

Vontobel

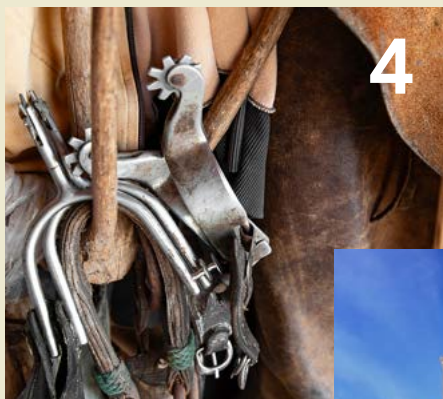
Investors' Outlook

Zuckerbrot und Peitsche



September 2025

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Mehr Rückenwind als Gegenwind?

6 Markt-Highlights

Wenn politischer Druck auf Geldpolitik trifft

14 Anlageklassen im Fokus

18 Prognosen

21 Referenzen

Glossar und Quellen

Impressum

Herausgeber

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion

Corinne Gretler,
Senior Investment Writer,
Vontobel
Investment Content Team,
Vontobel

Autoren*

Stefan Eppenberger,
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Michaela Huber,
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Dan Scott,
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe 2. Oktober 2025)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

3. September 2025

Bemerkungen

Siehe «Rechtliche Hinweise» auf Seite 19

Zuckerbrot und Peitsche



—
Dan Scott
 Head Multi Asset,
 Chief Investment Officer,
 Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Als der Juli in den August übergang, sahen sich die Märkte mit Zuckerbrot und Peitsche konfrontiert: Jede Schlagzeile versprach entweder eine Belohnung oder versetzte einen Schlag. Zölle und geopolitische Machtdemonstrationen stellten die Märkte auf die Probe, während starke Unternehmensgewinne und Hoffnungen auf Zinssenkungen den Optimismus nährten.

Die Anleger fanden derweil ihr eigenes Zuckerbrot und schüttelten die handelspolitischen Turbulenzen ab – die Stimmung drehte klar in Richtung Risikobereitschaft. Begründet wurde dies mit der Erwartung baldiger Zinssenkungen durch die US-Notenbank Fed. Diese Hoffnungen wurden noch verstärkt, als Fed-Chef Jerome Powell am jährlichen Jackson-Hole-Symposium in Wyoming vorsichtig signalisierte, dass die erste Zinssenkung seit neun Monaten bereits im September erfolgen könnte. Die Währungshüter stehen unserer Meinung nach vor einer schwierigen Abwägung: die hartnäckige Inflation auf der einen Seite, die wachsenden Risiken für den Arbeitsmarkt auf der anderen – dazu kommt die Herausforderung, den richtigen Zeitpunkt für die Lockerung zu finden. Der Dot Plot¹ der Fed deutet zwar auf eine Senkung um insgesamt 50 Basispunkte bis Jahresende hin. Die Inflation macht es aus unserer Sicht jedoch nicht einfach, die Schleusen weit zu öffnen. Sie erschwert die Lage und schränkt den Handlungsspielraum ein.

Mit Inkrafttreten der reziproken Zölle erhöhte US-Präsident Donald Trump den Druck auf Indien. Wegen der russischen Ölimporte des Landes verdoppelte er die Einfuhrabgaben auf 50%. Den gleichen Zollsatz verhängte er gegenüber Brasilien unter Verweis auf das Verfahren gegen Ex-Präsident Jair Bolsonaro. Ein kleiner Lichtblick war die Verlängerung des US-China-Handelsfriedens bis November, die die Spannungen zwischen den beiden grössten Volkswirtschaften vorübergehend linderte. Dennoch bleibt die chinesische Wirtschaft auf einem Abwärtspfad, belastet durch einen schwächelnden

Immobilienmarkt und eine geringere Kreditnachfrage. Unseres Erachtens werden zusätzliche Konjunkturmassnahmen aus Peking in absehbarer Zeit wahrscheinlicher.

Starke Unternehmensgewinne trugen dazu bei, dass US-Aktien trotz Zöllen auf Rekordhöhen stiegen. Konsumenten zeigten sich resilient, weitere Impulse kamen von Staatsausgaben in Europa bis hin zu NATO-Budgets – und sogar die Aussicht auf eine Waffenruhe in der Ukraine wirkte wie ein kleines Zuckerbrot. Anfang August trafen sich Trump und Wladimir Putin in Alaska. Zwar brachten die Gespräche keinen Durchbruch, doch sie nährten Hoffnungen auf eine Abkühlung der Feindseligkeiten. Es scheint, als ob Anleger nach der Sommerpause bereit sind, ihr Geld wieder einzusetzen.

Dies führt bei manchen Anlegern zur Frage, ob die Märkte inzwischen zu optimistisch auf Aktien blicken. Wir denken: nicht unbedingt. Es scheint noch Kapital auf seinen Einsatz zu warten, das weitere Kursanstiege stützen könnte. Gleichzeitig halten wir Selektivität für entscheidend, sei es über nach Marktkapitalisierung gewichtete Indizes oder regionale Allokationen statt breit gestreuter Indexanlagen.

In diesem Investors' Outlook richten wir den Fokus auf ein Thema, das Anlegern zuletzt Sorgen bereitete: die Unabhängigkeit der Zentralbanken. Ausserdem erfahren Sie, was die US-Rindfleischpreise antreibt und wie wir die Aktienmärkte einschätzen.

Wir möchten unseren Kundinnen und Kunden helfen, nach dem Zuckerbrot zu greifen – und zugleich ihre Portfolios vor den Schlägen der Peitsche schützen.

→ Webcast

Um unseren Webcast zu den neuesten Marktentwicklungen zu sehen, klicken Sie bitte [hier](#).

¹ Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 21



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Mehr Rückenwind als Gegenwind?

Neue Zölle, durchwachsene Konjunkturdaten, personelle Veränderungen bei wichtigen US-Institutionen und anhaltende geopolitische Spannungen haben die Anleger im Sommer verunsichert. Die Aktienmärkte sind dennoch gestiegen. Wir sind der Ansicht, dass sich das Wirtschaftswachstum verbessern dürfte, unterstützt durch günstige geldpolitische Rahmenbedingungen und die Aussicht auf globale fiskalpolitische Impulse.

Frühere Zinssenkungen hallen noch in der Wirtschaft nach, und es ist durchaus möglich, dass die US-Notenbank Fed bereits im September ihre Lockerungspolitik wieder aufgreift. Was die Fiskalpolitik angeht, hat Deutschland bereits Massnahmen angekündigt, und China könnte noch dieses Jahr nachziehen. Und auch wenn die Zölle einige Preise in die Höhe treiben könnten, dürften die Auswirkungen bescheiden und zeitlich begrenzt sein, da der schwächere Konsum den Inflationsdruck ausgleicht.

Auch die US-Politik beeinflusst die Aussichten. Seit dem Liberation Day hat sich Präsident Donald Trump unserer Einschätzung nach stärker in Richtung einer wachstumsfreundlichen Haltung bewegt, die mit den bevorstehenden Midterm-Wahlen und sinkenden Zustimmungswerten² an Bedeutung gewinnen könnte.

