

KAUFMANN, WUNDERLIN & PARTNER

Marktausblick

4. Quartal 2025

24. September 2025
Ausgabe Nr. 43

Vorwort	3
Makroökonomisches Umfeld	4
Zinsmärkte	6
Aktienmärkte	8
Währungs- und Rohstoffmärkte	10
Fokus und Empfehlungen	12
Börsen	13

VORWORT

In den USA erwarten wir für die kommenden Quartale aufgrund der weltweit verhängten, reziproken Zölle einen Teuerungsschub. Zudem ist das Umfeld – angesichts der Unberechenbarkeit der US-Regierung – zunehmend unattraktiv. Gleichzeitig bekundet die Eurozone – allen voran Deutschland – Mühe mit einer Beschleunigung des Wachstums. Wir gehen für das nächste Jahr von einer verhaltenen wirtschaftlichen Expansion aus. In der Schweiz wird aufgrund des US-Zollhammers eine deutlich negative Entwicklung erwartet. Bleiben die verhängten Zölle noch mehrere Quartale in Kraft, so drohen massive Arbeitsplatzverluste. Eine Rezession schliessen wir nicht aus.

In den USA sehen wir angesichts der hartnäckigen Inflationsrate einen limitierten Spielraum für weitere Leitzinssenkungen. Wir erwarten somit an den US-Kapitalmärkten bei langen Laufzeiten keine nennenswerten Renditeverschiebungen. Die gespannte Finanzlage Frankreichs hat zu einer Ausweitung der Risikoprämien geführt. Wir schliessen Kapitalmarktinterventionen der Europäischen Zentralbank nicht aus. Trotz hoher Hürden steigt die Wahrscheinlichkeit einer Einführung von Negativzinsen seitens der Schweizerischen Nationalbank. Dadurch könnte sie die Kreditnachfrage beschleunigen und die Konjunktur moderat beleben.

An der US-Börse steigt die Dominanz der Tech-Giganten. Das schier unbegrenzte Potenzial der künstlichen Intelligenz treibt den Sektor. Einige Investoren fürchten, dass die unaufhaltsame Rally auf einem zunehmend wackligen Fundament steht. Die Risikoprämien signalisieren eine deutliche Überbewertung des US-Aktienmarktes. Wir schiessen aus diesem Grund Rückschläge nicht aus. Im Aktienbereich sind wir auf taktischer Ebene stark untergewichtet.

Der US-Dollar hat sich dieses Jahr stark abgewertet. Wir führen diese Entwicklung auf den Vertrauensverlust in die Wirtschafts- und Handelspolitik von US-Präsident Trump zurück. Für die nächsten Monate gehen wir von einer Stabilisierung der Wechselkursentwicklung aus. Der Aufwärtstrend von Gold ist dagegen ungebrochen stark. Die Analysten erhöhen ihre Kursprognosen laufend. In unseren Anlagestrategien ist Gold seit Jahren vertreten. Der Performance-Beitrag ist entsprechend signifikant. Nichtsdestotrotz erscheint uns das kurzfristige Kurspotenzial weitgehend ausgeschöpft.



Marco Angelini, CFA
Chief Investment Officer

MAKROÖKONOMISCHES UMFELD

Protektionismus, Interventionismus, Unberechenbarkeit: Das sind die neuen Markenzeichen der US-Regierung unter Präsident Trump. Seit unserem letzten Marktausblick hat Donald Trump die reziproken Zölle definitiv verhängt – so auch mit der Schweiz, die einen der höchsten Sätze weltweit erhalten hat (Abbildung 1). Das Gebaren der US-Regierung stimmt uns zunehmend skeptisch: Donald Trump scheut sich nicht davor, rechtliche Grenzen über Institutionen und Verfassung hinweg auszureizen oder gar zu überschreiten. Im Namen der „nationalen Sicherheit“ geht die Regierung Firmenbeteiligungen ein, sperrt amerikanisches Vermögen, kassiert von Unternehmen Steuern auf ausländischen Umsätzen ein. So hat das neue Abkommen mit den zwei Chip-Giganten Nvidia und AMD – diese haben sich verpflichtet, auf bestimmten in China erzielten Umsätzen einen Anteil in der Höhe von 15 Prozent an die US-Regierung abzuführen – die Märkte beunruhigt. *Stephen Olson*, ehemaliger US-Unterhändler, sieht „*faktisch die Monetarisierung der US-Handelspolitik, bei der US-Unternehmen für die Erlaubnis zum Export bezahlen müssen. Wenn das der Fall ist, sind wir in eine neue und gefährliche Welt eingetreten*“. Es besteht das Risiko, dass das Vertrauen der Investoren nachhaltig geschädigt wird. Die verhängten Importzölle bringen dem amerikanischen Staat zwar rekordhohe Einnahmen, doch die Rechnung wird primär von den US-Konsumenten und Unternehmen bezahlt.

Aus makroökonomischer Sicht stellt das aktuelle Umfeld eine giftige Cocktail-Mischung dar: Wir erwarten in den kommenden Monaten in den USA einen signifikanten Teuerungsschub. Die Konsumgüternachfrage zeigt sich zwar weiterhin robust (Abbildung 2), zumal nur ein Viertel der Unternehmen die Mehrkosten in Form von höheren Preisen weitergegeben hat und die Lagerbestände weiterhin abgebaut werden. Schätzungen der Investmentbank *Goldman Sachs* zufolge, werden jedoch bis Oktober ungefähr zwei Drittel der anfallenden Zollkosten über höhere Güterpreise bei den Konsumenten landen. Gleichzeitig werden zahlreiche Unternehmen aufgrund des unberechenbaren regulatorischen Umfelds und des akuten Fachkräftemangels ihre Investitionstätigkeit drosseln: In den USA qualifiziertes Personal für den Bau und die Inbetriebnahme der Fabriken zu finden, sei „*so schwierig, wie Sterne vom Himmel zu pflücken*“, so die Einschätzung südkoreanischer Konzerne, die im Rahmen der mit den USA eingegangenen Vereinbarung, Investitionen von beinahe USD 500 Mrd. in Aussicht gestellt haben.

