

## Executive Summary

- Das Prognosemodell der Notenbank von Atlanta erwartet für das vierte Quartal ein BIP-Wachstum von 2,7%.
- In den USA und der Eurozone tragen Fiskal- und Geldpolitik sowie eine positive Konsumstimmung zu robustem Wirtschaftswachstum bei, während sich in der Schweiz eine Erholung des verarbeitenden Gewerbes abzeichnet.
- Die Fed hat zum dritten Mal in diesem Jahr den Leitzins gesenkt und angekündigt, bei Bedarf kurzlaufende Schatzpapiere aufzukaufen. Der wahrscheinlichste Nachfolger von Powell ist Kevin Hassett, und bis zur Amtsübergabe könnte die Fed nun pausieren.
- EZB und SNB belassen ihre Leitzinsen unverändert. Die BOJ strafft ihre Geldpolitik erneut.



### Fokusthema

## Kursziele S&P 500 2026 zwischen 5'750 und 8'100

- Für das Jahr 2025 liegt der Durchschnitt der Analystenschätzungen für den S&P 500 leicht unter dem aktuellen Indexstand. Die am häufigsten genannte Prognose beträgt 7'000 Punkte. Damit hätte der Index bis zum Jahresende noch moderates Aufwärtspotenzial und könnte die Jahresperformance auf bis zu +20% steigern – allerdings nur in US-Dollar gerechnet. Gegenüber dem Schweizer Franken hat der Dollar im bisherigen Jahresverlauf rund 12% an Wert verloren.
- Die Analystenprognosen für 2026 bewegen sich in einer breiten Spanne zwischen 5'750 und 8'100 Punkten, der Durchschnitt liegt bei rund 7'420. Dies entspräche einem erwarteten Kursanstieg von etwa 8%.
- Es wird mit einem weiterhin freundlichen Trend bei der Gewinnentwicklung gerechnet. Dabei soll das Wachstum ausserhalb der sieben Megawerte deutlich anziehen und die Lücke zu diesen weiter schliessen.
- Laut Bloomberg belaufen sich die durchschnittlichen Schätzungen für die Unternehmensgewinne auf dem Index per Ende 2026 auf 301 USD, während FactSet von einem Indexgewinn von 309 USD ausgeht. Daraus ergibt sich auf Jahresbasis ein Gewinnwachstum für den Gesamtmarkt von knapp 12% beziehungsweise 14,75%.

- Auf Grundlage dieser Prognosen ergibt sich eine KGV-Bewertung von rund 24,7x- beziehungsweise 24x, was im historischen Vergleich als hoch einzustufen ist. Den hohen Gewinnerwartungen stehen damit auch hohe Bewertungen gegenüber. Sollten sich erstere jedoch bewahrheiten, dürfte den globalen Aktienmärkten ein erfreuliches Jahr bevorstehen, zumal dem US-Markt aufgrund seiner Grösse eine besondere Leitfunktion zukommt.

### Kursprognosen auf den S&P 500 für 2026



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Bewegtes Jahr aber resilientes Wirtschaftswachstum