Die Zinsentscheidungen der Fed werden von den Arbeitsmarktbedingungen abhängen, die schwer einzuschätzen sind. Die restriktive Einwanderungspolitik von Trump hat dazu geführt, dass die Zahl der ausländischen Arbeitskräfte stark zurückgegangen ist. Von März bis Juli fielen laut der National Foundation for American Policy 1,7 Millionen Menschen aus den Beschäftigungsstatistiken heraus³. Einwanderer haben in den letzten drei Jahrzehnten mehr als die Hälfte des Wachstums der US-Erwerbsbevölkerung ausgemacht. Hinzu kommt, dass seit der Einführung von ChatGPT und ähnlichen Tools die Zahl der Stellenangebote im IT-Bereich zurückgegangen ist, während die Arbeitslosigkeit unter Hochschulabsolventen zugenommen hat. Es könnte durchaus möglich sein, dass KI Arbeitsplätze verdrängt, die früher mit Berufseinsteigern besetzt wurden. Wir erwarten, dass die Fed die Zinsen wahrscheinlich wieder auf ein neutrales Niveau senken wird, also auf eines, welches das Wirtschaftswachstum weder stimuliert noch behindert.

Das Investment Committee der Multi Asset Boutique hat beschlossen, nach der Aufwertung europäischer Aktien im Juli keine Änderungen an seiner Asset Allocation vorzunehmen. Die Details finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET ⁴		NEUTRAL ⁵	ÜBERGEWICHTET ⁴		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität			→			Wir bleiben bei unserer neutralen Haltung gegenüber Liquidität, nachdem wir unsere Übergewichtung im Juli reduziert haben.
2 Anleihen		→				Wir sind weiterhin der Ansicht, dass Aktien attraktivere Renditen bieten als Anleihen, und bekräftigen daher unsere Untergewichtung in Anleihen. Da die US-Notenbank Fed ihre Geldpolitik normalisieren und zu einer neutralen Zinspolitik zurückkehren dürfte, erwarten wir, dass die Renditen gegenüber dem aktuellen Niveau leicht nachgeben – vermutlich stärker bei kurzlaufenden als bei langlaufenden Papieren. Diese Dynamik könnte die Erträge von Staatsanleihen trotz des insgesamt relativ attraktiven Renditeniveaus begrenzen. Wir bleiben in Investment-Grade-Unternehmensanleihen sowie in Hochzinsanleihen untergewichtet. Für Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern sind wir weiterhin neutral.
3 Aktien				→		Wir behalten eine leichte Übergewichtung in Aktien bei, gestützt durch unsere positiven Wachstumsaussichten vor dem Hintergrund einer akkommodierenden globalen Geld- und Fiskalpolitik. Dies spiegeln wir in Allokationen in Eurozonen-Aktien wider, die wir im Juli von neutral auf übergewichtet hochgestuft haben, sowie in Aktien aus Schwellenländern. In der Eurozone haben sich die Konjunkturaussichten dank verstärkter fiskalischer Impulse und Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank verbessert, während die politischen Entscheidungsträger beginnen, strukturelle Herausforderungen wie eine schwache Investitionstätigkeit und Innovationskraft anzugehen. Schwellenländer-Aktien profitieren von unserer negativen Einschätzung des US-Dollars, der verbesserten Stimmung gegenüber chinesischen Vermögenswerten sowie attraktiven Bewertungen.
4 Gold			→			Wir bleiben bei Gold neutral. Der Preis hat kürzlich ein Rekordhoch von 3500 USD pro Unze erreicht, gestützt durch die Hoffnungen der Anleger auf Zinssenkungen. Unsere neutrale Einschätzung hängt auch mit der nachlassenden Nachfrage seitens der Zentralbanken zusammen. Zwar stützt diese Nachfrage die Preise weiterhin, doch die Käufe gingen im zweiten Quartal auf 166 Tonnen zurück – nach 248 Tonnen im ersten Quartal (-33% gegenüber dem Vorquartal). In diesem Zusammenhang hat auch der World Gold Council seine Prognose für die Goldnachfrage der Zentralbanken im Jahr 2025 um 100 Tonnen gesenkt.
5 Rohstoffe			→			Sofern es nicht zu geopolitischen Eskalationen kommt, dürften die Ölpreise unter Druck bleiben. Die Organisation erdölexportierender Länder und ihre Verbündeten (OPEC+) kündigten kürzlich eine zusätzliche Produktionssteigerung von 547.000 Barrel pro Tag für September an, wodurch sich das seit April wiederhergestellte Gesamtangebot auf 2,5 Millionen Barrel erhöht. Dieses erhöhte Angebot dürfte die Nachfrage übertreffen: Die US-Fahrsaison endet im September, und die Nachfrage aus China ist in den kommenden Monaten unsicher. Auch Industriemetalle haben ihre Hausse unterbrochen, nachdem sich die Kupferzoll-Drohungen von Trump als weniger gravierend erwiesen haben als zunächst befürchtet. Wir halten an unserer neutralen Einschätzung für Rohstoffe fest.
6 Alternative Strategien			→			Wir bleiben bei unserer neutralen Einschätzung für alternative Fonds und Immobilien.

Hinweis: Stand der Einschätzungen ist August 2025. Änderungen vorbehalten.

Veränderung zum Vormonat: unverändert → erhöht ↗ verringert ↘

6 Markt-Highlights



Wenn politischer Druck auf Geldpolitik trifft

Man könnte dem Vorsitzenden der US-Notenbank Jerome Powell vieles vorwerfen – dass er die Inflation 2021 falsch eingeschätzt habe, dass er die Zinsen 2021 – 2022 nicht schnell genug angehoben habe oder dass er sie 2025 nicht rasch genug senkt –, doch Dünnhäutigkeit gehört sicher nicht dazu. Wegen seiner Zurückhaltung bei Zinssenkungen wurde Powell von US-Präsident Donald Trump als «sturer Idiot⁸» und als «durchschnittlich begabter Mensch» mit einem «für seine Aufgabe niedrigen IQ⁹» beschimpft. Angesichts von Trumps wiederholten Versuchen, das Zinsgremium der Fed zu beeinflussen – sei es durch Drohnungen, Gouverneure zu entlassen, oder durch deren tatsächliche Absetzung – ist es wohl an der Zeit, die (Un)abhängigkeit der Zentralbanken genauer zu beleuchten.



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Zentralbanken wurden in der einen oder anderen Form schon immer zumindest teilweise dazu gegründet, politischen Interessen zu dienen. Die älteste Zentralbank der Welt, die schwedische Riksbank (1668), wurde geschaffen, um der Regierung Kredite zu gewähren und als Clearingstelle für den Handel zu fungieren¹⁰. Bald folgten andere europäische Staaten diesem Beispiel und setzten Zentralbanken zur Umsetzung staatlicher Politik ein. Die Bank of England (BoE) beispielsweise wurde 1694 in erster Linie gegründet, um Englands Krieg gegen Frankreich zu finanzieren.

Zu Beginn des 20. Jahrhunderts entstand eine neue Welle von Zentralbanken, die sich auf Krisenprävention und Finanzstabilität konzentrierten. Zu diesen Zentralbanken der «zweiten Generation» zählte auch die US-Notenbank Federal Reserve (Fed). Vor ihrer Gründung waren die USA

wiederholt von Marktpaniken, Bankenstürmen und Bankenzusammenbrüchen betroffen. Die Panik von 1907¹¹ war besonders schwerwiegend: Die New Yorker Börse verlor nahezu 50% ihres Wertes gegenüber dem Höchststand des Vorjahres. Da es keine Zentralbank gab, die eingreifen konnte, traten wohlhabende Privatpersonen wie J. P. Morgan und John D. Rockefeller auf den Plan, um das Finanzsystem zu stabilisieren. Die Abhängigkeit von Privatbankiers zur Rettung des nationalen Finanzsystems veranlasste Präsident Woodrow Wilson 1913, den Federal Reserve Act zu unterzeichnen. Bereits ein Jahr später stand die neu geschaffene Fed vor ihrer ersten grossen Bewährungsprobe.

