

Letter from The CIO

SEPTEMBER 2025

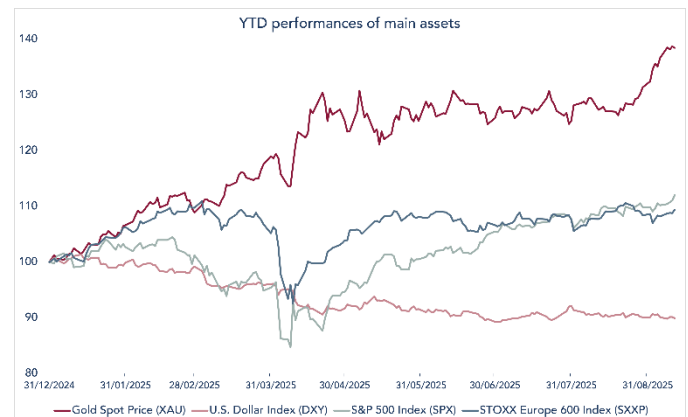
Weltweite Reflation unter Vorbehalt?

- **Die Aktienmärkte erholen sich**, gestützt durch starke Unternehmensgewinne und nachlassende Handelskonflikte.
- **In den USA besteht weiterhin ein Kontrast zwischen robusten Wirtschaftsdaten und Stimmungsumfragen**, wobei die Beschäftigungszahlen zuversichtlich stimmen.
- **Vorsicht bleibt bei risikobehafteten Anlagen geboten**, da die US-Staatsverschuldung zunehmende Spannungen verursacht.

Nach einer raschen Korrektur Anfang April, ausgelöst durch die Die Aktienmärkte hielten im August ihre positive Dynamik aufrecht, getragen von ermutigenden Konjunkturdaten und einer weitgehend moderaten Inflation – trotz wachsender Risiken infolge neuer US-Handelsbeschränkungen. Der US-Arbeitsmarkt bleibt jedoch ein zentrales Problemfeld, da sich in den vergangenen Wochen eine deutliche Abschwächung gezeigt hat. Die Berichtssaison unterstreicht dagegen die Widerstandskraft der Wirtschaft: Rund 80 % der S&P-500-Unternehmen übertrafen die – wenn auch vorsichtigen – Erwartungen der Analysten. Ein Wendepunkt war das Treffen in Jackson Hole: Jerome Powell schlug einen offeneren Ton an und räumte ein, dass die beobachtete Abkühlung am Arbeitsmarkt und beim Wachstum eine geldpolitische Lockerung rechtfertigen könnte. Entsprechend preisen die Märkte mit hoher Wahrscheinlichkeit bereits eine Zinssenkung der Fed um 25 Basispunkte im September ein.

In diesem günstigen Umfeld setzten die Aktienmärkte ihre Aufwärtsbewegung fort: Der S&P 500 legte um 2,03 % zu, unterstützt von „Value“-Titeln. Besonders positiv entwickelten sich die Sektoren Rohstoffe und Gesundheitswesen, während Industrie- und Technologiewerte leicht nachgaben. Defensive Strategien standen im Fokus: Der MSCI USA Defensive stieg um 3,5 %, gegenüber +0,7 % beim MSCI USA Cyclical. Small- und Mid-Caps erholten sich kräftig, der Russell 2000 gewann 7 %.

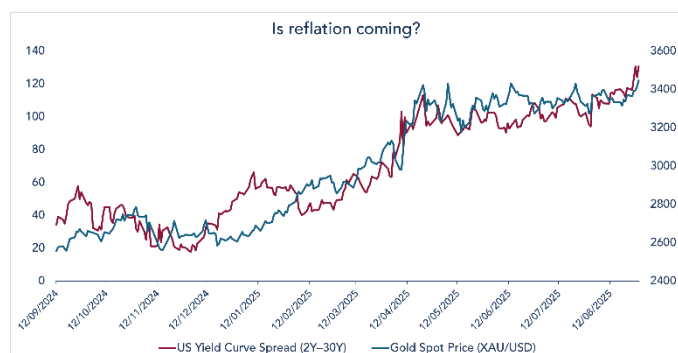
In Europa war die Entwicklung heterogener: Der EuroStoxx 600 stieg um +0,9 %, während Deutschland (-0,7 %) und Frankreich (-0,8 %) schwächer abschnitten und das Vereinigte Königreich mit +1,2 % (FTSE 100) überdurchschnittlich performte. Die Sektorrotation spielte dem „Value“-Stil in die Karten (MSCI Europe Value +2,04 % gegenüber Growth +0,3 %). Die Schweiz ragte mit einem SMI-Anstieg um +2,9 % heraus, angeführt von Logitech (+8,5 %) und Novartis (+7,4 %), trotz Rückschlägen bei Alcon (-11,3 %) und Geberit (-3 %). Auch Schwellenländer profitierten von der positiven Stimmung und einem schwächeren US-Dollar: Der Shanghai Composite Index stieg um +8,1 %, der Bovespa um +6,3 %.