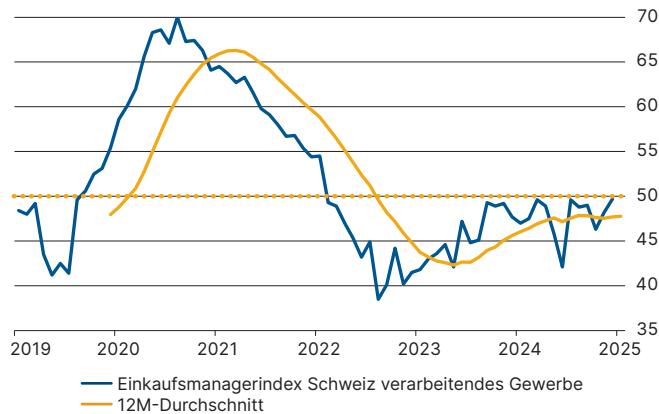
- Die offiziellen, durch den Shutdown verzögerten Zahlen für das dritte Quartal wiesen ein robustes annualisiertes BIP-Wachstum von 4,3% aus und lagen damit deutlich über den Schätzungen.
- Stimmungsindikatoren von Konsumenten und Kleinunternehmen in den USA verbessern sich, und der Vermögenseffekt aus den Börsengewinnen lässt auch ein robustes Wirtschaftswachstum im Schlussquartal erwarten. Das Prognosemodell der Notenbank von Atlanta errechnet für das vierte Quartal ein solides Wachstum von 2,7%.
- Weder der abkühlende Trend am Arbeitsmarkt noch der Shutdown scheinen sich negativ auf die Konjunktur auszuwirken. Fiskalische, monetäre und regulatorische Lockerungen wirken als grundsätzliche Stütze. Am Arbeitsmarkt ist inzwischen eine weitere Abkühlung unerwünscht und die Fed hält mit der geldpolitischen Lockerung dagegen.
- In der Eurozone wird die expansive Fiskalpolitik ebenfalls zum primären Wachstumsträger zulasten eines wachsenden Haushaltsdefizits und einer höheren Staatsverschuldung. Deutschland budgetiert für 2026 ein Defizit von rund 4% des BIP, was erneut die Maastricht-Kriterien von 1992 verletzt und durch höhere Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben begründet ist.
- Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe in der Schweiz erholte sich in Dezember auf 49,7 Punkte und fällt im Januar auf 45,8 Punkte zurück. Die rückwirkend auf Mitte November reduzierten Zölle dürften die Stimmung prospektiv verbessern. Der Dienstleistungssektor kommt hingegen deutlich unter Druck, mit einem Wert von 45,3. Allerdings unterlag diese Erhebung in der jüngeren Vergangenheit grösseren Ausschlägen und war wenig aussagekräftig.
- Die vom Staatssekretariat für Wirtschaft erhobene Konsumentenstimmung verzeichnet eine kräftige über den Erwartungen liegende Erholung. Impulse für das Weihnachtsgeschäft und das Wirtschaftswachstum dürften nicht ausbleiben.
- China: Aufgrund der zaghaften, durch die hartnäckige strukturelle Immobilienkrise beeinträchtigte Erholung und den anhaltenden geopolitischen Spannungen fiel das Wachstum im Jahr 2025 enttäuschend aus. Wir erwarten für das neue Kalenderjahr eine leichte Belebung dank öffentlichen Investitionsprogrammen der Regierung, die auch von der expansiven Geldpolitik der People's Bank of China begünstigt werden dürfte und der konjunkturellen Wende zuträglich sein werden.

USA: Atlanta Fed GDPNow Prognosemodell



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Schweiz: Einkaufsmanagerindex verarbeitendes Gewerbe, 6 Jahre



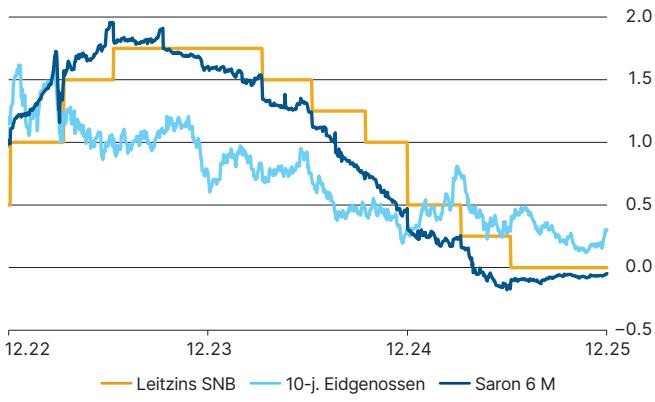
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Notenbankentscheide in den Erwartungen