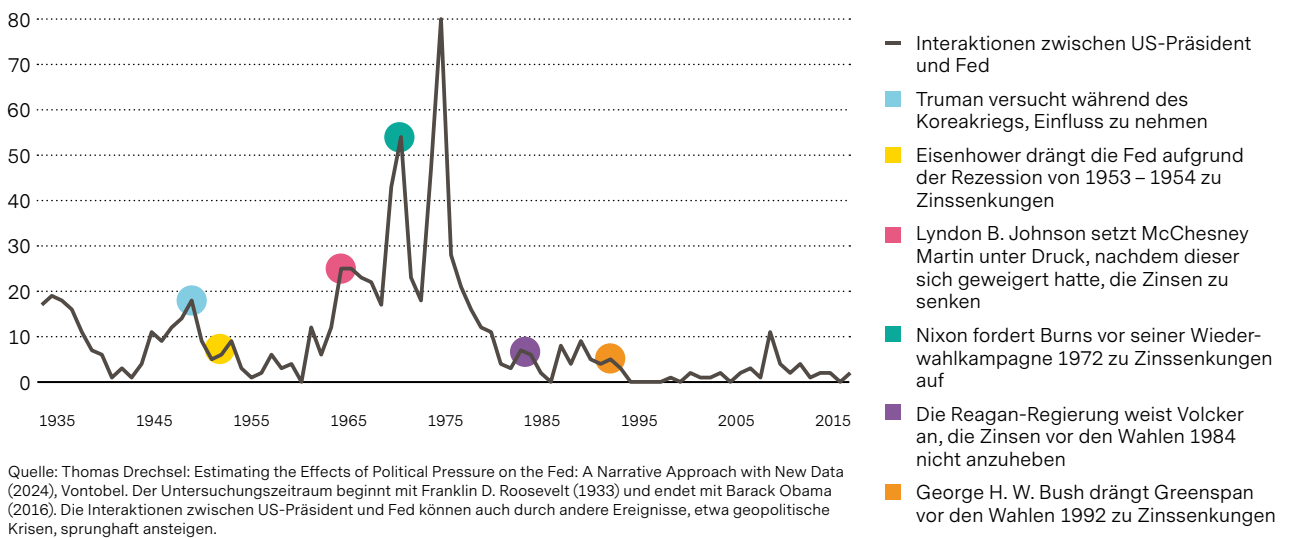
Während des Ersten Weltkriegs (1914 – 1918) spielte sie eine entscheidende Rolle bei der Stabilisierung der Wirtschaft und der Unterstützung der Kriegsanstrengungen. Sogenannte Liberty Bonds wurden an die Öffentlichkeit verkauft, um die Militärausgaben zu finanzieren, während steigende Staatsausgaben und eine erhöhte Güternachfrage den Preisdruck nach oben verstärkten. Die Fed versuchte, diesen Druck durch Einflussnahme auf Zinssätze und Kreditbedingungen zu steuern, wenngleich ihre Instrumente zu diesem Zeitpunkt noch begrenzt waren.

Der Erste Weltkrieg markierte einen entscheidenden Wendepunkt in der Geldpolitik. Viele Länder, darunter Grossbritannien, Deutschland und Frankreich, gaben den Goldstandard auf, um mehr Papiergeld zu drucken und höhere Ausgaben zu finanzieren. Die daraus resultierende Inflation veranschaulichte eindrücklich, welche Risiken entstehen, wenn Regierungen Zentralbanken anweisen, nach Belieben Geld zu schöpfen. In den Nachkriegsjahren rückte das Konzept der Nationalbankun-

8 Markt-Highlights

Grafik 1: Die Unabhängigkeit der Fed wurde immer wieder auf die Probe gestellt, besonders stark in den 1970ern

Jährliche Interaktionen



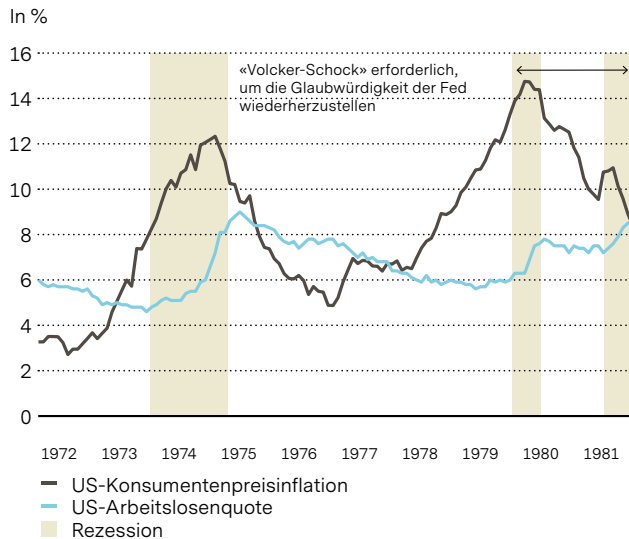
abhängigkeit verstärkt in den Fokus, d.h. die Notwendigkeit, dass Währungsbehörden Zinssätze und Geldpolitik ohne kurzfristige politische Einflussnahme festlegen. Trotz des zunehmenden Bewusstseins für die Bedeutung der Unabhängigkeit der Zentralbanken übten Regierungen in den 1930er-Jahren während der Wirtschaftskrise und im Zweiten Weltkrieg erneut stärkeren Einfluss auf die Zentralbanken aus – sei es, um Arbeitslosigkeit und Deflation während der Weltwirtschaftskrise zu bekämpfen oder um Kriegsausgaben zu finanzieren. Nach der Einführung des Bretton-Woods-Systems im Jahr 1944 übernahmen die Zentralbanken eine zentrale Rolle bei der Aufrechterhaltung fester Wechselkurse. Da sie die Währungsbindungen verteidigen mussten, blieb ihre Unabhängigkeit begrenzt.

In den folgenden Jahrzehnten nahm der politische Druck auf die Zentralbanken weiter zu, insbesondere in den USA (Grafik 1). 1951 versuchte Präsident Harry Truman, die Fed dazu zu zwingen, eine Obergrenze für die Renditen von Staatsanleihen einzuhalten, um so die US-Beteiligung am Koreakrieg zu finanzieren. 1965 kam es sogar zu Handgreiflichkeiten: Präsident Lyndon B. Johnson, der Geld in seine «Great Society»-Programme¹² und den Vietnamkrieg schüttete, bestellte den damaligen Fed-Vorsitzenden William McChesney Martin auf seine Ranch in Texas. Dort soll Johnson Martin gegen eine Wand gedrängt und geschrien haben: «Jungs sterben in Vietnam,

und Bill Martin interessiert das nicht¹³.» Johnsons Nachfolger Richard Nixon bevorzugte einen öffentlichkeitswirksameren (und sarkastischen) Ansatz. Bei der Vereidigungszeremonie von Arthur Burns im Jahr 1970 witzelte Nixon: «Ich respektiere seine Unabhängigkeit. Ich hoffe jedoch, dass er unabhängig zu dem Schluss kommt, dass man meinen Ansichten folgen sollte¹⁴.» Entschlossen, die Fed vor den Präsidentschaftswahlen 1972 zu Zinssenkungen zu bewegen, hielt Nixon mehrere Treffen mit Burns ab. Burns gab schliesslich nach und senkte die Zinsen, trotz der damit verbundenen Inflationsrisiken.

