

Scobag Anlagebrief

Oktober 2026



Serge Lutgen
Stv. CEO

Mit inzwischen rund 5.3% haben die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen ein Niveau erreicht, das zuletzt vor knapp zwei Jahrzehnten zu beobachten war. Der starke Renditeanstieg der letzten Monate wirft die Frage auf, ob wir nach vier Jahrzehnten rückläufiger Zinsen lediglich eine Normalisierung erleben oder am Beginn einer strukturellen Zinshausse stehen. Neben anhaltenden Inflationsrisiken und einer robusten US-Konjunktur rücken insbesondere die hohen Staatsdefizite und der wachsende Refinanzierungsbedarf in den Fokus. Die steigenden Zinskosten belasten ihrerseits die öffentlichen sowie die privaten Haushalte und erhöhen den Druck auf die Politik und die Konsumenten.

Neben den geopolitischen Themen und damit dem Energiepreis ist für die weitere Entwicklung das Verhältnis zwischen nominalem Wirtschaftswachstum und Finanzierungskosten wichtig. Ein nachhaltiger Produktivitätsschub, etwa durch künstliche Intelligenz, könnte höhere Realzinsen rechtfertigen und gleichzeitig die Schuldentragfähigkeit verbessern. Bleibt das Wachstum hingegen hinter den steigenden Zinskosten zurück, droht eine zunehmend problematische Schuldendynamik.

Für die weitere Entwicklung der Aktienmärkte ist die Zinsentwicklung ein wichtiger Faktor. Steigende Renditen aufgrund höheren realen Wachstums können durch eine positive Gewinnentwicklung kompensiert werden. Inflations- und fiskalpolitisch bedingte Zinsanstiege belasten hingegen die Bewertungsmultiplikatoren. Wir rechnen eher mit einem strukturell höheren Zinsniveau als mit einer ausgeprägten Zinshausse. Für die Aktienmärkte dürften damit nachhaltiges Gewinnwachstum, solide Bilanzen und eine hohe Cashflow-Generierung weiter an Bedeutung gewinnen.

Jahresperformance per 30.09.2026

Aktienmärkte (CHF-Rendite in %)		
Schweiz Blue Chips	(SMI)	5
Schweiz Mid Caps	(SMIM)	4
Deutschland	(DAX)	5
Euro-Länder	(Euro Stoxx 50)	11
Grossbritannien	(FTSE 100)	11
USA	(S&P 500)	18
Japan	(Nikkei 225)	39
Emerging Markets	(MSCI EM)	27
Welt	(MSCI AC World)	18

Andere Anlagen (CHF-Rendite in %)		
CHF-Geldmarkt		0
CHF-Obligat. Top-Qualität AAA-AA		-1
CHF-Obligat. mittlere Qualität BBB		0
EUR-Obligationen Investmentqualität		-1
Gold		2
Rohstoffe	(BCOM TR)	40

Märkte zwischen Nahost-Konflikt und KI-Euphorie



Pirakash Vivekananthan
Analyst

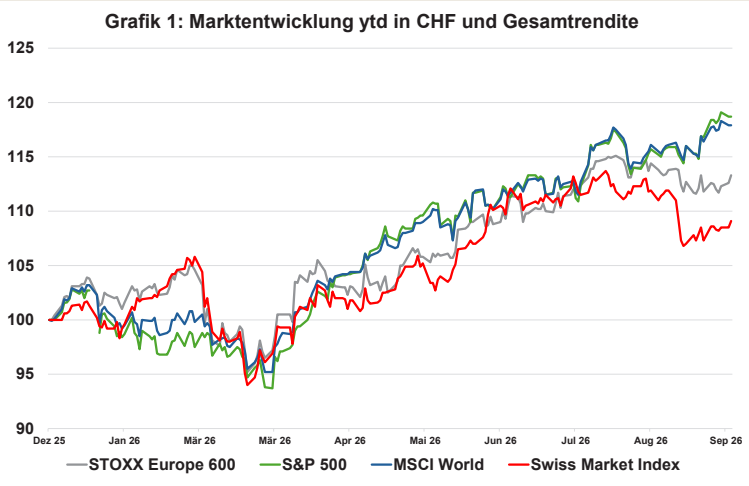
Der Nahost-Konflikt ist weiterhin der zentrale Faktor an den Märkten. Die im Juni erzielte Grundsatzvereinbarung zwischen den USA und dem Iran scheiterte bereits nach kurzer Zeit. In der Folge zogen die Energiepreise wieder an und die Schwankungen an den Aktienmärkten nahmen zu. Trotz Hoffnungen auf diplomatische Initiativen an der UNO-Generalversammlung im September verharren die Energiepreise auf hohen Niveaus. Dabei ist nicht nur der Ölpreis relevant. Aufgrund der sinkenden Raffineriekapazitäten weltweit steigen auch die Preise für Diesel, Benzin und andere Produkte auf Höchstwerte, was die Inflationssorgen anheizt. Einige Notenbanken reagierten und erhöhten die Leitzinsen. Auch bei der SNB scheint der erste Zinsschritt näher zu kommen, auch wenn die Schweizer Notenbank im September noch zugewartet hat.

