

9. Dezember 2025

Unsere Sicht auf 2026

Stabilität als Szenario



Stabilität als Szenario

Das kommende Jahr beginnt mit dem Versprechen, stabil zu verlaufen. Doch Stabilität ist trügerisch. Deshalb lohnt sich der Blick auf jene Kräfte, die schon jetzt das Gleichgewicht in Frage stellen.

Die Weltwirtschaft wirkt abgeklärt gegenüber Turbulenzen. Handelszölle? Einatmen. Geopolitik? Ausatmen. Und doch: Unter der Oberfläche verschieben sich die Gewichte. Investitionen in künstliche Intelligenz (KI) erreichen Rekorde, die Inflation tritt in den Hintergrund, Kapital wird günstiger. Das sind gute Vorzeichen für die Finanzmärkte.

In den USA federn Ausgaben für künstliche Intelligenz (KI) und tiefere Zinsen ab, was die Zollpolitik bremst. Europa entdeckt die antizyklische Kraft von Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben, während China sein Modell für Wachstum still und stetig umbaut. Auf den ersten Blick alles unspektakulär – und doch mit potentiell grossen Auswirkungen.

2026 steht zudem die Unabhängigkeit der US-Notenbank auf dem Prüfstand. Ein neuer Chef, alte politische Reflexe – und ein Markt, der sich fragt, ob Preisstabilität und Politik überhaupt denselben Kalender teilen. Die Antwort wird mehr über Renditen entscheiden als jede Prognose.

Für Anleger bedeutet das: Staatsanleihen bleiben Schutzraum, Unternehmensanleihen und Aktien profitieren von stabilen oder steigenden Gewinnen, Gold glänzt, weil die Unsicherheit bleibt. Der Dollar schwankt zwischen ökonomischer Logik und politischem Wunschdenken.

Vielleicht ist das die eigentliche Kunst im kommenden Jahr: Stabilität nicht für gegeben halten, sondern als Szenario behandeln – als eines von mehreren. Wer so investiert, wird von unerwarteten Wendungen nicht aus dem Konzept gebracht. Genau das macht Portfolios auch 2026 belastbar.

Dr. Felix Brill, **Chief Investment Officer**

Unsere Sicht aufs Portfolio



- **KI-Investitionen** stützen Produktivität und Wachstum
- **Zinssenkungen** positiv für die Märkte
- **Infrastrukturprogramme** treiben europäische Konjunktur



- **Politische Eingriffe** gefährden Fed-Unabhängigkeit
- **Zollthematik** immer noch nicht ausgestanden
- **Markterwartungen** können trügerisch sein

- ● ● ● ● stark übergewichten
- ● ● ○ ○ neutral
- ○ ○ ○ ○ stark untergewichten

(Basis: Mandat CHF ausgewogen)

Geldmarkt



Anleihen



Staatsanleihen



Unternehmensanleihen



USD-Anleihen



Schwellenländeranleihen



Aktien



Aktien Schweiz



Aktien Europa



Aktien USA



Aktien Japan



Aktien Schwellenländer



Aktien Welt und Themen



Alternative Anlagen



Hedge Funds



Insurance-linked Securities



Gold



Industriemetalle



Immobilien



Unsere Sicht auf die Konjunktur



- **Wirtschaftliches Umfeld** ermöglichte Zinssenkungen, was 2026 positiv wirkt
- **Hohe Investitionen in künstliche Intelligenz** stützen US-Wirtschaft
- Deutsche Infrastrukturausgaben bringen **Impulse**



- **Handelsstreitigkeiten** werden die weltweite Konjunktur 2026 dämpfen
- **US-Verbraucher** rechnen mit **sinkenden Realeinkommen**
- **Demografischer Wandel** bremst EU-Wachstumsraten

Globale Wirtschaft wird auf Kurs bleiben

Angesichts der globalen politischen und wirtschaftlichen Fragmentierung gibt es auch im kommenden Jahr konjunkturelle Risiken. Doch lassen sich auch positive Entwicklungen ausmachen: Die Investitionen in künstliche Intelligenz (KI) sowie in Verteidigung und Infrastruktur gepaart mit niedrigeren Inflationsraten und Leitzinsen werden das globale Wachstum stützen. 2026 dürfte die US-Wirtschaft geringfügig schwächer wachsen als 2025. Die Zollpolitik wirkt dämpfend, niedrigere Zinsen und KI-Investitionen wirken wachstumsfördernd. Für US-Präsident Donald Trump werden die Neuwahlen im Kongress im Herbst zur Bewährungsprobe: Verlieren seine Republikaner die Mehrheit im Repräsentantenhaus, wird ein «Durchregieren» schwieriger. Höhere Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben werden das deutsche BIP antreiben, während die südeuropäischen Wachstumsraten wegen ausgelaufener Corona-Hilfen sinken. Aufgrund sinkender Wachstumsqualität werden sich Chinas Zuwachsraten weiter abschwächen.

Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- **SNB** ist fast im negativen Zinsbereich angelangt und hält Leitzinsen konstant
- **Fed** wird mit moderaten Zinssenkungen fortfahren
- **US-Zölle** könnten Wachstum und damit die Teuerung dämpfen



- **EZB hat ihr Primärziel** mit dem Einlagesatz von 2 % **erreicht**
- Geopolitische Konflikte könnten Rohstoffpreise und somit die **Inflation anheizen**
- **Höhere US-Zölle** wirken inflationsfördernd

Fed-Unabhängigkeit im Fokus

2026 steht die US-Notenbank (Fed) unter noch grösserer Beobachtung als bisher. Es geht um die Wahrung ihrer Unabhängigkeit. Präsident Donald Trump macht keinen Hehl daraus: Die Geldpolitik soll politisch stärker kontrolliert werden. Mit der Ernennung des neuen Fed-Chefs, der im Mai übernehmen wird, erhält die Regierung die Chance, mehr Einfluss zu nehmen. Ob ein Trump-naher Kandidat tatsächlich etwaige Vorgaben umsetzt, bleibt offen. Der amtierende Fed-Vorsitzende Jerome Powell, ebenfalls von Trump ernannt, widersetzte sich jeder Einflussnahme durch das Weisse Haus. Unser Hauptszenario sieht für 2026 drei Zinssenkungen vor. Sollte die Fed die Zinsen politisch motiviert stärker senken, als es Inflation und Konjunktur erlauben, droht ein schwer kalkulierbarer Vertrauensverlust. In Europa dürften die Europäische Zentralbank (EZB) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) am Ende ihres Zinssenkungszyklus angelangt sein.



- Staatsanleihen stützen bei **sinkendem Risikoappetit**
- **Zollmassnahmen** könnten Renditen belasten
- **Politische Unsicherheit** fördert Flucht in Staatsanleihen
- **Eidgenössische Staatstitel** bleiben unterstützt



- **Politisierung der Fed** würde US-Staatsanleihen schaden
- **Eidgenössische Anleihen** sind mit Zinsrisiko behaftet
- **Politisches Risiko** in Europa wächst

Renditen dürften im kommenden Jahr leicht steigen

Bis Mitte 2026 dürften die neuen Zölle die Inflation in den USA erhöhen, das Wirtschaftswachstum bleibt solide. Beide Faktoren sprechen gegen sinkende Renditen am langen Ende der US-Zinskurve, die auch für andere Märkte wichtig ist. Zusätzlich belasten Verschuldungssorgen langlaufende Staatsanleihen und Zweifel an der Unabhängigkeit der Notenbank könnten mit der Neubesetzung des Fed-Vorsitzes zunehmen. Wenn Anleger in diesem Umfeld höhere Risikoprämien fordern, steigen die Renditen.

In der Eurozone ist der Zinssenkungszyklus wohl beendet, was gegen eine Abwärtsbewegung der Zinskurve spricht. Auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) dürfte die geldpolitischen Zügel kaum weiter lockern. Die Renditen am langen Ende der Zinskurve sollten daher einen Boden finden und im Jahresverlauf tendenziell leicht steigen.



- **Wirtschaftswachstum** weiter robust
- **Handelsunsicherheit** nimmt ab
- Unternehmen werden **noch profitabler**
- **Bonität** verbessert sich



- Niedrige **Kreditaufschläge**
- **Inflation** über Zielpfad
- **Midterm-Wahlen in den USA** erzwingen politische Reaktion

Weiter wie bisher, aber...

Das positive Momentum für Unternehmensanleihen dürfte 2026 anhalten. Die Konjunktur in den USA zeigt sich weiterhin robust. Der Konsens für das kommende Jahr rechnet mit dem gleichen Wachstum wie 2025. Die Nachfrage nach Staats- und Unternehmensanleihen bleibt hoch, sowohl die Kreditaufschläge als auch die risikofreien Renditen liegen auf tiefem Niveau.