Die Intervention von 1972 führte zu dem, was viele als eines der schmerzhaftesten Kapitel in der Wirtschaftsgeschichte der USA betrachten: einem kurzen Boom vor den Wahlen, gefolgt von einem Jahrzehnt der Stagflation, d. h. einer Kombination aus stagnierendem Wirtschaftswachstum, hoher Arbeitslosigkeit und hoher Inflation, die der traditionellen makroökonomischen Theorie widerspricht (z. B. der Annahme, dass Inflation und Arbeitslosigkeit in umgekehrtem Verhältnis zueinander stehen). Erst der sogenannte Volcker-Schock (1979–1982) stellte die Glaubwürdigkeit der Fed wieder her (Grafik 2). Paul Volcker, der 1979 zum Vorsitzenden ernannt wurde, erhöhte den Leitzins aggressiv von rund 10% auf 20%, was zu einer Double-Dip-Rezession führte. Damit widerstand Volcker dem politischen Druck sowohl des demokratischen Präsidenten Jimmy Carter, der ihn ernannt hatte,

Grafik 2: Das «verlorene Jahrzehnt» der USA – niedriges Wachstum, hohe Inflation, hohe Arbeitslosigkeit



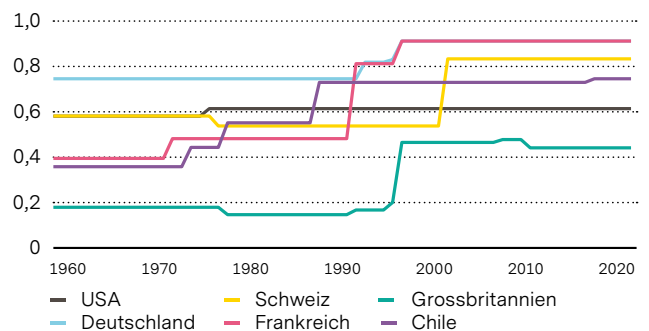
Quelle: LSEG, Vontobel; Beobachtungszeitraum 1972 – 1981.

als auch des republikanischen Präsidenten Ronald Reagan, der die Rezession erbt.

Von den 1990er-Jahren bis Anfang der 2000er traten die Zentralbanken in eine Phase ein, die weithin als «goldenes Zeitalter» der Unabhängigkeit gilt, da viele Institutionen eine grössere De-jure-Unabhängigkeit¹⁵ erreichten (Grafik 3). Mehrere Faktoren trugen zu diesem Trend bei. Erstens verabschiedeten zahlreiche Länder Gesetzesreformen oder Vertragsbestimmungen, welche die Unabhängigkeit der Zentralbanken ausdrücklich festschrieben. So wurde etwa mit dem Vertrag von Maastricht von 1992 die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank (EZB) im EU-Recht verankert. Ähnlich erhielt die Bank of England 1997 operative Unabhängigkeit bei der Festlegung der Zinssätze, und die Schweizerische Nationalbank (SNB) wurde im Jahr 2000 mit der Annahme eines neuen Nationalbankgesetzes formal unabhängig. Vor 2000 verfügte die SNB zwar bereits über eine gewisse operative Unabhängigkeit, jedoch ohne ausdrückliche gesetzliche Garantien. Zweitens wurden die Mandate klarer und enger gefasst. Die Einführung des sogenannten «Inflationsziels¹⁶» als zentralem geldpolitischem Rahmen war wohl eine der bedeutendsten Entwicklungen dieser Zeit, da es den Zentralbanken ermöglichte, der Inflationsbekämpfung Vorrang einzuräumen und so den Spielraum für politische Einflussnahme zu begrenzen. Drittens wurde die Amtsdauer vieler Zentralbankgouverneure sowie von

Grafik 3: In den letzten Jahrzehnten haben viele Zentralbanken eine stärkere De-jure-Unabhängigkeit erlangt

Der Central Bank Independence – Extended (CBIE) Index



Quelle: Davide Romelli, Associate Professor am Department of Economics, Trinity College Dublin (2023). Hinweis: Der Index (0 bis 1) misst die De-jure-Unabhängigkeit von Zentralbanken; höhere Werte stehen für eine grössere rechtliche Unabhängigkeit. Er stützt sich auf sechs Säulen (Gouverneur und Direktorium, Geldpolitik und Konfliktlösung, Ziele, Beschränkungen der Kreditvergabe an den Staat, finanzielle Unabhängigkeit sowie Berichterstattung und Offenlegung) und 42 Kriterien, die unterschiedliche Aspekte bewerten, darunter: die Ernennung von Gouverneur und Mitgliedern des Direktoriums, Amtszeiten, Verfahren für Wiederernennung und Entlassung, die gesetzlichen Ziele der Zentralbank, die endgültige Entscheidungsbefugnis in der Geldpolitik und die Art der Berichterstattung über die Tätigkeiten der Zentralbank.

Mitgliedern der Direktionen verlängert und so geregelt, dass keine Wiederernennung möglich war, um sie vor politischem Druck zu schützen. So absolvieren beispielsweise die Mitglieder des EZB-Direktoriums, einschliesslich Präsident und Vizepräsident, eine einmalige, nicht verlängerbare Amtszeit von acht Jahren. Schliesslich begannen die Zentralbanken, vermehrt auf Transparenz und Rechenschaftspflicht zu setzen, um das Vertrauen der Öffentlichkeit zu stärken. Sie veröffentlichten fortan Sitzungsprotokolle, gaben Wirtschaftsprognosen heraus und hielten regelmässige Pressekonferenzen ab. Dieser Wandel markierte einen deutlichen Bruch mit langjährigen Traditionen wie dem Grundsatz «Nie erklären, nie entschuldigen» oder der Neigung, «mit grosser Unverständlichkeit zu murmeln¹⁷».

Diese positiven Veränderungen beschränkten sich nicht nur auf die entwickelten Märkte. Tatsächlich zeigen Schwellenländer wie Chile eindrücklich, wie vergangene Krisen bedeutende Fortschritte anstossen können. In den frühen 1970er-Jahren litt Chile unter schwachem Wirtschaftswachstum, hohen Haushaltsdefiziten und einer dreistelligen Inflationsrate, während die Realzinsen im negativen (d. h. akkommodierenden) Bereich lagen. Die von der Militärregierung vorangetriebene rasche Deregulierung und Liberalisierung führte, in Verbindung mit einem überbewerteten Wechselkurs, Anfang der 1980er-Jahre zu einer tiefen Wirtschafts- und Bankenkrise. Die Zent-

10 Markt-Highlights



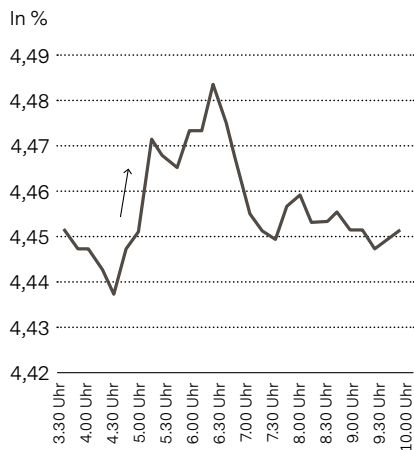
ralbank von Chile erhielt 1989 ihre Unabhängigkeit und führte zu Beginn der 1990er-Jahre ein Regime der Inflationssteuerung ein. Heute gilt sie als eine der unabhängigen und stabilsten Zentralbanken der Region. Mexiko ist ein weiteres Beispiel für eine gestärkte Unabhängigkeit der Zentralbank. Nach einer Phase wirtschaftlicher Instabilität Ende der 1980er-Jahre, geprägt von hoher Inflation und Schuldenkrisen, reformierte das Land 1994 seine Zentralbank und gewährte der Bank von Mexiko verfassungsmässige Autonomie sowie ein klares Mandat zur Priorisierung der Preisstabilität. In ähnlicher Weise wurde die Unabhängigkeit der South African Reserve Bank (SARB) nach Jahrzehnten grosser Herausforderungen, insbesondere während der Apartheid-Ära, gestärkt. Seit 2000 legt die SARB ihren Schwerpunkt auf das «Inflation Targeting» und hat damit ihre Glaubwürdigkeit und Wirksamkeit in der Geldpolitik erhöht.