Abbildung 1: US-Zölle für ausgewählte Länder
Quelle: Auswertungen KW&P

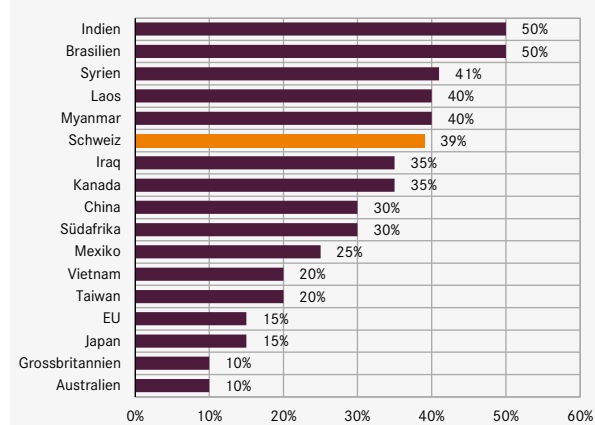
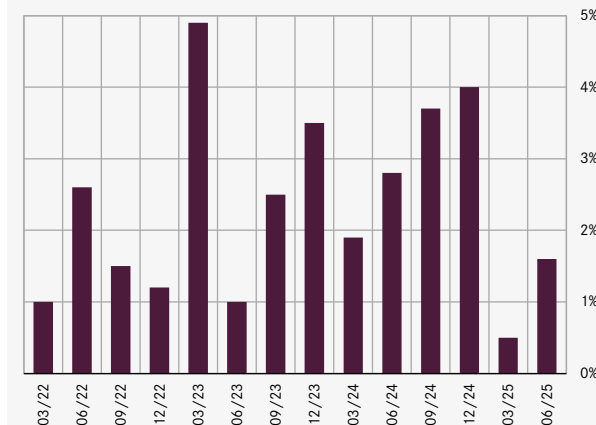


Abbildung 2: US-Konsumgüternachfrage (Veränderung vs. Vorquartal)
Quelle: Bureau of Economic Analysis



Erstmals seit mehr als zehn Jahren sind mehr als drei Millionen Menschen in Deutschland arbeitslos gemeldet. So gingen in der deutschen Automobilindustrie innerhalb eines Jahres über 51'000 Stellen, oder fast 7 Prozent der Arbeitsplätze, verloren. Das *Institut für Wirtschaftsforschung Ifo* hat demnach seine Konjunkturprognose für die seit Jahren kriselnde deutsche Wirtschaft gesenkt: So rechnen deren Ökonomen für das laufende Jahr mit einem marginalen Wachstum von 0.2 Prozent, für 2026 dagegen von 1.3 Prozent. In den vergangenen beiden Jahren war Europas grösste Volkswirtschaft gar geschrumpft (Abbildung 3). Das Wachstum in der Eurozone kam im letzten Quartal mit 0.1 Prozent beinahe zum Stillstand.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir für die kommenden Monate in der Währungsunion eine eher verhaltene Wachstumsentwicklung – nicht zuletzt aufgrund der verhängten reziproken Zölle der US-Regierung in der Höhe von 15 Prozent. Zudem dürften die eingeleiteten wirtschaftspolitischen Massnahmen erst ab kommendem Jahr ihre Wirkung entfalten.

Im August ist in der Schweiz das Konjunkturbarometer der Konjunkturforschungsstelle der ETH (KOF) auf 97.4 Punkte abgestürzt (Abbildung 4). Insbesondere im verarbeitenden Gewerbe sowie im Bausektor wird eine deutlich negative Entwicklung erwartet. Die KOF-Analysten rechnen aufgrund der gegen die Schweiz verhängten US-Zölle in der Höhe von 39 Prozent mit Wachstumseinbussen von bis zu 0.6 Prozent (Wachstum 2024: 1.6 Prozent). Sollte jedoch die Pharmaindustrie mit den gleichen Zöllen belegt werden – die US-Regierung wird die entsprechenden sektoralen Tarife bis Ende September bekannt geben – so würde laut Prognosen der KOF ein Rezessionsrisiko resultieren. *Swissmem*, der Verband der Schweizer Tech-Industrie, nennt die Zölle ein *Horror-Szenario*.

Die exorbitanten Tarife werden – sollten sie tatsächlich noch mehrere Quartale in Kraft bleiben – die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Unternehmen signifikant gefährden. Es drohen massive Arbeitsplatzverluste. Wir erwarten somit für die hiesige Volkswirtschaft in den nächsten Quartalen einen spürbaren Anstieg der Arbeitslosenzahlen sowie eine deutliche Verlangsamung der bestehenden Wachstumsdynamik. Die Eintrittswahrscheinlichkeit einer Rezession stufen wir zudem als hoch ein.

Abbildung 3: BIP-Wachstum Deutschland (Veränderung vs. Vorquartal)
Quelle: Deutsches Statistisches Bundesamt (Destatis)

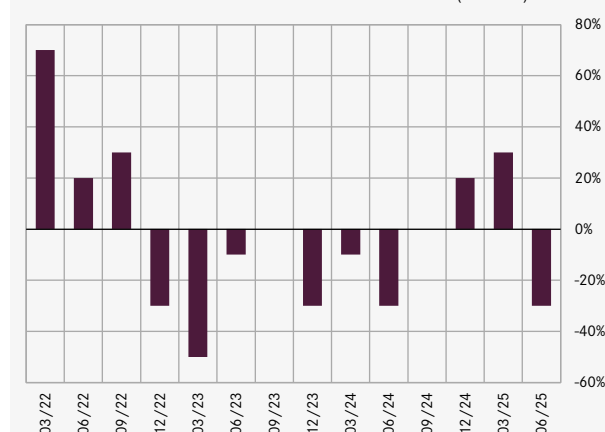


Abbildung 4: KOF Konjunkturbarometer
Quelle: Konjunkturforschungsstelle ETH (KOF)



ZINSMÄRKTE

Die Kapitalmärkte erleben aktuell ein Wechselbad der Gefühle. Der Verkaufsdruck bei Staatsanleihen mit langer Laufzeit ebbt in den USA nicht ab. So haben die zunehmende Skepsis der Investoren gegenüber der US-Regierung sowie die Sorgen um die künftige Entwicklung der Staatsfinanzen die Rendite 30-jähriger Treasuries zum Monatsauftakt in Richtung 5 Prozent (Abbildung 5) hochschnellen lassen.