Quelle: Bloomberg / Banque Heritage

Am Anleihenmarkt zeigte sich ein gemischtes Bild. In den USA sank die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen von 4,38 % auf 4,23 %, begünstigt durch Anzeichen einer Konjunkturabkühlung und die Erwartung geldpolitischer Lockerungen. Der Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index gewann 1,2 %. In Europa blieben die deutschen Renditen weitgehend stabil, während die französischen Zinsen auf 3,49 % anzogen. Dies spiegelte die politische Unsicherheit wider und rückte das französische Länderrisiko näher an das Italien heran.

Bei Rohstoffen legte Gold um 4,8 % auf 3.448 USD je Unze zu, gestützt durch Zinssenkungserwartungen und eine anhaltend hohe Nachfrage von Anlegern und Zentralbanken. Die Energiepreise entwickelten sich dagegen rückläufig: Brent fiel um 5,9 % auf 67,44 USD, WTI um 7,4 % auf 64,15 USD, bedingt durch höhere Angebotserwartungen und schwächere Nachfrage. Am Devisenmarkt verlor der US-Dollar gegenüber den wichtigsten Währungen, da Anleger bereits mögliche Zinssenkungen einpreisten. Besonders deutlich war die Schwäche gegenüber dem Yen (-2,45 %) und dem Euro (-2,3 %).



Quelle: Bloomberg / Banque Heritage

Die jüngsten Makrodaten zeigen sich insgesamt ermutigend und deuten auf eine erste Erholung der globalen Wirtschaft hin – mit Ausnahme der USA. In Asien scheint sich die Lage in China zu stabilisieren: Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe liegt bei rund 50 Punkten (49,4 im August 2025), unterstützt durch gezielte fiskalische und monetäre Stimuli sowie eine Erholung in Schlüsselindustrien wie Elektronik und Halbleiter. Andere Volkswirtschaften der Region, etwa Vietnam und Thailand, befinden sich weiter im Aufschwung und profitieren von stärkerem Binnenkonsum und steigenden Exporten. Die ASEAN-Region dürfte 2025 ein Wachstum von 4–5 % erreichen – Ausdruck struktureller Widerstandsfähigkeit und politischer Unterstützung.

In Europa, das seit Beginn des Krieges in der Ukraine mit Widrigkeiten zu kämpfen hat, zeichnen sich erste Anzeichen einer Erholung ab. Der letzte Wert des HCOB-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe in der Eurozone erreichte im August 50,7 Punkte und signalisierte damit zum ersten Mal seit Juni 2022 eine Zunahme, während der Gesamt-Einkaufsmanagerindex bei 51,1 Punkten liegt. Die Inflation hält sich weitgehend in Grenzen, die Kerninflationsrate liegt mit 2,3 % leicht über dem Ziel der Europäischen Zentralbank, was darauf schließen lässt, dass der Preisdruck kontrollierbar ist. Zum jetzigen Zeitpunkt scheint es wahrscheinlich, dass der aktuelle Lockerungszyklus der Geldpolitik für 2025 effektiv abgeschlossen sein wird, und die EZB wird sich darauf konzentrieren, die Preisstabilität zu wahren und gleichzeitig eine allmähliche und nachhaltige Erholung zu unterstützen.