Besser als früher, aber wieder zunehmend gefährdet

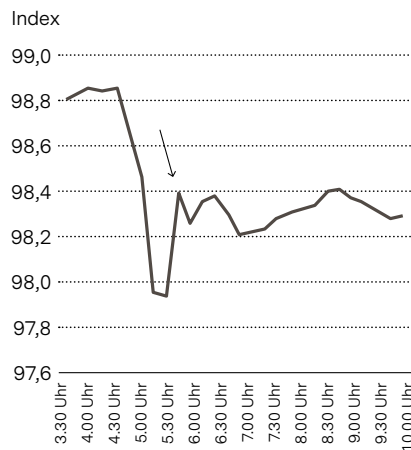
Allerdings lässt sich nicht übersehen, dass sich die Rolle vieler Zentralbanken erneut verändert hat. Krisen wie die globale Finanzkrise (2007–2009), die Eurokrise (2009–2010) und die Covid-19-Krise (2020) zwangen viele Zentralbanken, umfassendere Aufgaben zu übernehmen: Von ihnen wurde nicht nur erwartet, als «Kreditgeber der letzten Instanz» zur Stabilisierung von Finanzinstituten (z. B. durch «Bailouts») zu fungieren, sondern auch unkonventionelle geldpolitische Instrumente (z. B. quantitative

Lockerung) einzusetzen, um die Erholung nach der Krise zu unterstützen. Diese erweiterten Aufgaben haben die Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik verwischt, da die Regierungen zunehmend auf die Zentralbanken angewiesen waren, um Defizite zu finanzieren und die Märkte zu stabilisieren. Diese Dynamik zeigt sich auch in einigen der jüngsten Äusserungen von Trump. So erklärte er beispielsweise im Juni: «Wenn sie (die Fed) ihre Arbeit richtig machen würden, würde unser Land Billionen Dollar an Zinskosten sparen (...) wir sollten 1% Zinsen zahlen, oder noch besser!^{18!}»

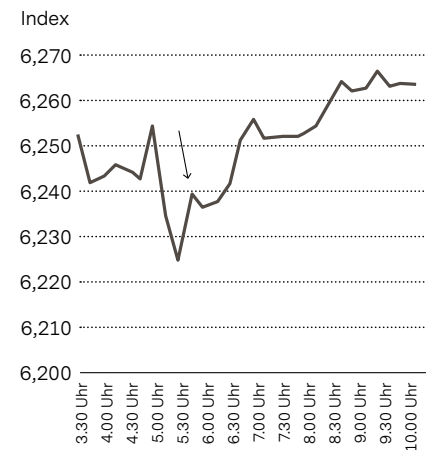
Diese Rollenvermischung ist keineswegs ein ausschliessliches US-Phänomen. Im Jahr 2020 geriet EZB-Präsidentin Christine Lagarde in die Kritik, nachdem sie Notfallmassnahmen zur Stützung des Finanzsystems angekündigt hatte. Die Kontroverse betraf weniger die Massnahmen selbst als vielmehr ihre Weigerung, den von ihrem Vorgänger Mario Draghi 2012 zur Rettung des Euro geprägten Leitsatz «Whatever it takes» aufzugreifen. Lagarde erklärte: «Wir sind nicht da, um Renditeaufschläge zu schliessen (...) dafür gibt es andere Instrumente und andere Akteure, die sich mit diesen Fragen befassen müssen¹⁹» – gemeint waren damit die Zinsdifferenzen zwischen hoch verschuldeten Ländern wie Italien und weniger verschuldeten Staaten wie Deutschland. Ihr impliziter Versuch, die Verantwortung zurück auf die Regierungen zu verlagern, löste einen deutlichen Ausver-

Grafik 4: Was geschah, nachdem berichtet wurde, dass Trump Powell bald entlassen könnte?**Höhere US-Renditen**

— Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen

... ein schwächerer US-Dollar

— US-Dollar-Index

... und schwächere US-Aktien

— S&P 500 Index

Quelle: Bloomberg, Vontobel. Hinweis: Am 16. Juli 2025 berichteten Medien unter Berufung auf einen nicht namentlich genannten Beamten des Weissen Hauses, dass Donald Trump Jerome Powell voraussichtlich bald entlassen werde. Die Zeiten sind in Mitteleuropäischer Sommerzeit (MESZ) angegeben.

kauf italienischer Vermögenswerte aus. Drei Jahre später sah sich die Bank of England (seit 1997 rechtlich unabhängig) in einen öffentlichkeitswirksamen Streit mit der britischen Regierung verwickelt. Wenige Tage vor dem «Mini-Budget» von Finanzminister Kwasi Kwarteng, das ungedeckte Steuersenkungen in Höhe von GBP 45 Milliarden vorsah, veräußerte die BoE britische Staatsanleihen im Wert von GBP 40 Milliarden. In einer Phase, in der die Inflation über 10% lag, löste die Aussicht auf ungedeckte Steuersenkungen einen massiven Ausverkauf am Anleihenmarkt aus, verschärft durch Pensionskassen, die wegen Nachschusforderungen auf gehebelte Positionen in britischen Staatsanleihen unter Druck gerieten. Premierministerin Liz Truss forderte daraufhin eine Untersuchung der Massnahmen der BoE und sogar die Entlassung von Gouverneur Andrew Bailey. Ironischerweise trat Truss selbst inmitten der folgenden Turbulenzen zurück. Selbst die Schweizerische Nationalbank, die oft als eine der unabhängigsten Zentralbanken der Welt gilt, steht zunehmend unter politischem Druck. Die Kantone, die einen Teil der SNB-Gewinne erhalten, drängen auf höhere Ausschüttungen und setzen damit womöglich kurzfristige Einnahmen über langfristige Währungsstabilität. Zudem fordern Klimaaktivisten und politische Gruppen, die Anlagepolitik der SNB stärker an Umweltzielen auszurichten, was ihre Unabhängigkeit vor neue Herausforderungen stellt.

Die Türkei bietet eines der klarsten Beispiele dafür, wie politische Einmischung eine Zentralbank untergraben und eine Volkswirtschaft destabilisieren kann. Die Zentralbank der Republik Türkei (CBRT) ist zwar formal unabhängig, ihr Gouverneur kann jedoch nach Ermessen des Präsidenten ernannt oder entlassen werden. Präsident Recep Tayyip Erdoğan, bekannt für seine unorthodoxe Überzeugung, dass Zinssenkungen die Inflation verringern, hat seit 2019 fünf Zentralbankchefs abgesetzt, darunter einen nur zwei Tage nach einer Zinserhöhung. Dies führte zu zweistelliger Inflation, Kapitalflucht und einer weit verbreiteten Dollarisierung der Wirtschaft.

Aktuelle Drohungen gegen den Fed-Vorsitzenden

Trumps wiederholte Drohungen, Powell zu entlassen, sowie seine bisherige Praxis, andere Regierungsbeamte abzusetzen, haben die Befürchtungen verstärkt, dass er letztlich versuchen könnte, Powell seines Amtes zu entheben. Die Finanzmärkte reagierten jeweils nervös, wenn solche Drohungen die Schlagzeilen dominierten. So berichtete Bloomberg Mitte Juli unter Berufung auf einen nicht namentlich genannten Beamten des Weissen Hauses, dass Trump Powell wahrscheinlich bald entlassen werde²⁰. Nach dieser Meldung stiegen die Renditen von US-Anleihen (Anleihenrenditen bewegen sich umgekehrt zu den Kursen), der US-Dollar schwächte sich ab und US-Aktien gerieten unter Druck (Grafik 4). Derzeit kann Trump Powell nicht allein deshalb entlassen, weil er

12 Markt-Highlights

mit dessen geldpolitischen Ansichten nicht einverstanden ist. Im Fall «Humphrey's Executor v. United States» (1935) entschied der Oberste Gerichtshof der USA, dass Amtsträger unabhängiger Behörden nicht ohne wichtigen Grund vom Präsidenten entlassen werden dürfen, wobei «Grund» in der Regel als Amtsvergehen oder großes Fehlverhalten ausgelegt wird. Zwar hat der Oberste Gerichtshof kürzlich die Befugnis Trumps zur Entlassung bestimmter US-Beamter bestätigt, gleichzeitig jedoch betont, dass sich das Verhältnis des Präsidenten zur Fed von dem zu anderen unabhängigen Behörden unterscheidet²¹. Dies deutet darauf hin, dass Powell tatsächlich rechtlich geschützt sein könnte. Dementsprechend sieht der Konsens nur eine sehr geringe Wahrscheinlichkeit, dass Powell 2025 entlassen wird.

