

Zinsen sorgten für Unruhe, die Fundamentaldaten bleiben solide

01

Der Anstieg der langfristigen Renditen, getrieben von der US-Notenbank, den Ölpreisen und der Verschuldung zur Finanzierung der KI-Infrastruktur, hat den traditionellen Puffer von Anleihen in diversifizierten Portfolios geschwächt.

02

Das Wachstum bleibt robust, doch die anhaltende Inflation verhindert eine baldige Lockerung der Geldpolitik.

03

Das Gewinnwachstum verbreitert sich über die grossen Technologiewerte hinaus und dürfte den Märkten helfen, die Volatilität im Vorfeld der US-Zwischenwahlen abzufedern.

01

September: Technologie und Öl, die einzigen Ausnahmen

Der September wurde seinem Ruf als volatiler Börsenmonat gerecht und wies in diesem Jahr zwei bemerkenswerte Merkmale auf: eine starke negative Korrelation zwischen den Anlageklassen und eine aussergewöhnlich hohe Streuung innerhalb der Aktienmärkte. In den Vereinigten Staaten schloss der S&P 500 nahezu unverändert (-0,4 %), gestützt von einer Handvoll grosser Technologiewerte. Seit Ende Juli entfielen fast 93 % seiner Kursgewinne auf lediglich fünf Aktien. Dies verdeutlicht, wie stark sich die Wertentwicklung inzwischen auf wenige Titel konzentriert. Der Nasdaq legte im Monatsverlauf um 1,9 % zu, während der Dow Jones um 4,1 % und der Russell 2000 um 5,3 % nachgaben. In Europa fiel die Korrektur deutlicher aus: Der Stoxx 600 verlor 2,4 %, der DAX 4,0 %, der CAC 40 4,2 % und der SMI 3,1 %. Seit Jahresbeginn bleibt die Bilanz jedoch positiv: Der S&P 500 liegt 12,7 % im Plus, der Stoxx 600 10,2 %.

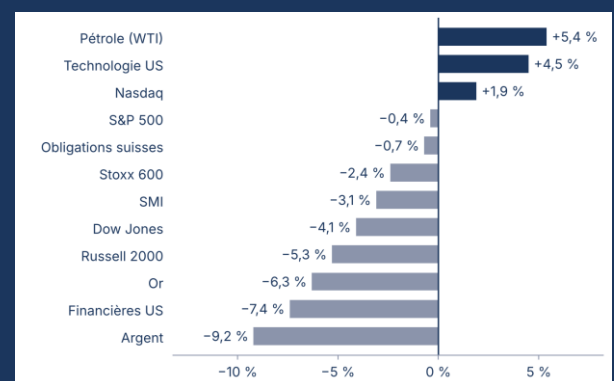
Auch auf Sektorebene war die Streuung aussergewöhnlich hoch. In den Vereinigten Staaten verbuchten lediglich die Sektoren Technologie (+4,5 %) und Kommunikationsdienstleistungen (+4,3 %) Zuwächse. Beide profitierten weiterhin vom Anlagethema Künstliche Intelligenz. Demgegenüber verzeichneten Finanzwerte (-7,4 %), Rohstoffe (-6,8 %) und Immobilien (-6,2 %) deutliche Verluste.

Entsprechend blieben Value-Aktien hinter Growth-Titeln

zurück: Der MSCI US Value Index verlor 2,0 %, während der MSCI US Growth Index um 1,3 % zulegte. In Europa notierten ebenfalls nur zwei Sektoren im positiven Bereich: Technologie (+5,7 %) und Energie (+4,9 %). Sowohl Value- als auch Growth-Aktien gaben dagegen nach.

September: Fast alles gab gleichzeitig nach

Monatsperformance in %. Nur Technologie und Öl verzeichneten Kursgewinne.



Quellen: Marktdaten, Banque Heritage. Performance in Lokälwährung per 30. September 2026.