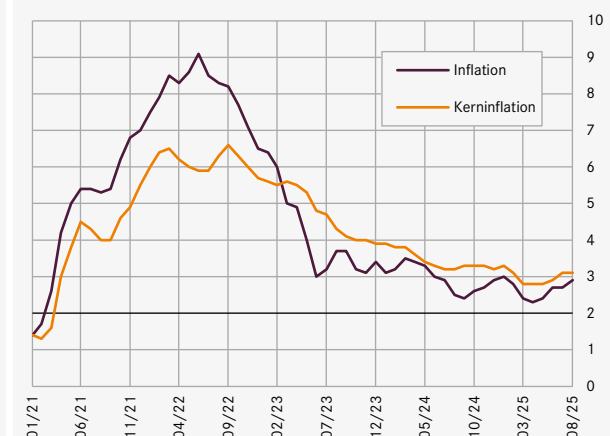
Obwohl die Mehrheit der US-Notenbanker bei ihrer letzten Sitzung die Inflationsgefahren höher als die Risiken für den Arbeitsmarkt eingeschätzt hat, stellt ein schwächer als erwarteter ausgefallener Arbeitsmarktbericht die abwartende Haltung der US-Notenbank ein Bezug auf Zinssenkungen in Frage. Die nachlassende Dynamik des Arbeitsmarktes stellt für den Gouverneur der US Federal Reserve Bank eine willkommene Gelegenheit dar. Er verfügt nun über glaubhafte Argumente für eine Leitzinssenkung, denn Präsident Trump, der schon lange für tiefere Zinsen plädiert, greift die US-Notenbank konsequent an gefährdet somit deren Unabhängigkeit. Er zielt auf eine linientreue Zusammensetzung des Offenmarktausschusses und somit auf eine Absetzung von Jerome Powell: „*Ich finde, er ist schrecklich. Er ist sehr dumm und hat für sein Amt einen sehr tiefen IQ. Er ist schlecht für das ganze Land*“, so der US-Präsident. Zur Erinnerung: Im Jahr 2017 wurde Jerome Powell durch Donald Trump persönlich zum Chef der US-Notenbank vorgeschlagen: „*Er ist für die Führungsaufgabe bestens geeignet, engagiert und klug*“, so seine damaligen Worte. Parallel strebt er eine Absetzung von Gouverneurin Lisa Cook. Deren Entlassung wurde jedoch von einem Gericht vorerst gestoppt. Somit dürfte auch dieser Fall vor dem obersten Gericht landen.

Laut Median-Schätzungen gehen die Marktteilnehmer von zwei weiteren Leitzinssenkungen bis Ende Jahr aus. Nichtsdestotrotz erweist sich die Teuerung als äusserst hartnäckig (Abbildung 6): Wir sind klar der Auffassung, dass die auf sämtlichen Importgütern verhängten Zölle in den kommenden Monaten die Entwicklung der Konsumentenpreise deutlich beschleunigen werden. Vor diesem Hintergrund scheint der Spielraum der US-Notenbank – trotz des Ziels der Förderung der maximalen Beschäftigung – äusserst limitiert. Bei den mittleren und langen Laufzeiten erwarten wir somit keine nennenswerten Renditeverschiebungen.

Abbildung 5: Rendite US Treasury Bond 30Y 2025
Quelle: Bloomberg



Abbildung 6: US-Inflation
Quelle: Bureau of Labor Statistics



Die Europäische Zentralbank hält den Inflationsdruck für begrenzt. Die Konjunktorentwicklung erweist sich zudem – trotz höherer US-Zölle – als solide. Nach acht Senkungen um jeweils einen Viertelpunkt, rechnen die Marktteilnehmer nicht mit einer weiteren Lockerung im vierten Quartal. Für das kommende Jahr gehen die Währungshüter von einem moderaten Inflationsrückgang auf 1.7 Prozent (aktuell 2.1 Prozent) aus, beim Bruttoinlandsprodukt auf 1 Prozent (aktuell 1.2 Prozent).

Für Turbulenzen könnten die Staatsfinanzen sorgen, allen voran in Frankreich: Das Land verfügt über eine Schuldenquote von 114 Prozent des BIP, das Budgetdefizit beläuft sich auf jährlich 5 Prozent, die Kosten für den Schuldendienst steigen rasant. Der Widerstand gegen die Sparbemühungen von Premierminister Bayrou hat nach einer Amtsperiode von nur zehn Monaten zum erneuten Sturz der Regierung geführt. Die Rating-Agentur *Fitch* sieht wenig Erfolgchancen für Reformen und hat Frankreichs Bonität herabgestuft. Die Investoren verlangen bereits deutliche Risikoprämien (Abbildung 7), die Rendite zehnjähriger Staatsobligationen ist mittlerweile höher als in Griechenland (Abbildung 8). Es besteht kein Zweifel: Frankreich ist „Too big to fail“. Die Europäische Zentralbank dürfte sich graduell auf Stützungskäufe vorbereiten. Wir gehen davon aus, dass die Geld- und Kapitalmarktrenditen ihren Tiefpunkt bereits erreicht haben und schliessen in den kommenden Quartalen moderat steigende Zinsniveaus nicht aus.

Martin Schlegel, Präsident der Schweizerischen Nationalbank, sieht hohe Hürden für die erneute Einführung von Negativzinsen (2015-2022): „Wir sind uns bewusst, dass der Negativzins unerwünschte Nebenwirkungen für viele Akteure haben kann und eine Herausforderung darstellt. Die SNB wird jedoch nicht davor zurückschrecken, die Kreditkosten unter Null zu senken, sollte ein solcher Schritt erforderlich werden“. Für das kommende Jahr erwarten die Währungshüter eine durchschnittliche Teuerung in der Höhe von 0.6 Prozent sowie leicht steigende Arbeitslosenzahlen.