Unterdessen haben Trump und seine Verbündeten begonnen, nach einem «Grund» zu suchen. Mitte Juli sandte Russell Vought, Direktor des Office of Management and Budget (OMB), einen Brief an Powell, in dem er die Kostenüberschreitungen bei der Renovierung des historischen Fed-Hauptsitzes kritisierte – obwohl das OMB keinerlei Aufsicht über die Fed hat, die ihre Tätigkeit unabhängig vom Haushaltsverfahren des Kongresses finanziert. Kurz darauf zeigte sich Bill Pulte, Direktor der Federal Housing Finance Agency, zuversichtlich, dass der Kongress Ermittlungen gegen Powell wegen seiner «irreführenden²²» Aussagen während einer Senatsanhörung im Juni einleiten werde. Selbst Finanzminister Scott Bessent, der weit hin als Stimme der Vernunft gilt, forderte eine Untersuchung der Arbeitsweise und Wirksamkeit der Fed. «Wir müssen die gesamte Institution der Federal Reserve prüfen und beurteilen, ob sie erfolgreich war», sagte Bessent im Juli²³. Er warf der Fed vor, trotz «guter Inflationszahlen» «Panikmache wegen Zöllen» zu betreiben, und äusserte seine Frustration über «all diese Akademiker dort», die seiner Meinung nach nicht in der Lage seien, «aus einem fixen Denkmuster auszubrechen». Den Prognosemärkten zufolge ist auch eine Anklage «mit Grund» eher unwahrscheinlich. Mitte August lag die Wahrscheinlichkeit, dass Powell 2025 einer Bundesanklage unterzogen wird, bei lediglich 10%.

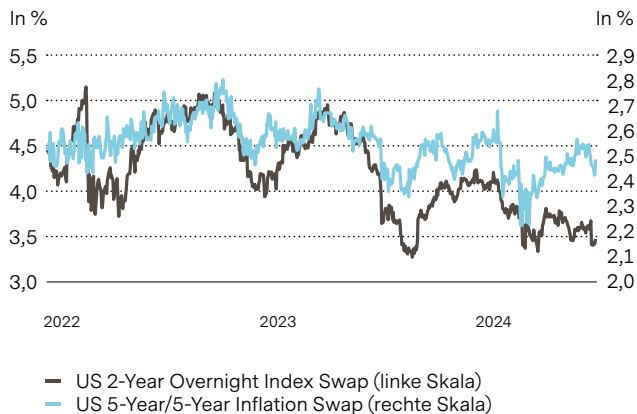
Das marktfreundlichste Ergebnis wäre aus unserer Sicht, wenn Trump Powell seine Amtszeit als Vorsitzender, die im Mai abläuft, zu Ende führen liesse und anschliessend jemanden ernennen würde, der seinen Präferenzen nähersteht. Selbst in diesem Fall müsste sich Trump jedoch möglicherweise weiterhin mit Powell als stimmberechtigtem Mitglied des Offenmarktausschusses (FOMC) auseinandersetzen. Denn Powell bekleidet zwei unterschiedliche Mandate: eines als Vorsitzender (bis 2026) und eines als Gouverneur im FOMC (bis 2028). Allerdings

könnte Powell sich dazu entscheiden, nach Ablauf seiner Amtszeit als Vorsitzender freiwillig aus dem FOMC auszuscheiden, wie es einige seiner Vorgänger getan haben.

Sollten sich Anleger über eine «übermässig akkommodierende» Fed Sorgen machen?

Um diese Frage zu beantworten, lohnt sich ein Blick auf die Struktur des FOMC. Das Gremium besteht aus zwölf Mitgliedern: sieben Mitgliedern des Board of Governors und fünf der zwölf Präsidenten der regionalen Notenbanken. Die Gouverneure werden vom US-Präsidenten ernannt und vom Senat für eine gestaffelte Amtszeit von 14 Jahren bestätigt, wobei alle zwei Jahre am 1. Februar eines geraden Jahres eine Amtszeit endet. Der Vorsitzende und der stellvertretende Vorsitzende haben jeweils eigene, erneuerbare Amtszeiten von vier Jahren, müssen jedoch amtierende Mitglieder des Board of Governors sein. Von den fünf Präsidenten der regionalen Notenbanken ist ein Sitz dauerhaft dem Präsidenten der New Yorker Fed vorbehalten, während die übrigen vier jährlich rotieren. In der Praxis bedeutet dies, dass ein US-Präsident während einer typischen vierjährigen Amtszeit höchstens etwa zwei Gouverneure direkt ernennen oder wiederernennen kann. Für Trump betrifft dies den Vorsitz von Jerome Powell (läuft im Mai 2026 aus) und den Gouverneurssitz von Adriana Kugler (läuft im Januar 2026 aus). Nachdem Kugler im August überraschend zurücktrat, ernannte Trump Stephen Miran, den derzeitigen Vorsitzenden des Council of Economic Advisors, zu ihrem vorübergehenden Nachfolger. Laut Trump ist Miran nicht als designierter Nachfolger von Powell vorgesehen, sondern soll lediglich die verbleibende Amtszeit von Kugler absolvieren. Ende August bemühte sich Trump erneut, seinen Einfluss auf das FOMC weiter auszuweiten, indem er Fed-Gouverneurin Lisa Cook aufgrund angeblichen Hypothekenbetrugs entliess. Cook nahm sich einen Anwalt, der versprach, «alles nötige» zu tun, um diese «illegale Aktion» zu verhindern²⁴.

Wenn die Markterwartungen richtig liegen, gibt es drei aussichtsreiche Kandidaten für den Posten des Fed-Vorsitzenden. An erster Stelle steht Kevin Warsh, ein ehemaliges Mitglied des FOMC (2006–2011), der schon während Trumps erster Amtszeit als möglicher Fed-Chef und in seiner zweiten Amtszeit sogar als Finanzminister gehandelt wurde. Einige Beobachter vermuten, dass Trump Scott Bessent zum Finanzminister ernannt hat, um sich die Option einer späteren Berufung von Warsh zum Fed-Vorsitzenden offen zu halten. Der zweite Kandidat ist Kevin Hassett, derzeit Direktor des National Economic Council, der sich ebenfalls der Kritik am Renovierungsprojekt der Fed angeschlossen hat. Als dritter Kandidat gilt Christopher Waller, bereits Mitglied des FOMC, der

Grafik 5: Trump sollte besser auf die Märkte hören

kürzlich aus der Reihe tanzte, indem er sich öffentlich für eine Zinssenkung im Juli aussprach.