Der eigentliche Schock kam jedoch vom Anleihemarkt. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg auf 5,27 %, gegenüber 4,17 % Ende 2025. Die Rendite deutscher Bundesanleihen erreichte 3,58 %, nach 2,85 % Ende 2025. Drei Faktoren erklären diese Entwicklung: die US-Notenbank, die die Zinsen anhub und weitere Erhöhungen signalisierte; die Inflationssorgen im Zusammenhang mit den Ölpreisen; sowie das enorme Volumen an Anleiheemissionen zur Finanzierung der KI-Infrastruktur. In

der Folge gerieten sowohl US-amerikanische als auch europäische Staats- und Unternehmensanleihen unter Druck. Lediglich Schweizer Anleihen hielten sich vergleichsweise gut: Der Swiss Bond Index verlor 0,7 %. Für diversifizierte Portfolios war der Monat damit besonders schwierig, da Aktien und Anleihen gleichzeitig nachgaben und der übliche Sicherheitspuffer entsprechend ausblieb.

Auch Gold erfüllte seine Rolle als sicherer Hafen nicht. Der Preis fiel im Monatsverlauf um 6,3 % auf 4.157 US-Dollar pro Unze. Belastend wirkten steigende Realrenditen und ein stärkerer US-Dollar, der gegenüber dem Schweizer Franken um 3,4 % zulegte. Silber (-9,2 %) und Palladium (-11,5 %) verzeichneten noch stärkere Verluste. Bei den Rohstoffen legten lediglich die Energiepreise zu: WTI-Rohöl verteuerte sich um 5,4 % auf 90 US-Dollar pro Barrel. Seit Januar summiert sich der Anstieg vor dem Hintergrund der ins Stocken geratenen Verhandlungen zwischen den Vereinigten Staaten und dem Iran auf fast 55 %. In einem Monat, in dem nahezu alle Anlageklassen nachgaben, erwiesen sich Technologie und Öl somit als die entscheidenden Ausnahmen.

02

Kräftiges Wachstum, ein Problem für die Zinsen

Der Kontrast zwischen der robusten Konjunktur und den Entwicklungen an den Finanzmärkten ist deutlich. Trotz der jüngsten Straffung der finanziellen Rahmenbedingungen in den Vereinigten Staaten deuten die Konjunkturdaten weiterhin auf eine widerstandsfähige Wirtschaft hin. Das Wachstum im zweiten Quartal wurde von einer früheren Schätzung von 1,5 % auf 2,2 % nach oben korrigiert. Auch der Konsum zeigt sich robust: Die Einzelhandelsumsätze stiegen im August um 1,2 % und damit stärker als erwartet. Unternehmensumfragen bestätigen dieses Bild. Im September erreichte der Einkaufsmanagerindex (PMI) für das verarbeitende Gewerbe in den USA 55,9 Punkte, während jener für den Dienstleistungssektor bei 58,8 Punkten lag. Beide Werte liegen deutlich über der Schwelle von 50 Punkten, die Wachstum von Schrumpfung trennt. Laut S&P Global deuten die Umfragen auf ein Wachstum von rund 4 % im dritten Quartal hin. Dies wird durch das «GDPNow»-Modell der Federal Reserve Bank von Atlanta gestützt, das die Wachstumsrate derzeit auf 3,7 % schätzt.

Auch in Europa mehren sich die Anzeichen einer konjunkturellen Belebung. Der PMI für das verarbeitende Gewerbe der Eurozone erreichte im September 52,9 Punkte und damit den höchsten Stand seit Mai 2022. Der PMI für den Dienstleistungssektor lag bei 53,0 Punkten, was auf eine breiter abgestützte Erholung hindeutet. Auch in Deutschland zeichnet sich eine Stabilisierung ab: Der IFO-Index stieg auf 89,9 Punkte, während der PMI für das verarbeitende Gewerbe 53,8 Punkte erreichte. Nach

mehreren Quartalen mit verhaltenem Wachstum scheint die europäische Wirtschaft somit allmählich wieder an Dynamik zu gewinnen. Einziger Wermutstropfen bleibt Frankreich, das hinter dieser Entwicklung zurückbleibt. Dort sank der PMI für das verarbeitende Gewerbe im September auf 50,3 Punkte. Zudem wird erwartet, dass Frankreich als einzige grosse europäische Volkswirtschaft im Jahr 2026 einen Anstieg der Arbeitslosenquote auf 8,6 % zum Jahresende verzeichnen wird.