Wir schliessen die Einführung von Negativzinsen nicht aus, sollten die verhängten US-Zölle in der Höhe von 39 Prozent noch mehrere Quartale in Kraft bleiben. Dadurch könnte die Schweizerische Nationalbank bei einer konjunkturellen Abkühlung die Kreditnachfrage beschleunigen und mittels einer gezielten Abwertung des Schweizer Frankens die Exporte verbilligen. Nichtsdestotrotz attestieren die Marktteilnehmer einem solchen Szenario (noch) eine geringe Wahrscheinlichkeit.

Abbildung 7: Zinsdifferenz Staatsobl. 10Y Frankreich vs. Deutschland (2025)
Quelle: Bloomberg

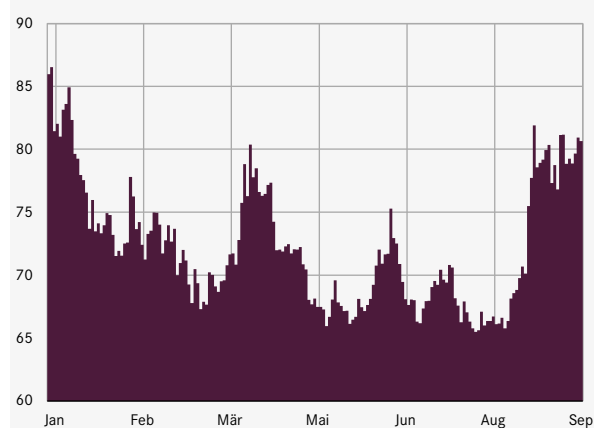
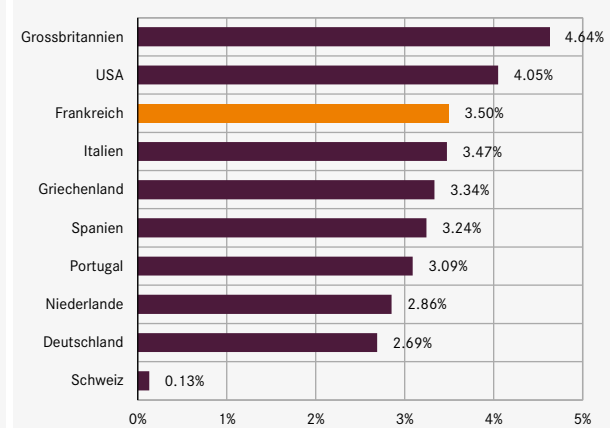


Abbildung 8: Verfallrendite ausgewählter Staatsobligationen 10Y
Quelle: Bloomberg



AKTIENMÄRKTE

Die Dominanz der Tech-Giganten breitet sich ungebremst aus: *Nvidia*, *Microsoft*, *Apple*, *Alphabet*, *Amazon* und *Meta* umfassen inzwischen mehr als 30 Prozent des breitgefassten S&P 500-Index – mehr als das Dreifache ihres Anteils vor zehn Jahren. Allein Nvidia, Microsoft und Meta steuerten beinahe die Hälfte zum diesjährigen Anstieg des Index bei. Der Glaube an das schier unbegrenzte Potenzial der künstlichen Intelligenz und der entsprechend benötigten Infrastruktur treibt den Sektor. Seit der Lancierung von ChatGPT im Jahr 2022 hat sich der technologielastige Index *Nasdaq* beinahe verdoppelt. Die Wachstumsraten sind unweigerlich beeindruckend: Nvidia verzeichnete in den letzten zehn Jahren durchschnittliche, jährliche Umsatzsteigerungen von über 40 Prozent, beim Gewinn sogar von über 50 Prozent. Mittlerweile fürchten einige Investoren, dass die unaufhaltsame Rally auf einem zunehmend wackligen Fundament steht: Die Hürden sind mit steigenden Wachstumsprognosen schwieriger zu nehmen.

Die Risikoprämien signalisieren am US-Aktienmarkt eine Überbewertung (Abbildung 9): Aufgrund der stark gestiegenen Aktienbewertungen sind die Gewinnrenditen – definiert als Kehrwert der aktuellen Kurs-Gewinnverhältnisse – nun tiefer als den entsprechenden risikolosen Zinssatz (Rendite zehnjähriger US-Staatsobligationen). Die Investoren werden somit für das Eingehen der gegenüber festverzinslichen Anlagen höheren Aktienrisiken nicht mehr entschädigt. Während die Aktienanleger über die letzten zwanzig Jahre mit einer durchschnittlichen, jährlichen Risikoprämie in der Höhe von 2.6 Prozent profitieren konnten (Abbildung 10), beläuft sich die aktuelle „Entschädigung“ auf -0.42 Prozent. Eine Umkehr kann nur über tiefere Kapitalmarktrenditen oder günstigere Aktienbewertungen (höhere Unternehmensgewinne oder tiefere Aktienkurse) erzielt werden.

Sorgen bereiten uns ebenfalls die durch die US-Zölle verursachten Verwerfungen: So befürchtet z.B. der amerikanische Baumaschinen-Spezialist *Caterpillar* – bekannt durch seine gelben Bagger – für das laufende Jahr deutlich höhere Belastungen und rechnet mit Kosten bis zu USD 1.8 Milliarden. Analog zur Automobilindustrie ist Caterpillar auf Stahlimporte angewiesen, auf welchen US-Präsident Trump sektorale Zölle von 50 Prozent verhängt hat. Ein ähnliches Schicksal könnte den Pharmaunternehmen widerfahren: Dieser Branche hat der US-Präsident mit weltweiten Zöllen von bis zu 250 Prozent gedroht. Mit diesem Druckversuch zielt die US-Regierung auf eine Verlagerung der Medikamentenpro-

Abbildung 9: Gewinnrendite S&P 500 vs. Verfallrendite US Treasury 10Y
Quelle: Bloomberg

