine Kurskorrektur wurde schon länger erwartet, erst recht nach dieser massiven Übertreibung. Sie erfolgte mit rund 21% auf USD 4'400 in kurzer Zeit und ging dann in eine volatile Konsolidierungsphase über. Silber entwickelte sich in ähnlicher Weise wie das Gold, allerdings mit deutlich stärkeren Ausschlägen. Die im Januar beobachtete Rally von rund 70% wurde innerhalb von nur drei Tagen vollständig korrigiert.
- Mittelfristig wirken auf Gold dieselben unterstützenden Faktoren wie auf den Schweizer Franken, allerdings in verstärkter Form. Als jahrtausendealtes, schuldenbefreites, neutrales und nicht beliebig vermehrbares Wertaufbewahrungsmittel nimmt das Edelmetall die Rolle des ultimativen «Safe Havens» ein. Hinzu kommt, dass globale Notenbanken ihre Reserven zunehmend vom US-Dollar ins Gold umschichten, nicht nur aufgrund der angespannten US-Haushaltssituation, sondern auch, um das Risiko potenzieller Einfrierungen von Währungsreserven zu reduzieren, wie sie im Zuge der Sanktionen gegen Russland zu beobachten waren.
- Wir bleiben für den Rohstoffsektor allgemein freundlich gestimmt, da auch die Konjunktur- und Rüstungsprogramme die Nachfrage hoch halten. Im Energiesektor stützen zudem die Anspannung im Nahen Osten und die tiefen Füllstände der deutschen Gasspeicher.

Euro und Dollar gegen Franken (12 Monate)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Rohstoffindizes (12 Monate)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

clientis.ch

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es ist weder Angebot noch Aufforderung für den Kauf oder Verkauf von Produkten. Für Richtigkeit und Vollständigkeit wird keine Gewähr übernommen. Die Publikation entstand in Kooperation mit Aquila.