Es ist unbestreitbar, dass der Fed-Vorsitzende einen erheblichen Einfluss auf die Ausrichtung und Agenda des FOMC ausübt. Zusammen mit eher expansiv eingestellten Gouverneuren könnte der Vorsitzende potenziell eine akkommodierendere Geldpolitik vorantreiben. Mehrere Kontrollmechanismen stellen unseres Erachtens jedoch sicher, dass Trump keine übermäßig expansiven oder gar «unorthodoxen» Kandidaten durchsetzen kann. Dazu zählt in erster Linie das Bestätigungsverfahren im Senat, das als zentrale Kontrollinstanz fungiert. Während Trumps erster Amtszeit lehnte der Senat etwa seine Nominierung von Judy Shelton für einen Gouverneursposten ab. Shelton, eine Ökonomin mit unorthodoxen geldpolitischen Ansichten, hatte sich unter anderem für eine Bindung des US-Dollars an Gold ausgesprochen und gefordert, die Unabhängigkeit der Fed einzuschränken. Bemerkenswert ist, dass sich damals drei republikanische Senatoren den Demokraten anschlossen und gegen ihre Ernennung stimmten. Wir gehen davon aus, dass der Senat bei der Bestätigung eines Fed-Vorsitzenden noch wachsamer vorgehen dürfte.

Abgesehen von diesen beiden Sitzen hat Trump nur begrenzten Einfluss auf die übrigen Präsidenten der Notenbanken. Diese stehen noch deutlicher ausserhalb seiner

Kontrolle, da sie von den Verwaltungsräten der jeweiligen Banken ernannt werden, die unabhängig von den beaufsichtigten Institutionen sind. Lediglich drei Notenbank-Präsidenten haben eine Amtszeit, die während Trumps Präsidentschaft ausläuft, keine davon jedoch vor 2028. Die übrigen bleiben bis in die 2030er-Jahre im Amt, also weit über das Ende von Trumps zweiter Amtszeit hinaus.

Wann ist mit einer Bekanntgabe des neuen Fed-Chefs zu rechnen?

Seit dem Rücktritt des langjährigen Fed-Chefs Alan Greenspan erfolgt die Nominierung eines Nachfolgers in der Regel rund viereinhalb Monate vor dem Ende der Amtszeit des amtierenden Vorsitzenden. Für Powell würde dies auf eine Bekanntgabe Anfang 2026 hindeuten. Der Zeitpunkt ist für die Finanzmärkte nicht unerheblich. Sollte ein Nachfolger früher benannt werden – etwa bereits im Herbst 2025 –, könnten die Märkte schon während Powells Amtszeit mit tieferen Finanzierungskosten zu rechnen beginnen.

Trump sollte besser auf die Märkte hören

Ironischerweise sinkt die Wahrscheinlichkeit tieferer Finanzierungskosten, je stärker Trump Druck auf die Fed und ihren Vorsitzenden ausübt. Warum? Viele seiner Behauptungen, etwa dass die Menschen «kein Haus kaufen können, weil dieser Typ (Powell) ein Schwachkopf ist (...) und die Zinsen zu hoch hält²⁵», stehen im Widerspruch zu den ökonomischen Realitäten. Senkt die Fed ihren Leitzins, schlägt sich dies nicht automatisch in tieferen Hypothekarzinsen nieder. Der Standardzinssatz für 30-jährige Festhypotheken orientiert sich nicht am Tagesgeldsatz der Fed, sondern an den Renditen langfristiger US-Staatsanleihen. Je stärker der wahrgenommene politische Einfluss auf die US-Geldpolitik, desto volatil dürfte die Inflation ausfallen – und desto höher die Risikoprämie, die Investoren für langfristige Anlagen in den USA verlangen. Diese spiegelt sich in der Regel in höheren Anleihenrenditen wider. Zum Zeitpunkt der Drucklegung steigen die Inflationserwartungen, gemessen an den 5-Year/5-Year Forward-Swaps²⁶. Dies deutet darauf hin, dass die Märkte bereits ein gewisses Risiko einpreisen (Grafik 5).

Wir sind der Ansicht, dass Trump gut beraten wäre, die Signale der Märkte ernst zu nehmen. Andernfalls könnten Anleger ihr Engagement in US-Vermögenswerten reduzieren und verstärkt auf Alternativen wie Gold setzen. Das gelbe Metall erzielte während der Stagflation der 1970er-Jahre aussergewöhnliche Renditen. Diese Outperformance endete erst, als Paul Volcker mit aggressiven Zinserhöhungen das Vertrauen der Märkte in die Unabhängigkeit der Fed wiederherstellte.

Märkte drängen auf Zinssenkungen: US-Notenbank im Fokus



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income &
FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Die US-Notenbank liess im Juli den Leitzins unverändert, da die Inflation über dem Ziel liegt und der Arbeitsmarkt an Dynamik verliert. Handelsunsicherheiten und Debatten über den neutralen Zinssatz verhinderten zunächst Signale für Zinssenkungen. Auf dem Jackson-Hole-Symposium deutete Fed-Chef Jerome Powell jedoch an, dass diese Option nicht ausgeschlossen sei.

Powell betonte im Juli etwas stärkere Argumente für eine Lockerung, zwei FOMC-Mitglieder stimmten für eine Zinssenkung. Die Geldpolitik blieb jedoch moderat restriktiv. Wirtschaftsdaten sind gemischt: schwächeres Wachstum, leicht steigende Arbeitslosigkeit, Inflation weiter über Ziel. Neue Zölle könnten zusätzlichen Druck erzeugen. Die Märkte werteten Powells Worte als Signal für baldige Senkungen, doch Risiken bleiben: Die Inflationswirkung der Zölle ist unklar, der neutrale Zinssatz umstritten (Fed-Schätzungen 2,5–3,9%).

Zu frühe Schritte könnten kontraproduktiv sein. Das Weisse Haus drängt auf deutlichere Senkungen. Wir gehen davon aus, dass die Daten eine übermässige Kürzung derzeit nicht rechtfertigen. Angesichts der Anzeichen für einen etwas schwächeren Arbeitsmarkt erscheint eine

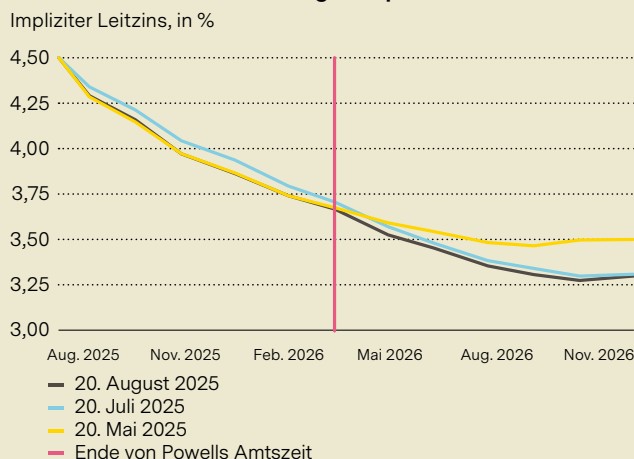
Senkung im September plausibler, doch die Beschäftigungszahlen steigen weiterhin, sodass wir keinen Anlass zur Beunruhigung sehen.

Die Geschichte warnt vor politischer Einmischung. Laut Thomas Drechsel²⁷ kann anhaltender Druck – wie in den 1970ern – das Preisniveau über zehn Jahre um rund 7% erhöhen, ohne Produktionszuwachs²⁸. Heute könnten die Kosten wegen hoher Verschuldung noch schneller spürbar werden. Die Märkte vertrauen darauf, dass Powell standhält, gestützt auf die Unabhängigkeit der Fed. Futures haben sich seit Juni kaum bewegt, preisen aber nach Powells letzter Sitzung im April 2026 eine stärkere Lockerung ein (Grafik 1).