Der Ausblick für die Unternehmensgewinne ist erfreulich. Dank Steuererleichterungen wird ein Gewinnprung erwartet. Die hohen Gewinnmargen der letzten Jahre senken die Zinskosten im Verhältnis zum Gewinn.

Handelsunsicherheiten nehmen ab und die Importzölle verlieren an Schrecken. Von der US-Notenbank werden zudem mehrere Zinssenkungen erwartet. Die grosse Unbekannte ist und bleibt die Inflation. Die Stimmung unter Konsumenten ist schlecht, weil Löhne in den letzten Jahren langsamer stiegen als die Lebenshaltungskosten. US-Präsident Donald Trump muss noch vor den Midterm-Wahlen reagieren - das ist die grosse Unbekannte für 2026.



- Intakte langfristige **Aufwärtstrends**
- Überzeugende **Unternehmensgewinne**
- USA im **Zinssenkungsmodus**



- Anspruchsvolle **Bewertungen**
- Verhaltene **Konjunkturdynamik**
- Politische **Unsicherheiten**

Mit Augenmass investiert bleiben

Trotz geopolitischer Spannungen, des Handelskonflikts und des Zwists zwischen US-Präsident Trump und Fed-Chef Jerome Powell dürfte das Börsenjahr 2025 zum dritten Mal in Folge überdurchschnittlich gut ausfallen. Rücksetzer hielten nur kurz an und viele Märkte erreichten neue Höchststände. Für 2026 wirkt das Umfeld hingegen anspruchsvoller. Die Bewertungen sind hoch. Gleichzeitig sind die Aussichten für die globale Konjunktur verhalten. Zinssenkungen der Fed stützen die Märkte zwar, doch sind nur noch wenige zu erwarten.

Entscheidend wird sein, ob Unternehmen die hohen Erwartungen mit überzeugendem Gewinnwachstum weiterhin erfüllen können. Bislang ist dies geglückt und die Märkte scheinen trotz Bedenken höher zu klettern. In diesem Umfeld reichen oft kleine positive Impulse, um Kursgewinne zu erzielen. Anleger sollten daher investiert bleiben, aber mit niedrigeren Renditen und höheren Schwankungen rechnen.



- **Gewinnwachstum** der Unternehmen
- Widerstandsfähige **Realwirtschaft** als Fundament
- Unterstützende **Geldpolitik**
- Marktfreundliche **Politik-Agenda** vor den Zwischenwahlen im Herbst möglich



- Anspruchsvolle **Bewertungen** und somit Gefahr von Kursrücksetzern
- **Geopolitische Konflikte** als Belastungsfaktor
- Langfristiger Erfolg von **KI-Investitionen** unsicher

Bullenmarkt mit Bremsspuren

Während der US-Aktienmarkt 2025 in US-Dollar deutlich zulegte, fiel die Performance in Fremdwährungen wie dem Schweizer Franken teilweise klar schwächer aus. Die Argumente für einen anhaltenden Bullenmarkt bleiben grundsätzlich bestehen: solides Gewinnwachstum, eine widerstandsfähige Realwirtschaft und eine unterstützende Geldpolitik. Die Notenbank wird ihre Leitzinsen jedoch nur noch moderat senken, während sich das Wirtschaftswachstum leicht abkühlen dürfte. Investitionen in künstliche Intelligenz (KI) werden dabei eine wichtige Stütze bleiben. Zudem dürfte die Regierung Trump - vor den Zwischenwahlen im November 2026 - verstärkt auf konjunktur- und marktfreundliche Massnahmen setzen. Risiken sehen wir in hohen Bewertungen und geopolitischen Konflikten. Auch die Frage, ob sich die hohen Investitionen für die KI-Unternehmen langfristig auszahlen, wird ein Unsicherheitsfaktor bleiben.



- **Zyklischer und Small Caps** profitieren von besserer Stimmung bei Industrie und Verbrauchern
- Für **Aktien aus Finnland** und dem Bauwesen wäre ein Frieden in der Ukraine positiv
- **Banken und Immobilien** bleiben interessant



- **Indexzusammensetzung mit wenigen Schwergewichten** kann zu erhöhter Volatilität führen
- **Tiefere Energiepreise** könnten norwegische Aktien bremsen

Unterschiedliche Ausgangslage

Die Zufriedenheit nordischer Aktionäre fällt sehr unterschiedlich aus: Während die Finnen saftige Gewinne feiern, bereitet der Pharmakonzern Novo Nordisk vielen Dänen unruhige Nächte. Die in Dänemark gelisteten Aktien sind ein Schwergewicht im MSCI Nordic Index und Grund dafür, dass dieser 2025 auf der Stelle trat.