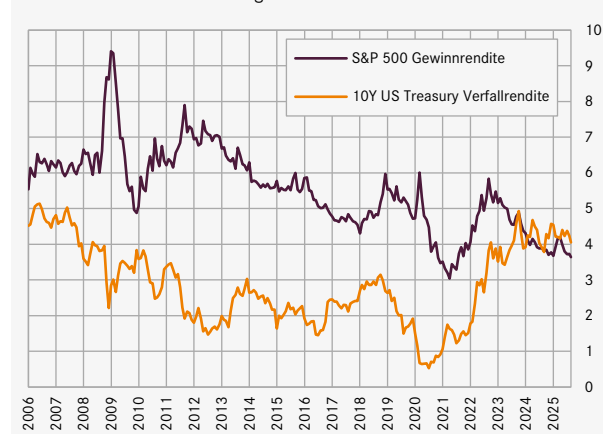
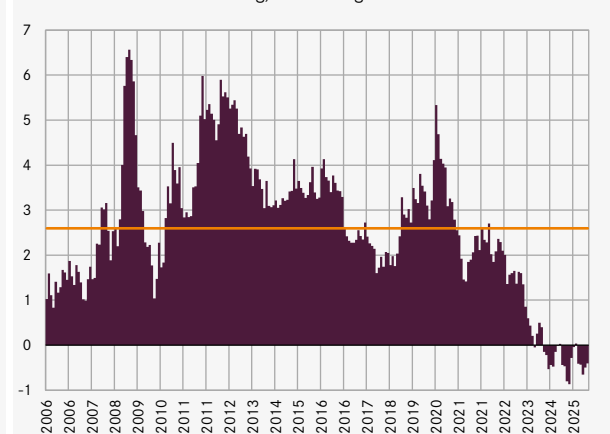


Abbildung 10: Risikoprämie US Aktienmarkt
Quelle: Bloomberg, Berechnungen KW&P



duktion in die USA. Bereits Ende September könnte ein Basissatz in Kraft treten. Für die Schweiz, die aktuell von einer Ausnahmeregelung profitiert und Pharmagüter – im Gegensatz zur Europäischen Union, wo die vereinbarten Zölle für sämtliche Sektoren gelten – (noch) zollfrei in die USA exportieren kann, wäre eine derartige Massnahme einschneidend. Betroffen wären primär kleinere Hersteller und Zulieferer, da diese über keine unmittelbaren Möglichkeiten verfügen, ihre Produktion in die USA zu verlagern. Zudem mahnen viele Experten, dass die Produktion in den USA strukturell höhere Kosten aufweist: Es gibt zu wenig Spezialisten, und erfahrene Leute sind in der Pharmaindustrie teuer.

Die Consensus-Schätzungen an den europäischen Aktienbörsen antizipieren bescheidenere Unternehmensergebnisse: So zeigt der „Citi Earnings Revision Index“, ein vorauslaufender Indikator, der gleichzeitig als Stimmungsbild für den Aktienmarkt dient, dass die Finanzanalysten in den letzten Monaten ihre Gewinnprognosen pro Aktie mehr ab- als aufwärts revidiert haben (Abbildung 11). Das politische Umfeld – allen voran in Frankreich und Deutschland – sowie das angespannte Verhältnis zwischen Europa und den USA haben mit Sicherheit zu mehr Pessimismus beigetragen.

Für die nächsten Monate sind wir nur verhalten optimistisch und schliessen Rückschläge an den Aktienbörsen nicht aus: Auf globaler Ebene dürften die durch die US-Zölle an den Handelsmärkten ausgelösten Verwerfungen zu einer Verlangsamung der Konjunkturentwicklung führen. Aus diesem Grund sind wir in der Anlageklasse „Aktien“ taktisch stark untergewichtet (Abbildung 12). Wir bevorzugen Sektoren mit attraktiven Dividendenrenditen, hohen Gewinnmargen und einem tiefen Exposure zu US-Exporten. Wir fokussieren uns aus diesem Grund auf die Branchen *Versicherungen*, *Telekommunikation*, *nicht zyklischen Konsum* und *Versorger*. Im *Gesundheitssektor* erwägen wir, angesichts der drohenden Strafzölle, eine leichte taktische Reduktion. Zurückhaltend sind wir bei *Industrieunternehmen*. Diese Firmen verfügen im Quervergleich über tiefere Margen: Eine partielle Übernahme der US-Strafzölle könnte deren Wachstum – aufgrund eines potenziellen Aufschubs von geplanten Investitionen – signifikant beeinträchtigen. Eine Übergewichtung haben wir derzeit im *Technologiebereich*, wobei wir ein besonderes Augenmerk auf die zugrunde liegenden Bewertungen richten.

Abbildung 11: Citi Earnings Revision Index
Quelle: Bloomberg

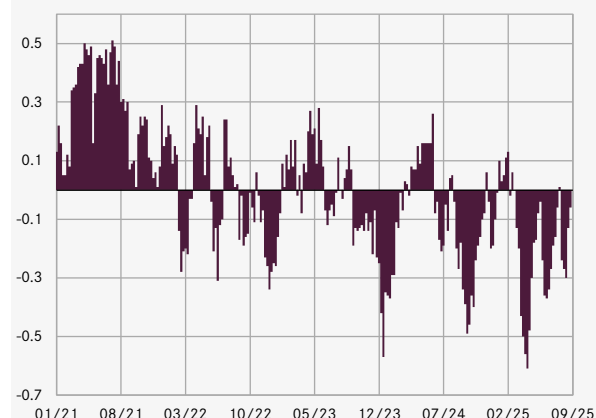
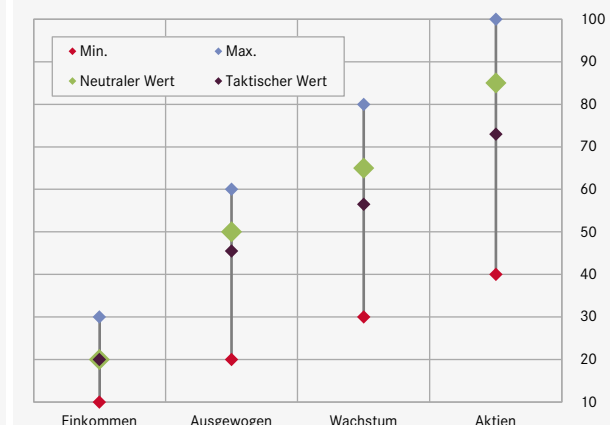


Abbildung 12: Taktische Aktien-Allokation Kaufmann, Wunderlin & Partner
Quelle: KW&P



WÄHRUNGS- UND ROHSTOFFMÄRKTE

Der US-Dollar hat dieses Jahr eine der grössten Abwertungen verzeichnet. Ein Blick auf die Geschichte der letzten fünfzig Jahre zeigt, dass der diesjährige Wertzerfall gegenüber dem Schweizer Franken für die Periode Januar bis August nur fünfmal übertroffen wurde (Abbildung 13). US-Präsident Trump hat schon mehrfach betont, dass er einen schwachen US-Dollar will: „*Wir haben ein Währungsproblem. Der Dollar ist zu stark und eine enorme Belastung für Amerikas Unternehmen. Wir befinden uns in einer sehr schlechten Position*“. Sein erklärtes Ziel: Die Reindustrialisierung der USA und die Beseitigung der Handelsbilanzdefizite durch eine währungsbedingte Verbilligung der Exporte amerikanischer Produkte sowie den verteuerten Einkauf von ausländischen Gütern.