- Die Amtszeit von Jerome Powell als Fed-Vorsitzender läuft im Mai 2026 aus. Unter den Kandidaten kristallisiert sich Kevin Hassett als wahrscheinlichster Nachfolger heraus. Hassett ist aktuell Direktor des National Economic Council und damit oberster Wirtschaftsberater in der Trump-Administration. Er steht für eine regierungsnahe, wirtschaftsfreundlich ausgerichtete und expansive Geldpolitik der US-Notenbank. Damit gerät die Unabhängigkeit der Fed in Gefahr. Das weckt Erinnerungen an den von Nixon und Fed-Chef Burns ausgelösten Inflationsschub der 1970er-Jahre.
- Die Federal Reserve hat ihren Leitzins zum dritten Mal in Folge dieses Jahr um 25 Basispunkte auf 3,50–3,75% gesenkt. Der erneute Schritt wurde mit Schwächesignalen vom Arbeitsmarkt begründet, der Entscheid wurde aber nicht einstimmig gefällt. Wegen der 43-tägigen Haushalts sperre fehlen zudem wichtige amtliche Daten zur Inflation, die tendenziell weiter Aufwärtsdruck verzeichnet, da die Zolleffekte in der Wertschöpfungskette zumindest teilweise weitergegeben werden. Jerome Powell dämpft die Hoffnung auf weitere Schritte. Für 2026 prognostiziert die Fed nur noch eine Zinssenkung und begründet dies mit tieferen Unsicherheiten.
- Zudem wurde entschieden, Käufe von kurzlaufenden Schatzpapieren zu tätigen, die dem Zweck dienen, ausreichende Reserven sicherzustellen und die Steuerung des Leitzinses zu unterstützen.

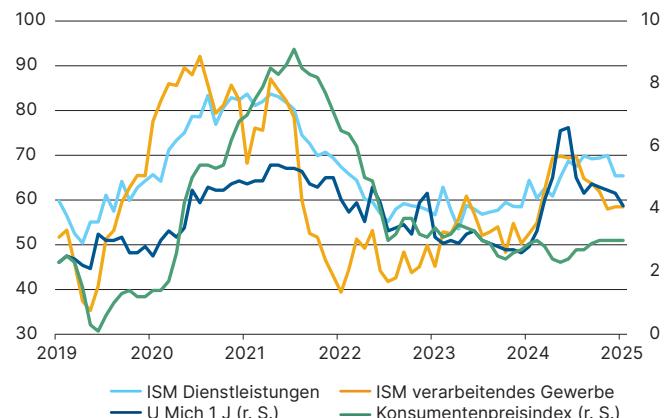
- Die Massnahmen der Fed wurden am Aktien- und Devisenmarkt positiv aufgenommen.
- Die SNB hat ihren Leitzins wie erwartet bei 0% belassen. Die Inflation sei zwar in den letzten Monaten leicht gefallen, es wird aber auf mittlere Frist bis 2027 ein leichter Anstieg auf 0,6% erwartet. Außerdem hätten sich die Wirtschaftsaussichten dank den tieferen Zöllen und einer global besseren Konjunktur verbessert. Die Notenbank behält sich weiter vor, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Die Hürden für eine Wiedereinführung von Negativzinsen bleiben hoch. Die Renditen auf 10-jährigen Staatspapieren sind in den letzten Tagen deutlich auf über 0,3% angestiegen, womit die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung sinkt.
- Auch die EZB hielt an den geltenden Leitsätzen fest. Die Teuerungsrate im Währungsraum lag im November mit 2,2% praktisch auf der Zielvorgabe und stützt auch weiterhin ein Pausieren.
- Die Bank of Japan hat am 19. Dezember erwartungsgemäß den Leitzins um 0,25 Prozentpunkte auf 0,75% angehoben. Eine Fortführung der zinspolitischen Straffung wird erwartet, und eine weitere Yen-Abwertung dürfte damit abgewendet sein.