Die KI blieb der andere zentrale Markttreiber, stellt die Anleger jedoch zunehmend vor grössere Fragezeichen. Nach dem Kurssprung der Halbleitertitel im zweiten Quartal, kam es im Sommer zu deutlichen Korrekturen bei vielen Aktien aus dem Technologiebereich. Während die Firmen starke Resultate vorzeigen können, belastete insbesondere die Diskussion über die Sicherheit der Technologie die Kurse immer wieder.

Der Schweizer Aktienmarkt entwickelte sich im dritten Quartal seitwärts. Durch die Neuaufnahme von Galderma und Sandoz ist der SMI seit Ende September noch stärker durch den Gesundheitssektor dominiert als zuvor. Der Anteil liegt nun knapp über 40%. Wer in der Schweiz eine breitere Diversifikation sucht, wird in den anderen Indices wie dem SLI oder dem SPI Extra fündig. Besser als den Schweizer Aktien erging es den US Aktien. Der S&P 500 konnte in CHF über 5% zulegen. Die europäischen Aktienmärkte entwickelten sich uneinheitlich. Der französische CAC 40 Index verlor leicht an Boden, während der Deutsche DAX ebenfalls über 5% gestiegen ist.

Bei den Edelmetallen setzte sich nach den Verlusten im Frühjahr eine Stabilisierung durch. Gold notiert zwar weiterhin deutlich unter dem Rekordhoch von Ende Januar, konnte zuletzt jedoch ebenso wie Silber wieder zulegen.

Grafik 1: Marktentwicklung ytd in CHF und Gesamtrendite





Scobag Privatbank AG

Das Tiefzinsumfeld scheint vorbei. Folgt eine Hochzinsphase?



Tobias Brütsch
Leiter Portfolio Management

Sinkende Zinsen gehörten jahrelang zu den wichtigsten strukturellen Trends an den Finanzmärkten. In den USA fiel die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen von rund 15% Anfang der 1980er-Jahre bis 2020 auf unter 1%. Demografischer Wandel, schwächeres Produktivitätswachstum, hohe Sparquoten, die Nachfrage nach sicheren Anlagen und eine expansive Geldpolitik waren wichtige Treiber.

Im Rückblick markiert die COVID-Pandemie den Beginn einer Zinswende. Es hat sich ein höheres Zinsniveau etabliert, und der Krieg im Mittleren Osten verleiht zusätzlichen Schub. Die Frage ist, ob die 40-jährige Phase sinkender Zinsen definitiv durch eine neue Zeitrechnung abgelöst wird oder nicht. Steht eine Periode höherer Kapitalkosten bevor? Oder wird die Entwicklung durch Faktoren gebremst, die auch in der Vergangenheit für tiefere Zinsen sorgten?

Die Zinsen werden hauptsächlich durch die Marktprognose zur künftigen Zinspolitik, die Inflationserwartungen und -entwicklung und durch die Risikoprämien für Ausfallrisiken erklärt.