Die in diesem Jahr beobachtete Abwertung des US-Dollars ist angesichts des in den USA bestehenden, restriktiven geldpolitischen Kurses der US-Zentralbank erstaunlich: Im Gegensatz z.B. zur Eurozone bietet der US-Kapitalmarkt wesentlich attraktivere Obligationenrenditen. Wir werten den Währungszerfall als klares Zeichen für den Vertrauensverlust in die Wirtschafts- und Handelspolitik von US-Präsident Trump. Nichtsdestotrotz stellt die Abwertung des US-Dollars in einem längerfristigen Kontext nichts anderes als die Fortsetzung des seit Jahrzehnten verzeichneten Trends dar (Abbildung 14).

Gemessen an der von der OECD ermittelten Kaufkraftparität ist der US-Dollar gegenüber dem Schweizer Franken nach dem diesjährigen Kurssturz mittlerweile 18.3 Prozent unterbewertet. Analysen der OECD zufolge müsste der „gleichgewichtige“ Wechselkurs bei USD/CHF 0.97 notieren (aktuell USD/CHF 0.79). Kaufkraftparitäten sind (theoretische) Wechselkurse, die darauf abzielen, die Kaufkraft von zwei unterschiedlichen Währungen zu vereinheitlichen, indem die zwischen zwei Ländern bestehenden Preisunterschiede beseitigt werden. Hierbei dient ein Warenkorb von Gütern und Dienstleistungen als Berechnungsbasis. Der berühmteste Indikator ist der sogenannte „Big-Mac-Index“ (lanziert von der Zeitschrift „*The Economist*“ im Jahr 1986), der die Preise des bekanntesten Burger von McDonald's in verschiedenen Ländern vergleicht. Kostet ein Big Mac in der Schweiz mehr als in den USA, so könnte dies darauf hindeuten, dass der Schweizer Franken gegenüber dem US-Dollar überbewertet ist. Aktuell signalisiert die Big-Mac-Parität eine Überbewertung des Schweizer Franken in der Höhe von sogar 49.6 Prozent.

Abbildung 13: Abwertung US-Dollar – Periode Januar-August seit 1972
Quelle: Bloomberg, Berechnungen KW&P

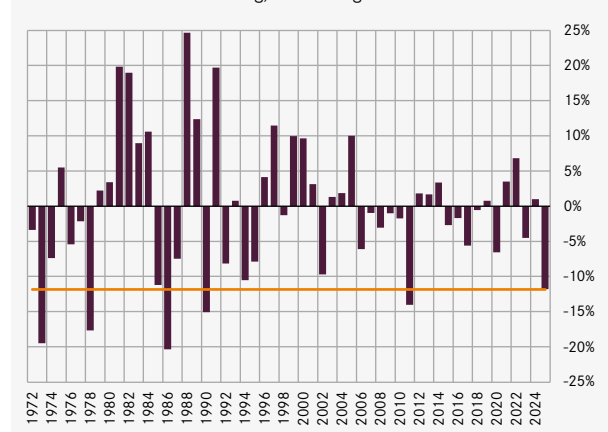
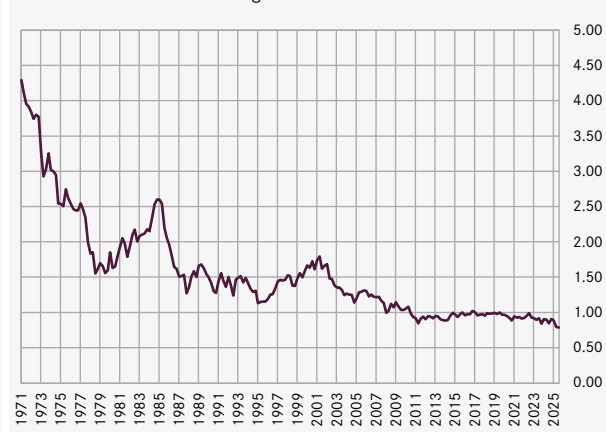


Abbildung 14: USD/CHF-Wechselkurs seit 1971
Quelle: Bloomberg



Wir gehen davon aus, dass die Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone bzw. der Schweiz in den kommenden Monaten mehr oder weniger konstant bleiben wird. Eine weitere Lockerung des geldpolitischen Kurses halten wir sowohl diesseits als auch jenseits des Atlantiks für unwahrscheinlich. Unseren Analysen entsprechend dürften sich die Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar in den kommenden Monaten – sofern die US-Regierung das Vertrauen der Investoren nicht weiter strapaziert – stabilisieren.