Die US-Wirtschaft sieht sich weiterhin einer restriktiven Geldpolitik ausgesetzt und zeigt erste Anzeichen von Schwäche. Obwohl das BIP im zweiten Quartal mit +3,3 % positiv überraschte, sollte diese Zahl mit Vorsicht interpretiert werden: Die massiven Lageraufstockungen der Unternehmen im ersten Quartal in Erwartung neuer Einfuhrzölle haben das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte künstlich angekurbelt. Daher werden die Daten für das dritte Quartal ein genaueres Bild der zugrunde liegenden wirtschaftlichen Dynamik liefern. Derzeit deuten

einige Frühindikatoren, wie das GDP Now-Modell der Fed von Atlanta, auf ein Wachstum von rund +3,0 % hin, was positiv überraschen und darauf hindeuten könnte, dass die US-Wirtschaft trotz des eingeschränkten geldpolitischen Umfelds eine gewisse Widerstandsfähigkeit bewahrt. Auf dem Arbeitsmarkt werden hingegen zunehmend Risse sichtbar. Im August 2025 wurden nur 22.000 neue Arbeitsplätze geschaffen, was deutlich unter den Erwartungen lag. Die Daten für Juni wurden revidiert und zeigen nun einen Abbau von 13.000 Arbeitsplätzen – den ersten Rückgang seit Dezember 2020. Gleichzeitig stieg die Arbeitslosenquote auf 4,3 %, den höchsten Stand seit 2021, was darauf hindeutet, dass sich der Arbeitsmarkt abzuschwächen beginnt. Diese Signale lassen darauf schließen, dass die Wirtschaft weiterhin beständig ist, sich die Schaffung von Arbeitsplätzen jedoch verlangsamt, was sich negativ auf den Konsum und die wirtschaftliche Entwicklung insgesamt auswirken könnte, sollte sich dieser Trend fortsetzen. Dennoch bleiben die Fundamentaldaten der Unternehmen solide. Die Berichtssaison verlief robust: Fast 80 % der S&P-500-Unternehmen übertrafen die Erwartungen der Analysten, was die anhaltende Stärke der Unternehmensgewinne und -bilanzen widerspiegelt. Die Inflation wird weiterhin genau beobachtet: Trotz eines leichten Anstiegs im August stieg der Verbraucherpreisindex (Core PCE) auf 2,9 % und blieb damit weitgehend stabil, wenn auch weiterhin leicht über dem Zielwert der Federal Reserve. Jerome Powell hat angedeutet, dass die lang erwartete Kehrtwende in der Geldpolitik bereits im September erfolgen könnte, wobei der Markt derzeit eine Zinssenkung um 25 Basispunkte erwartet. Bis zum Jahresende könnten noch ein oder zwei weitere Reduktionen folgen, wobei alle Schritte weiterhin von den Konjunkturdaten abhängig sein werden. Powell betonte, dass jeder Lockerungsschritt vorsichtig erfolgen werde, um ein ausgewogenes Verhältnis zwischen der Abschwächung der Risiken für den Arbeitsmarkt und der Kontrolle der Inflation zu erreichen, was eine Fed widerspiegelt, die sowohl auf Wachstum als auch auf Finanzstabilität achtet.

Unser Hauptszenario geht aktuell von einer leichten Erholung des globalen Wachstums in den nächsten Monaten aus, begleitet von einem allmählichen Eintritt in eine reflationäre Phase. Diese Tendenz könnte durch mehrere Faktoren unterstützt werden: die fortgeschrittene Phase des Wirtschaftszyklus in den Schwellenländern (China, ASEAN), eine vorsichtige Erholung in Europa, expansive Fiskalpolitik, die die Nachfrage ankurbeln könnte, und die Auswirkungen der US-Handelsbarrieren.

In einem solchen Szenario könnten die Finanzmärkte weiterhin von dieser Dynamik profitieren. Allerdings ist Vorsicht geboten: Eine schneller als erwartete Konjunkturabschwächung oder eine Verschlechterung der Lage am Arbeitsmarkt könnten Risikoanlagen belasten. Weitere Faktoren, wie politische Einmischung des Weissen Hauses in die Geldpolitik der Fed oder eine deutliche Ausweitung des Haushaltsdefizits, könnten die Aktienmärkte schnell auf den Boden der Tatsachen zurückholen.