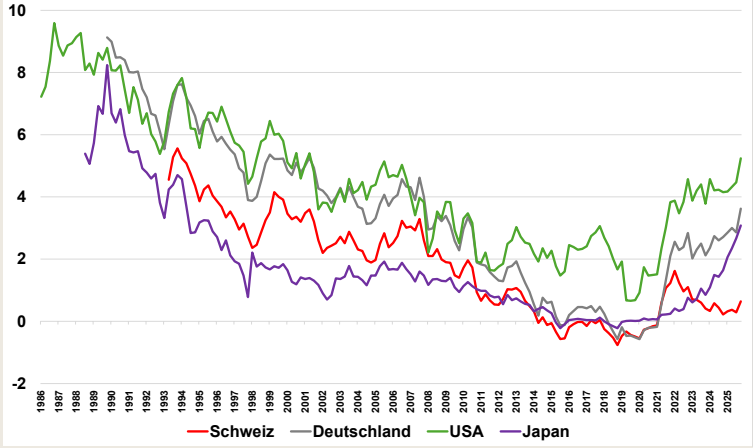
Die ersten beiden Faktoren beeinflussen sich gegenseitig. Zwar berücksichtigen die Notenbanken neben der Inflation weitere Ziele – die US-Notenbank Fed etwa den Arbeitsmarkt –, doch die Inflation bleibt ein zentraler Punkt. Die höhere Inflation, mit oder ohne volatile Energiepreise, führt zu steigenden Leitzinsen. Entscheidend für weitere Zinsschritte wird sein, wie stark höhere Energiepreise Zweitrundeneffekte auslösen – etwa bei Nahrungsmitteln oder Freizeitaktivitäten– und wie hartnäckig die Inflation auf erhöhtem Niveau bleiben wird.

Zusätzlich prägen die Verschuldung und umfangreiche Investitionsprogramme die Zinsentwicklung. Die vergangenen Krisen wurden weitgehend über eine Ausweitung der Staatsverschuldung finanziert. Pandemie, Energiekrise, Konjunkturprogramme und Verteidigungsausgaben erhöhen die Defizite. Im Fokus stehen vor allem die USA, die trotz guter Konjunktur ein Staatsdefizit von rund 7–8% erzielen. Der IMF erwartet, dass die US-Bruttoverschuldung bis 2031 auf rund 142% des BIP steigt. Angespannt ist die Lage aber auch in Frankreich und anderen Staaten. Hohe Schulden sind tragbar, solange Wachstum und Inflation über dem durchschnittlichen Finanzierungssatz liegen. Problematisch wird es, wenn der effektive Zins dauerhaft über dem nominalen Wirtschaftswachstum liegt. Dann wachsen die Zweifel an der Schuldentragfähigkeit und die Risikoprämie und die langfristigen Zinsen steigen.

Auch von der Kapitalseite kommt derzeit eher Gegenwind als Entlastung. Die gewaltigen Investitionsprogramme der Staaten und der Technologiebranche sorgen für zusätzliche Kapitalknappheit, die in dieser Form vor wenigen Jahren noch nicht beobachtbar war.

Kapital war ausreichend vorhanden. Eine Annahme lautet, eine alternde Gesellschaft dämpfe die Zinsen dauerhaft, da viel gespart wird. Ob das noch immer gilt, ist offen. Es gibt eine Gegenthese: Eine schrumpfende Erwerbsbevölkerung produziert weniger, während ältere Menschen weiterhin konsumieren, insbesondere bei den Gesundheitsausgaben. Ein Ungleichgewicht zwischen sinkendem Angebot und stabiler Nachfrage wirkt dann inflations- und damit zinstreibend. Für die Zinsprognose bedeutet dies: Demografie ist kein eindeutig zins-

Grafik 2: Zinsen 10 jähriger Staatsanleihen



dämpfender Faktor mehr, sondern eine offene Variable mit Ausschlägen in beide Richtungen.

Ein weiterer unsicherer Faktor sind die Käufe und Verkäufe der Staatsanleihen durch die Notenbanken selbst. Je nach Situation verändern diese Transaktionen das Angebots-Nachfrage-Gleichgewicht am Obligationenmarkt unabhängig von Wachstums- oder Inflationserwartungen. Ein Teil des Zinsanstiegs seit 2022 dürfte darauf zurückgehen. Die Notenbanken bleiben jedoch flexibel, und die US-Notenbank hat erste Schritte angekündigt, die die langfristigen Zinsen dämpfen sollten. Wie erfolgreich dies sein wird, bleibt offen. Das Beispiel Japan zeigt, dass sich Zinsen nicht dauerhaft durch Notenbanken kontrollieren lassen.