**Schweiz: SNB-Leitzins, Saron 6 Monate und Rendite 10-j. Eidgenossen (3 Jahre)**



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

**Inflationserwartungen Jahresveränderung, 6 Jahre**



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Anleihen / Aktien

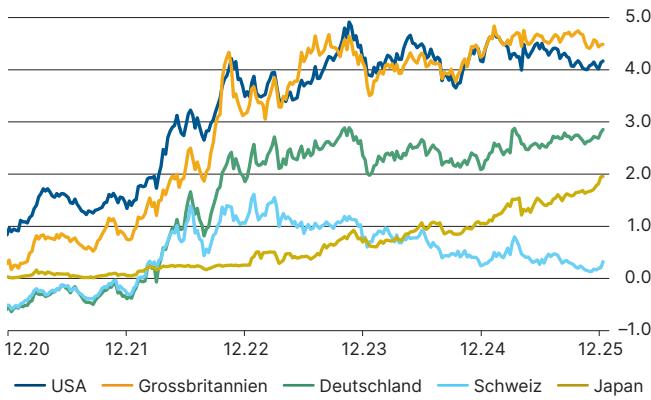
## Anleihen: Bondmärkte etwas schwächer

- Aktuell rentieren 10-jährige Staatsanleihen in den USA bei rund 4,2%, in Deutschland bei 2,9% und in der Schweiz bei 0,3%. Dies bedeutet einen leichten Anstieg in den letzten Wochen.
- Diese leicht höheren Renditen sind vor allem in Europa durch die «Rentenreform» in Deutschland ausgelöst. Es wird vom Staat weiterhin Geld mit beiden Händen auf pump ausgegeben. Die Tatsache, dass die Bondmärkte trotz sich laufend verschlechternder Staatsverschuldung keine Risikoprämie aufbauen ist erstaunlich. Investoren erwarten ein potenzielles Eingreifen von Zentralbanken (quantitative Lockerung) zu Gunsten der Bondmärkte, sollten die Renditen übermäßig steigen. Das Ziel stabiler Bondmärkte wäre so ohne konkrete Intervention erreicht. Insbesondere die EZB ist diesbezüglich gefordert.

## Aktien: US-Märkte wieder als Lokomotive

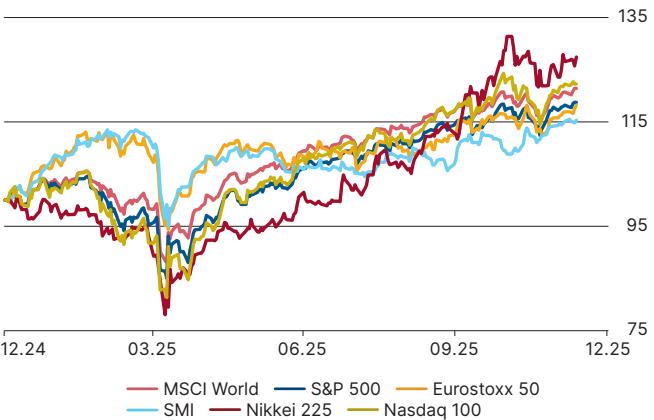
- Nasdaq und S&P 500 steigen dieses Jahr in Lokalwährung um 21% resp. 18% und notieren beinahe auf Allzeithöchst. Die November-Korrektur ist bereits wieder wettgemacht. Die Bewertungsfrage gewisser Sektoren – v.a. rund um die künstliche Intelligenz – wird weiter heiß diskutiert. Was als neuer Treiber der amerikanischen Aktienmärkte auftaucht, sind fremdfinanzierte LBO's oder Übernahmen. Auch dieses Phänomen gehört zur Spätphase in einem Marktzyklus.
- In Europa präsentieren sich die Aktienmärkte weiterhin robust, trotz wenig erbaulicher Fundamentaldaten. Auch der SMI hat zuletzt spürbar aufgeholt – insbesondere dank der freundlichen Unterstützung des Schwergewichts Roche – und liegt seit Jahresbeginn rund 32% im Plus und somit wieder auf Jahreshöchst.
- Mittelfristig rechnen wir damit, dass Zölle und anhaltender Inflationsdruck die Investitionsbereitschaft von Unternehmen sowie die Konsumlaune der privaten Haushalte dämpfen werden. An unserer vorsichtig konstruktiven Einschätzung für die Aktienmärkte halten wir jedoch fest. Gleichzeitig weisen wir erneut darauf hin, dass die Bewertungen in mehreren Marktsegmenten, vor allem in den USA, bereits deutlich erhöht sind, was die Anfälligkeit für Korrekturen erhöht. Innerhalb unserer Aktienquote halten wir die USA taktisch untergewichtet.