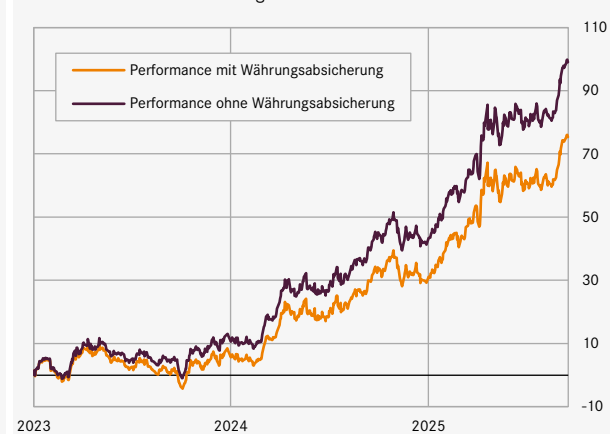
Der Aufwärtstrend von Gold ist ungebrochen stark (Abbildung 15). Die jüngsten Spekulationen über potenzielle Leitzinssenkungen durch die US-Zentralbank haben dem gelben Metall neue Kraft verliehen. Da Gold keine Zinsen abwirft, profitiert es von sinkenden Geld- und Kapitalmarktrenditen. Zusätzlich hat die signifikante Abwertung der amerikanischen Währung positiv zur Kursentwicklung der Edelmetalle beigetragen, da diese stark negativ korreliert sind: Ein tieferer US-Dollar-Kurs führt zu höheren Kursen an den Edelmetallmärkten. Angesichts der weltweit herrschenden geopolitischen Unsicherheit und der signifikanten Käufe der Zentralbanken, haben die grossen Investmentbanken ihre Kursprognosen erhöht: So erwartet *Goldman Sachs* bis Ende Jahr eine Notierung von USD 3'700.00. In optimistischen Szenarien wird in der Branche sogar über Marken von USD 4'000.00 diskutiert.

Gold stellt seit Jahren für uns eine wichtige Anlageklasse dar – insbesondere als effizientes Diversifikationsinstrument zu den von den Geschäftsbanken verwahrten flüssigen Mitteln. Der Entscheid, mittels Währungsabsicherung keine Wechselkursrisiken einzugehen, hat sich im Rückblick als richtig und sinnvoll erwiesen (Abbildung 16). Der Beitrag zur aggregierten taktischen Leistung fällt signifikant aus. Aufgrund der aktuellen, globalen Verwerfungen und der damit an den Finanzmärkten steigenden Unsicherheit, halten wir unverändert an den bestehenden taktischen Quoten in der Höhe von fünf Prozent in allen Anlagestrategien fest. Gleichwohl erscheint uns das kurzfristige Kurspotenzial weitgehend ausgeschöpft. Wir erwarten somit für die Zukunft deutlich bescheidenere Performance-Beiträge.

Abbildung 15: Gold (USD/Unze)
Quelle: Bloomberg



Abbildung 16: Gold – Performance mit und ohne Währungsabsicherung
Quelle: Bloomberg



FOKUS UND EMPFEHLUNGEN

MAKROÖKONOMISCHES UMFELD

- In den USA gehen wir für die nächsten Monate von einem Teuerungsschub aus. Die höheren Importpreise werden graduell auf die Konsumenten abgewälzt. Gleichzeitig wird das Umfeld für Unternehmensinvestitionen aufgrund der Unberechenbarkeit der US-Regierung zunehmend unattraktiv.
- In der europäischen Währungsunion – allen voran in Deutschland – lässt die lang ersehnte Wachstumsbeschleunigung auf sich warten. Die Ökonomen erwarten für das laufende Jahr eine Expansion in der Höhe von 0.2 Prozent. Wir gehen für 2026 von einer nur verhaltenen Erholung aus.
- In der Schweiz führt der von den USA verhängte Zollhammer zu einer deutlichen Verschlechterung der Wachstumserwartungen. Sollten die Zölle unverändert noch mehrere Quartale in Kraft bleiben, so drohen massive Arbeitsplatzverluste. Die Eintrittswahrscheinlichkeit einer Rezession steigt.

AKTIENMÄRKTE

- Die Dominanz der Tech-Werte in den USA steigt. Das Potenzial der künstlichen Intelligenz scheint keine Grenzen zu kennen. Die unaufhaltsame Rally steht zunehmend auf einem wackligen Fundament. Gemessen an den Risikoprämien ist der US-Aktienmarkt deutlich überbewertet.
- Für die europäischen Aktienmärkte haben die Analysten ihre Gewinnprognosen gesenkt. Das politische Umfeld sowie das angespannte Verhältnis zwischen Europa und den USA trägt zu diesem Pessimismus bei.
- Wir schliessen in den kommenden Monaten Rückschläge an den Aktienbörsen nicht aus. Aus diesem Grund sind wir im Aktienbereich stark untergewichtet. Wir setzen auf Sektoren mit einem tiefen US-Exposure und einer attraktiven Dividendenrendite (Versicherungen, Telekommunikation, Versorger).

ZINSMÄRKTE

- In den USA scheint der Zinssenkungsspielraum für die US-Zentralbank – angesichts der bereits steigenden Inflationsrate – limitiert. Für die mittleren und langen Laufzeiten erwarten wir in den kommenden Monaten keine nennenswerten Renditeverschiebungen.
- Die Europäische Zentralbank hält den Inflationsdruck für begrenzt. Die Marktteilnehmer rechnen aus diesem Grund – nach acht erfolgten Zinssenkungen – nicht mit einer weiteren geldpolitischen Lockerung. Angesichts der angespannten Finanzen in Frankreich haben sich die Risikoprämien ausgeweitet. Wir schliessen Kapitalmarktinterventionen der Europäischen Zentralbank nicht aus.
- Die Schweizerische Nationalbank sieht hohe Hürden für die erneute Einführung von Negativzinsen. Nichtsdestotrotz schliesst sie einen solchen Schritt nicht aus. Wir sehen hier eine steigende Wahrscheinlichkeit.

ROHSTOFF- UND WÄHRUNGSMÄRKTE

- Der US-Dollar hat in diesem Jahr eine der stärksten Abwertungen der letzten fünfzig Jahre verzeichnet. Wir führen diese Entwicklung primär auf den Vertrauensverlust in die Wirtschafts- und Handelspolitik von US-Präsident Trump zurück. Nichtsdestotrotz erwarten wir in den kommenden Monaten eine Stabilisierung des Wechselkurses.
- Der Aufwärtstrend von Gold ist dagegen ungebrochen stark. Angesichts der weltweit steigenden, geopolitischen Unsicherheit und der getätigten Käufe der Zentralbanken erhöhen die grossen Investment-Banken ihre Kursprognosen laufend. In unseren Anlagestrategien ist Gold – währungsabgesichert – seit Jahren vertreten. Der Performance-Beitrag ist signifikant. Das Kurspotenzial scheint uns jedoch kurzfristig weitgehend ausgeschöpft.