Was könnte die Zinsen noch bremsen? Wir sehen zwei Hauptszenarien. Im positiven Fall entspannt sich die Lage im Mittleren Osten und die Inflation sinkt aufgrund sinkender Energiepreise. Im negativen Fall tritt eine Rezession ein – beispielsweise, weil die Konsumenten ihre Ausgaben reduzieren – oder sollten Kreditausfälle die Wirtschaft bremsen, würden die langfristigen Zinserwartungen rasch sinken und die Kurven flacher oder sogar invers werden. Der Zinsanstieg wäre damit gestoppt, da auch die Notenbanken mit anderen Massnahmen reagieren müssten.

Die meisten Diskussionen über das «neue Zinsregime» beziehen sich auf die USA: hohes Haushaltsdefizit, hohe Emissionsvolumen und strukturelle Fiskalprobleme. In der Schweiz ist die Situation eine andere. Die Schweiz weist eine der tiefsten Staatsverschuldungsquoten und strukturell tiefere Inflation auf. Entsprechend herrscht hier weiterhin ein Tiefzinsumfeld. Die Chancen auf einen Zinsanstieg nehmen aber auch hier zu. Es ist kaum anzunehmen, dass sich die Schweizer Inflation dem globalen Trend vollständig entziehen kann. Die Energiepreise steigen weltweit und der Schweizer Franken hat sich in den vergangenen Monaten sukzessive abgeschwächt, wodurch sein inflationsdämpfender Effekt abnimmt. Der Spielraum der SNB dürfte damit etwas grösser geworden sein, und höhere Zinsen werden auch in der Schweiz realistischer.

Es spricht aktuell weniger für eine Rückkehr zum Tiefzinsumfeld als für höhere Zinsen. Ein Ende der vierzigjährigen Phase sinkender Zinsen lässt sich nicht mehr wegdiskutieren. Ob daraus eine Phase dauerhaft steigender Zinsen folgt oder sich das Zinsniveau unter Schwankungen auf höherem Niveau einpendelt, bleibt aber offen. Aktuell zeigt sich die Wirtschaft robust genug, um die straffere Politik zu verkraften, wie der Fed-Chef angedeutet hat. Damit bleiben die Chancen intakt, dass sich das höhere Zinsniveau langfristig als Ausdruck einer soliden und nicht einer überhitzten Wirtschaft erweist – vorausgesetzt, die Inflation lässt sich ohne grössere Wachstumsopfer eindämmen. Für Aktienanlagen fällt aber einer der stabilen Treiber der Bewertungsentwicklung weg. Umso wichtiger wird es für Unternehmen, eine gute Rentabilität zu erzielen und Wachstumsopportunitäten zu nutzen. Firmen mit hohen Cash Flows und tieferen Schulden dürften besser dastehen als hoch verschuldete Unternehmen mit hohem Investitionsbedarf in den nächsten Jahren.

Ausblick



Samuel Stursberg
Senior Analyst

Die Situation an den Aktienmärkten ist seit Monaten die gleiche: Je nach Entwicklung im Mittleren Osten steigen oder fallen die Kurse. Positiv bleibt, dass die Gewinnentwicklung weiterhin für Optimismus sorgt. Speziell die Milliardeninvestitionen der Technologiefirmen sorgen in verschiedenen Segmenten für steigende Aufträge. Dazu kommen die staatlichen Programme, die ebenfalls langsam positive Wirkung entfalten. Ein Dämpfer ist weiterhin die schlechte Stimmung beim Privatkonsum, der durch die hohen Energiepreise belastet wird. Auch steigende Zinskosten für Kredite und Hypotheken werden die Budgets vermehrt belasten. Für die nächsten Monate dürfte damit weiterhin mit volatilen Märkten zu rechnen sein, da neben der Energiefrage auch die Zwischenwahlen in den USA stärker in den Fokus rücken werden und politische Aussagen aus den USA für Aufregung sorgen könnten.