Ungewöhnlich sind solche regionalen Unterschiede allerdings nicht. Vielmehr unterstreicht dies die Vielfalt der skandinavischen Märkte.

Im kommenden Jahr dürfte die starke Entwicklung bei schwedischen Aktien anhalten. Die Industrie und die Verbraucher sind dank Handelsgesprächen und Zinssenkungen optimistischer. Davon profitieren vor allem zyklische und kleinere Unternehmen (Small Caps). Ein Frieden in der Ukraine könnte zudem die Stimmung in Finnland verbessern, auch wenn der Russland-Handel nicht sofort anziehen würde. Mildere Sanktionen drücken die Ölpreise und bremsen somit norwegische Aktien. Dänemark hofft, dass die Anleger wieder Vertrauen in Novo Nordisk zurückgewinnen.



- **Reformen** der neuen Premierministerin
- Orientierung an **Shareholder Value**
- **Attraktive Bewertung** im Vergleich zum Weltaktienmarkt



- **Eingeschränkter wirtschaftspolitischer Spielraum**
- **Potentieller Gegenwind** durch Geldpolitik
- **Bewertung** verglichen mit eigener Historie **auf gehobenem Niveau**

Takaichi-nomics

Mehr Transparenz, stärkere Aktionärsrechte und eine effizientere Kapitalnutzung sollen den Shareholder Value stärken. Diese Reformen treibt Japan seit Jahren voran. Der Markt soll für internationale Investoren attraktiver werden, da Bewertungen moderat sind und die Profitabilität steigt.

Neue Impulse werden auch von Premierministerin Sanae Takaichi erwartet, die als politische Ziehschülerin des Ex-Premiers Shinzo Abe gilt. Seine «Abenomics» - eine Kombination aus aggressiver Geldpolitik, fiskalischen Stimuli und Strukturreformen - hatten nach langer Stagnation die Märkte belebt. Takaichi will ähnliche Reformen anstossen, doch die Rahmenbedingungen sind andere. Japan kämpft nicht mehr mit Deflation, sondern mit einer Inflation von 3 %. Zugleich ist die Verschuldung des Staats extrem hoch. Negativ wären weiter steigende Anleiherenditen, die den wirtschaftspolitischen Spielraum der Regierung erheblich einschränken würden.



- Tiefere, aber weiterhin **attraktive Renditen** erwartet
- **Beste Anlageklasse** für die Diversifikation



- **Unsicherheit** über Zeitpunkt von grösseren Schäden
- Rückläufige **Versicherungsprämien** nach schadensfreien Jahren

Nach dem Hattrick liegt die Messlatte tiefer

2025 wird wohl das dritte Jahr in Folge, in dem Insurance-linked Securities (ILS) in US-Dollar über 10 % eingebracht haben. Die Aktivität der atlantischen Hurrikansaison entsprach dem langjährigen Durchschnitt. Sie war allerdings niedriger als in den letzten Jahren und als im Vorfeld prognostiziert worden war. Entscheidend für ILS-Anleger ist aber nicht die Anzahl der Stürme, sondern dass kein schwerer Hurrikan auf die USA trifft. Nur Hurrikan Melissa, der letzte Sturm der Saison, verursachte Verwüstungen in Jamaika und brachte den einzigen Schadensfall (0.2 % Ausfall) in der Assetklasse. Die Versicherungsprämie sank gegenüber dem Vorjahr um 0.7 % auf 5 %. Auch die Rendite des Sicherheitsdepots fiel um 0.5 % auf 3.8 %. Die schadensfreie Rendite liegt damit bei 8.8 % bei modellierten Schäden von 2.3 %; wir erwarten daher einen Return von 6.6 %. Je nach Verlauf der Schadensaison, kann sich diese Zahl erhöhen oder verringern. Im Vergleich zu der Dekade vor 2023 bleibt das Niveau immer noch attraktiv.