Am US-Arbeitsmarkt setzt sich die Abkühlung fort. Bislang deutet sie jedoch eher auf eine Normalisierung als auf eine deutliche Verschlechterung hin. Die monatlichen Beschäftigungszahlen schwanken stark: Nachdem im August erneut 162.000 Stellen geschaffen worden waren, kamen im September lediglich 29.000 hinzu. Wiederholte Revisionen der Vormonatswerte erschweren zudem die Einschätzung der tatsächlichen Entwicklung. Die Arbeitslosenquote zeichnet ein stabileres Bild und bewegt sich seit März in einer engen Spanne zwischen 4,1 % und 4,3 %. Insgesamt scheint sich der Arbeitsmarkt schrittweise und ohne abrupte Brüche auf ein nachhaltigeres Wachstumstempo einzupendeln. Der weiterhin robuste Konsum und die positiven Konjunkturumfragen bieten dabei eine gewisse Unterstützung.

Die Inflation bleibt letztlich der zentrale Unsicherheitsfaktor. In den USA stiegen die Verbraucherpreise im August gegenüber dem Vorjahr um 3,4 %. Die anhand des Preisindex für persönliche Konsumausgaben (PCE) gemessene Kerninflation liegt weiterhin bei rund 3 % und damit über dem Inflationsziel der US-Notenbank von 2 %. Auch die PMI-Umfragen deuten darauf hin, dass sich der Preisdruck sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Europa verstärkt. Gerade diese Kombination aus robustem Wachstum und einer Inflation, die sich nur langsam den Zielwerten der Zentralbanken annähert, setzt die langfristigen Zinsen unter Aufwärtsdruck. Das makroökonomische Umfeld bleibt damit zwar günstig für die Konjunktur, stellt die Anleihemärkte jedoch vor erhebliche Herausforderungen – insbesondere angesichts des weiter steigenden Finanzierungsbedarfs.

03

Viertes Quartal: Den Durchblick behalten und auf die Fundamentaldaten setzen

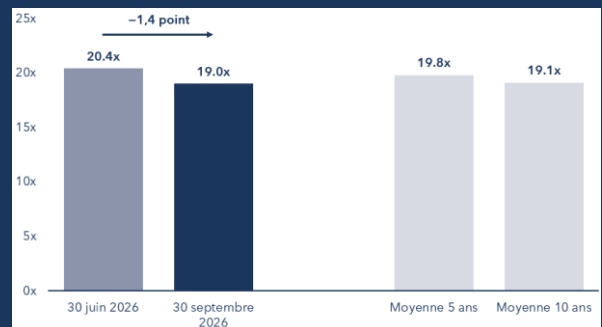
Unser Ausblick für das Jahresende bleibt konstruktiv. Die Zinsen sind hoch, doch das nominale Wirtschaftswachstum liegt noch darüber: Bei einem nominalen BIP-Wachstum von mehr als 6,5 % auf Jahresbasis und einer Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen von rund 5,3 % erwirtschaftet die Wirtschaft weiterhin Erträge, die schneller wachsen als ihre Finanzierungskosten. Auch der

Zinsanstieg sollte in Relation gesetzt werden. Seit Januar ist die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen von 4,18 % auf 5,3 % gestiegen, jene zweijähriger Titel von 3,47 % auf 4,7 %. Dennoch liegen beide Renditen weiterhin unter ihren langfristigen Durchschnittswerten von 5,8 % beziehungsweise 4,95 %. Vor allem unterscheidet sich die heutige Ausgangslage deutlich von jener im Jahr 2022. Damals begann der Zinserhöhungszyklus bei einer Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen von lediglich 1,75 %. Im selben Jahr verloren diese Anleihen 13 % - der stärkste Jahresverlust seit Beginn der Aufzeichnungen. Heute bietet eine Ausgangsrendite von rund 4,2 % einen deutlich grösseren Puffer gegen weitere Zinsschocks. Der laufende Zinsertrag, der sogenannte Carry, ist damit wieder zu einem wichtigen Stabilitätsfaktor für Portfolios geworden.