## Zinsen 10-jährige Staatsanleihen in % (5 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2025, indexiert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Währungen und andere Anlagen

## Währungen: Euro etwas freundlicher zum CHF

- Der US-Dollar hat gegenüber dem Schweizer Franken im Verlauf des Jahres rund 12% an Wert verloren und bewegt sich aktuell um die Marke von 0,79. Allerdings ist zu bemerken, dass der Rückgang in der ersten Jahreshälfte erfolgt ist und in der zweiten Jahreshälfte eine deutliche Stabilisierung eingestellt hat.
- Mittelfristig erwarten wir einen weiteren Rückgang des USD, da das Vertrauen in die Weltleitwährung durch die aggressive US-Handelspolitik und die politischen Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank zunehmend erodiert.
- Der Euro fluktuiert zum Franken seit geraumer Zeit in einer engen Bandbreite von 0,92–0,94. Die geringen Schwankungen im Währungspaar dürften darauf zurückzuführen sein, dass von beiden Notenbanken vorerst keine weiteren Zinssenkungen zu erwarten sind. Übergreifend rechnen wir aber weiterhin mit einer anhaltend hohen Nachfrage nach Schweizer Franken, da global trotz tiefer Zinsen verstärkt Kapital in die Schweiz fliesst. Dies unterstreicht, dass für viele internationale Investoren Sicherheit und Stabilität aktuell wichtiger sind als die Rendite.

## Gold weiter positiv, aber mit weniger Dynamik

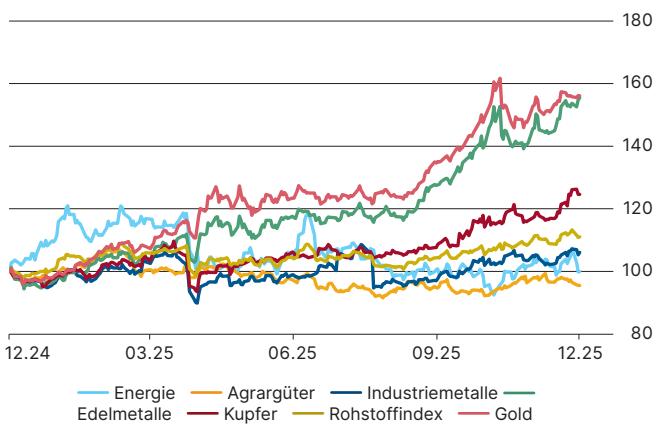
- Zum Jahresende hin hat die Gold-Notierung ein neues Allzeithoch über USD 4'500 erreicht. Zum Jahresultimo kam es zu einer kurzen Korrektur auf USD 4'319. Aktuell liegt der Unzen-Kurs bei rund USD 4'465 und der Kilopreis bei CHF 113'600.
- An unserer langfristigen Einschätzung für Gold als robustem Realwert mit werterhaltenden Eigenschaften halten wir unverändert fest, auch in unserer Positionierung bleiben wir unverändert. Der Hauptgrund für die Gold-Hausse sind die hohe Nachfrage der Notenbanken, die allgemeine Tendenz zur Dedollarisierung und nicht zuletzt die Zunahme der Staatsschulden in vielen Ländern. Der Grund dafür ist mitunter in der zunehmenden gesellschaftlichen Polarisierung zu suchen und der fehlenden Kompromissbereitschaft in politischen Auseinandersetzungen. Aus dieser Konstellation resultiert, was im angelsächsischen Sprachraum als «kick the can down the road» bezeichnet wird: die Probleme werden in die Zukunft verschoben und nicht gelöst. Die Aussichten für die Entwicklung der Staatsschulden sind schlecht und entsprechend positiv für Gold und andere Realwerte.

## Euro und Dollar gegen Franken (12 Monate)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Rohstoffindizes (12 Monate)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Haben Sie Fragen?

Wir sind für Sie da und beraten Sie gerne persönlich!

+41 52 632 15 15, ersparniskasse.ch



**Christoph Singer**

Leiter Vertrieb

+41 52 632 15 32

christoph.singer@eksh.ch



**Roberto Calligaro**

Berater Individualkunden

+41 52 632 15 33

roberto.calligaro@eksh.ch



**Loris Küttel**

Teamleiter Individualkunden

+41 52 632 15 35

loris.kuettel@eksh.ch



**Roman Frei**

Berater Individualkunden

+41 52 304 33 34

roman.frei@eksh.ch



Die Bank. Seit 1817.

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.

Ersparniskasse Schaffhausen AG  
Münsterplatz 34  
8200 Schaffhausen  
+41 52 632 15 15  
info@eksh.ch  
ersparniskasse.ch