- **Aufwärtstrend** intakt
- **Unsicherheit** festigt Status als sicherer Hafen
- Zentralbanken diversifizieren **Währungsreserven**



- **Hohe Preise belasten** Schmucknachfrage
- **Zinssenkungen** und Ende quantitative Straffung der US- Geldmenge eingepreist
- **Hohe und schnelle Kursgewinne** sprechen für Konsolidierung

Noch nicht das Ende der Fahnenstange

2025 ist für Gold ein besonderes Jahr. Nur einmal zuvor, 1979, waren die Kursgewinne höher. Auf die gesunde Korrektur im Oktober folgte eine fast schon verhaltene Erholung im November, zumindest im Vergleich zu Silber. Denn Gold gelang kein neues Allzeithoch mehr. Da eine grössere Korrektur, die zum technischen Indikator der 200-Tageslinie geführt hätte, ausblieb, besteht im kommenden Jahr Konsolidierungspotenzial. Fundamental bleibt der Goldpreis jedoch gut unterstützt und Rekorde sind weiter möglich. Geopolitische Konflikte, eine steigende Staatsverschuldung und die Neubesetzung an der Spitze der Fed verunsichern. Diese Entwicklungen bestimmen den Takt bei Zentralbankkäufen und Zuflüssen in Gold-ETFs. Weitere Zinssenkungen und das Ende der quantitativen Straffung in den USA dürften zinslosen Anlagen wie Gold zugutekommen. Auch wenn das kurzfristige Potenzial wohl ausgereizt ist, bleibt Gold ein wichtiger Portfolio-Baustein.

Unsere Sicht auf Währungen



- **Dollar** bleibt in instabilen Zeiten ein gefragter sicherer Hafen
- **Zinsvorteil des Dollars** gewinnt wieder an Bedeutung
- **Hohe Wetten auf Dollar-Schwäche** wirken als Kontraindikator



- **Dollar-Schwäche** ist von der Trump-Administration **gewünscht**
- **Leistungsbilanzdefizit** bleibt grundsätzlich eine Dollar-Belastung

Hohe Wetten auf Dollar-Schwäche

Die US-Wirtschaft hat die Zollturbulenzen bisher gut verkraftet, gleichzeitig läuft es für die Aktien der dortigen Techkonzerne gut. An den Finanzmärkten kehrte somit das Dogma der US-Ausnahmestellung zurück. Das stärkte den Greenback. Unter markttechnischen Gesichtspunkten gilt die hohe Quote an spekulativen Dollar-Terminverkäufen als Kontraindikator. Käme es zu einer unerwartet abrupten Aufwertung, müssten diese Wetten auf eine weitere Schwäche des Dollars aufgelöst werden. Das würde das Gegenteil bewirken, also die US-Währung stärken. Wir erwarten in den kommenden Wochen eine Seitwärtsbewegung des Währungspaares EUR/USD. Das hohe aussenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA und das Risiko einer zu starken Lockerung der Geldpolitik sprechen jedoch für eine anhaltende Dollar-Schwäche im Gesamtjahr 2026.

Autoren

Dr. Felix Brill, Dr. Thomas Gitzel, Manfred Hofer, Bernhard Allgäuer, Jérôme Mäser, Simon Hartmann

Bitte beachten Sie, dass es sich um eine allgemeine Anlageempfehlung handelt und daher ihre persönlichen Verhältnisse nicht berücksichtigt wurden.

Verantwortlich für diesen Inhalt

VP Bank AG

CIO Office

Aeulestrasse 6, 9490 Vaduz, Liechtenstein

T +423 235 63 99; cio-office@vpbank.com

VP Bank Nachhaltigkeitsscore (VPSS)

Unser Gesamtscore zeigt eine umfassende Beurteilung der Nachhaltigkeit eines Unternehmens. Er setzt sich aus den Komponenten ESG-Rating, ESG-Momentum, Geschäftspraktiken, Geschäftstätigkeit und dem SDG and Impact Score zusammen. Die Skala reicht von «unzureichend» über «unterdurchschnittlich», «durchschnittlich», «gut», «sehr gut» bis «ausgezeichnet». Mehr Details finden Sie unter <https://www.vpbank.com/vp-bank-nachhaltigkeitsscore>

Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äusserster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine verlässliche Prognose für die Zukunft.

Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigengeschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation durch VP Bank Gruppengesellschaften finden Sie unter https://www.vpbank.com/de/rechtliche_hinweise

Liechtenstein: VP Bank AG, 9490 Vaduz · info@vpbank.com

Schweiz: VP Bank (Schweiz) AG, 8001 Zürich · info.ch@vpbank.com

Luxemburg: VP Bank (Luxembourg), 2540 Luxemburg · info.lu@vpbank.com

Singapur: VP Bank Ltd Singapore Branch, 018960 Singapur · info.sg@vpbank.com

British Virgin Islands: VP Bank (BVI) Ltd, Tortola VG1110 · info.bvi@vpbank.com