BÖRSEN

	Aktueller Kurs	Performance 2025		Hoch / Tief 52 Wochen			
		in Lokalwährung	in CHF	Hoch	% vom Hoch	Tief	% vom Tief
Währungen							
USD / CHF	0.7970		-12.21%	0.9201	-13.38%	0.7829	1.80%
EUR / CHF	0.9350		-0.49%	0.9662	-3.24%	0.9206	1.56%
GBP / CHF	1.0730		-5.58%	1.1503	-6.72%	1.0612	1.11%
Indices Obligationen							
CHF SBI AAA-BBB 3-5Y TR	132.43	1.03%	1.03%	132.84	-0.31%	128.50	3.06%
Barclays USD Aggregate TR Index	2 324.65	6.20%	-6.77%	2 335.19	-0.45%	2 164.71	7.39%
Barclays EUR Aggregate TR Index	245.65	0.77%	0.28%	247.02	-0.55%	239.32	2.64%
Barclays GBP Aggregate TR Index	243.28	2.04%	-3.65%	246.38	-1.26%	233.55	4.17%
Indices Aktien Europa							
SMI	12 109.67	4.39%	4.39%	13 199.05	-8.25%	10 699.66	13.18%
SMIM	2 821.53	7.74%	7.74%	2 917.99	-3.31%	2 303.67	22.48%
DJ EuroStoxx 50	5 458.42	11.49%	10.95%	5 568.19	-1.97%	4 540.22	20.22%
CAC 40	7 853.59	6.41%	5.89%	8 257.88	-4.90%	6 763.76	16.11%
DAX	23 639.41	18.74%	18.16%	24 639.10	-4.06%	18 489.91	27.85%
FTSE 100 Index	9 216.67	12.77%	6.48%	9 357.51	-1.51%	7 544.83	22.16%
FTSE MIB Index	42 312.28	23.77%	23.17%	43 564.12	-2.87%	31 945.73	32.45%
Indices Aktien USA							
Dow Jones	46 315.27	8.86%	-4.42%	46 396.47	-0.18%	36 611.78	26.50%
S&P 500	6 664.36	13.31%	-0.52%	6 671.82	-0.11%	4 835.04	37.83%
Nasdaq Composite	22 631.48	17.20%	2.89%	22 645.11	-0.06%	14 784.03	53.08%
Indices Aktien Asien							
Hang Seng Index	26 280.72	31.01%	15.06%	27 058.03	-2.87%	18 212.58	44.30%
Nikkei 225	45 621.17	14.35%	6.56%	45 852.75	-0.51%	30 792.74	48.16%
Indices Aktien Schwellenländer		in USD					
MSCI Emerging Markets	1 340.91	24.68%	9.46%	1 351.34	-0.77%	982.57	36.47%
MSCI India	1 049.49	2.48%	-10.03%	1 164.24	-9.86%	906.97	15.71%
MSCI China	87 .57	35.79%	19.22%	89.11	-1.73%	57.56	52.15%
Diverses							
Gold oz (USD)	3 629.61	40.70%	23.53%	3 707.57	-0.41%	2 356.92	31.30%
BRENT CRUDE (USD)	67.12	-6.87%	-18.24%	76.90	-12.72%	57.81	16.10%

DISCLAIMER

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken und ist nicht auf die Herbeiführung eines Vertragsabschlusses gerichtet, sondern enthält lediglich Anlagekommentare der Kaufmann, Wunderlin & Partner AG sowie eine Einschätzung zu ausgewählten Finanzinstrumenten und/oder Finanzdienstleistungen und gilt daher als Werbung im Sinne von Art. 68 FIDLEG und Art. 95 FIDLEV. Somit stellt diese Publikation kein Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen Produkten seitens oder im Auftrag der Kaufmann, Wunderlin und Partner AG dar.

Die in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen, trotzdem lehnt die Kaufmann, Wunderlin und Partner AG jede vertragliche, ausdrückliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Angaben ab. Die Gültigkeit der darin enthaltenen Empfehlungen ist auf den Zeitpunkt der Erstellung beschränkt und kann je nach Marktentwicklung rasch an Aktualität verlieren. Sämtliche Preis- und Kursangaben können jederzeit infolge Marktschwankungen und ungenügender Marktliquidität zu Ihren Ungunsten ändern. Zudem sind die Informationen in dieser Publikation in keiner Weise als Zusicherung einer zukünftigen Performance zu verstehen.

Im Weiteren übernimmt die Kaufmann, Wunderlin & Partner AG keinerlei Haftung für den Inhalt dieser Publikation und haftet insbesondere nicht für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, einschliesslich direkte, indirekte oder Folgeschäden, die aufgrund von in diesem Dokument enthaltenen Informationen und/oder infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken entstehen können.

Eine Anlage in die in diesen Publikationen beschriebenen Fonds sollte erst nach vorheriger, sorgfältiger Durchsicht und Prüfung des aktuellsten Verkaufsprospektes, des Fondsreglements sowie der darin enthaltenen rechtlichen Informationen erfolgen.

Alternative Anlagen, derivative oder strukturierte Produkte sind komplexe Anlageinstrumente, die typischerweise ein hohes Risiko aufweisen und nur für den Verkauf an Anleger bestimmt sind, die das damit verbundene Risiko verstehen und akzeptieren.

Investitionen in Schwellenländer sind besonders spekulativ und beträchtlich volatiler als Investitionen in herkömmliche Märkte. Darüber hinaus sind Anlagen in Fremdwährungen Wechselkursschwankungen ausgesetzt.

Gestützt auf seine unabhängige Beurteilung (und allenfalls aufgrund solcher von professionellen Fachpersonen) sollte der Anleger vor Abschluss einer Transaktion einerseits sich über die Vereinbarkeit einer solchen Transaktion mit seinen Verhältnissen im Klaren sein und andererseits die besonderen finanziellen Risiken sowie die juristischen, regulatorischen, kreditmässigen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen der Transaktion in Erwägung ziehen.

Das vorliegende Dokument darf ohne die schriftliche Genehmigung der Kaufmann, Wunderlin und Partner AG weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.

Impressum

Herausgeber

Kaufmann, Wunderlin und Partner AG

Redaktionsschluss

22. September 2025

Publikationsdatum

24. September 2025