Die Unternehmensgewinne bleiben unser wichtigster Stützpfeiler. Laut FactSet könnten die Unternehmen des S&P 500 im dritten Quartal ein Gewinnwachstum von 29,5 % erzielen, verglichen mit den Ende Juni erwarteten 26,7 %. Dass Analysten ihre Schätzungen im Verlauf des Quartals nach oben korrigieren, ist eher ungewöhnlich und entsprechend ermutigend. Hinzu kommt, dass das Gewinnwachstum nicht länger ausschliesslich von den grossen Technologiewerten getragen wird: Für das vierte Quartal erwarten Analysten bei den übrigen 493 Unternehmen des Index ein stärkeres Wachstum als bei den «Magnificent Seven». Die Prognosen belaufen sich auf ein Gewinnwachstum von 27,6 % im vierten Quartal und 32,4 % für das Gesamtjahr 2026. Solange die Gewinne in diesem Tempo wachsen, sollten die Unternehmen auch höhere Finanzierungskosten verkraften können. Die ab Mitte Oktober anstehenden Ergebnisse für das dritte Quartal werden hierfür eine erste Bewährungsprobe sein. Wir werden die Unterschiede zwischen den Unternehmen und Sektoren weiterhin genau beobachten. Zinssensible Branchen und hoch verschuldete Unternehmen bleiben besonders gefährdet. Zudem lassen die Bewertungen wenig Spielraum für Enttäuschungen: Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 liegt bei rund 20. Immerhin wurden die Kursgewinne des Index in diesem Jahr bislang ausschliesslich durch das Gewinnwachstum getragen.

Bewertung wieder in Richtung ihres Durchschnitts

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P 500 auf Basis der erwarteten Gewinne der nächsten zwölf Monate. Die Gewinnerwartungen sind stärker gestiegen als die Aktienkurse.



Quelle: FactSet, Earnings Insight, 2. Oktober 2026. Banque Heritage.

Kurzfristig dürfte die Politik den grössten Unsicherheitsfaktor darstellen. Die Zwischenwahlen am 3. November versprechen ein knappes Ergebnis, und die Märkte reagieren erfahrungsgemäss empfindlich auf politische Unsicherheit. Die Wochen vor solchen Wahlen sind häufig von erhöhter Volatilität geprägt. Ein entsprechender Anstieg würde uns daher nicht überraschen. Die historische Erfahrung spricht allerdings für einen nüchternen Blick auf die Ereignisse: Bei Zwischenwahlen verliert die Partei des amtierenden Präsidenten im Kongress traditionell an Boden. Seit 1914 war dies bei nahezu neun von zehn Wahlen zum Repräsentantenhaus der Fall. Das Ergebnis ist häufig eine stärker gesplante Regierung mit entsprechend geringerer gesetzgeberischer Dynamik. Paradoxerweise kann dies den Märkten entgegenkommen, da das Risiko abrupter politischer Kurswechsel sinkt. Historisch tendierten die Aktienmärkte nach den Zwischenwahlen zudem meist nach oben: Nach 23 der letzten 25 Zwischenwahlen verzeichnete der S&P 500 Kursgewinne, mit einer durchschnittlichen Rendite von knapp 20 % in den darauffolgenden drei Quartalen.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist selbstverständlich keine Garantie für zukünftige Ergebnisse, und jede Wahl findet unter eigenen politischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen statt. Die historische Erfahrung zeigt jedoch, dass politische Unsicherheit häufig ebenso schnell abklingt, wie sie entstanden ist. Anschliessend richten die Märkte ihren Blick wieder auf die Faktoren, die die Kurse langfristig tatsächlich bestimmen: Unternehmensgewinne, Wirtschaftswachstum und Geldpolitik. Wir bleiben deshalb investiert und zugleich wachsam. Sollten die Wahlen vorübergehende Marktschwankungen auslösen, würden wir diese eher als Gelegenheit nutzen, unsere Positionen in qualitativ hochwertigen Unternehmen auszubauen, als unseren grundsätzlichen Ausblick infrage zu stellen.