Enge Renditeaufschläge, wenig Puffer

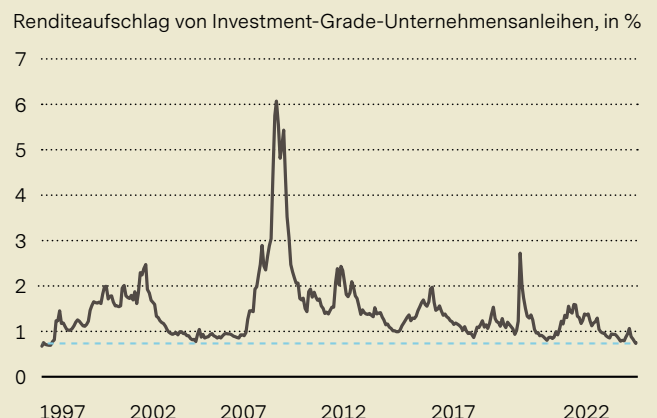
Investment-Grade-Unternehmensanleihen sind extrem hoch bewertet, mit Renditeaufschlägen von rund 73 Basispunkten gegenüber US-Staatsanleihen – dem niedrigsten Niveau seit fast 30 Jahren (Grafik 2). Dies spiegelt stärkere Bilanzen, Hoffnungen auf eine geldpolitische Lockerung durch die Fed, verbesserte Unternehmensgewinne, ein gering eingeschätztes Rezessionsrisiko sowie eine robuste Nachfrage wider, die trotz der engen Renditeaufschläge die Gesamtrenditen attraktiv erscheinen lassen. Der Haken: Die Bewertungen bieten nur wenig Spielraum, falls das Wachstum nachlässt, da die Zölle auf Mehrjahreshochs stehen und einige Arbeitsmarktdaten nachgeben. Während die Märkte der Unternehmensanleihen Ruhe signalisieren, zeigen die Zinsmärkte mehr Vorsicht, was den Puffer bei enttäuschendem Wachstum begrenzt.

Grafik 1: Die Märkte preisen stärkere Zinssenkungen nach Powells letzten Sitzung im April 2026 ein



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. August 2025.

Grafik 2: Renditeaufschläge von US-Unternehmensanleihen nahe Jahrzehntetief – es bleibt kaum ein Puffer



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. August 2025.

Die Sorgenwand erklimmen



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Die Aktienmärkte kletterten auch während der üblicherweise ruhigen Sommermonate weiter an der «Sorgenwand» empor, wobei die meisten regionalen Indizes in ihren jeweiligen Landeswährungen neue Rekordstände verzeichneten.

Die positive Stimmung gründet sich auf eine starke Berichtssaison für das zweite Quartal, optimistische Prognosen, abnehmende Zollunsicherheit, Erwartungen an Zinssenkungen im September, den anstehenden Führungswechsel bei der US-Notenbank Fed sowie die erwarteten Konjunkturmaßnahmen für 2026, die – ähnlich wie 2018 – den Gewinn je Aktie (EPS) der Unternehmen antreiben könnten (Grafik 1). Die Berichtssaison lieferte solide Überraschungen, Zölle hatten nur geringe Effekte – ein möglicher Wendepunkt, der frühere pessimistische Revisionen relativiert. Angesichts hoher Bewertungen dürften Gewinnüberraschungen künftig eine wichtige Rolle für die Aktienkurse spielen.

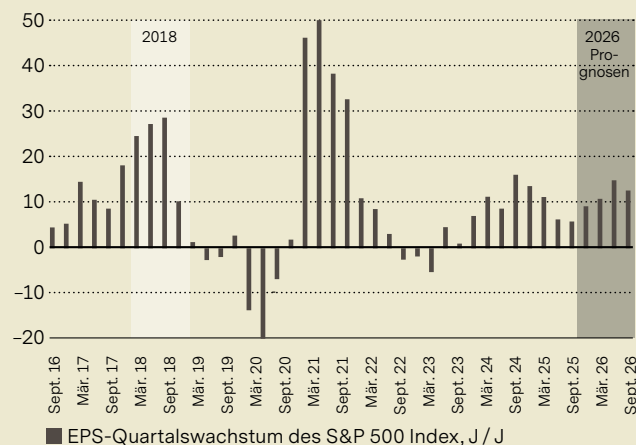
Die Inflation bleibt der Haupttreiber für die Richtung der Aktienmärkte. Zwar lasten Zölle in Milliardenhöhe auf der US-Wirtschaft, ihre Wirkung auf den Konsumentenpreisindex (KPI²⁹) ist jedoch begrenzt und hängt von

Wettbewerb, Nachfrage, Lieferketten und Margenpolitik ab. Dies zeigt sich im US-Produzentenpreisindex (PPI³⁰), wo Importeure in der Regel die ersten Belastungen über Margendruck abfedern. Die historische Korrelation zwischen PPI und US-KPI ist schwach, was verdeutlicht, dass Produzentenpreise kein verlässlicher Indikator für die Konsumentenpreis-inflation sind. Unternehmen verfügen zudem über verschiedene Hebel, um Zölle auszugleichen: Vorabkäufe von Lagerbeständen, temporäre Margenabfederung, Diversifizierung der Lieferketten, Anpassung von Produkten, Umgestaltung der Wertschöpfungsketten und – nur als letztes Mittel – die selektive Weitergabe der Kosten. Die jüngsten Gewinne der großen US-amerikanischen «Big Box»-Detailhändler³¹ bestätigen diese Beobachtung. Werden sich die Zölle also im KPI bemerkbar machen? Ja, im dritten Quartal ist ein Anstieg möglich, doch wir erwarten insgesamt eher moderate, teilweise und vorübergehende Auswirkungen, die sich auf verschiedene Branchen verteilen und mit der Zeit nachlassen dürften. Dienstleistungen, die 70% bis 80% des KPI ausmachen, bleiben weitgehend isoliert. Risikoanfälliger sind Konsumgüter wie Elektronik, Spielwaren, Automobile und Autoteile.

Zölle könnten die KPI-Werte in den kommenden Quartalen volatiler machen und das Tauziehen zwischen der Fed und der Trump-Regierung neu entfachen, da Powell mit Zinssenkungen zögert. Im Unterschied zu den Jahren 2021 bis 2023 sehen wir jedoch keine strukturellen Schäden in den Wertschöpfungsketten. Wir betrachten Marktrückschläge daher als Gelegenheit, um das Aktienengagement auszubauen.

Grafik 1: Der «Tax Cuts and Jobs Act» von 2017 kurbelte 2018 das EPS-Wachstum an

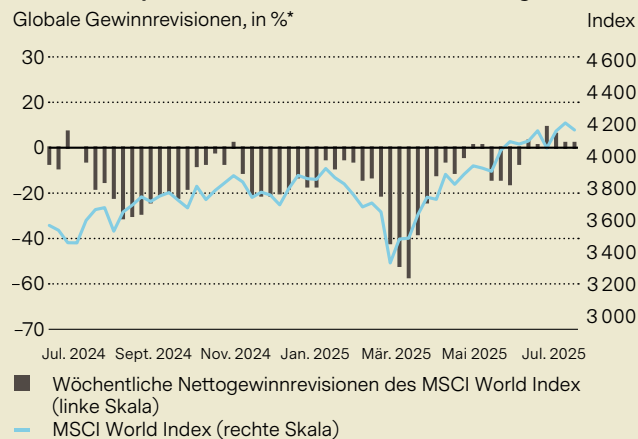
In % und lokalen Währungen



Quelle: Bloomberg, Vontobel. Daten per 22. August 2025.

Grafik 2: Im zweiten Quartal überwogen in den Industrieländern die positiven Gewinnrevisionen die negativen

Globale Gewinnrevisionen, in %*



*Nettobilanz der EPS-Aufwärts- vs. Abwärtskorrekturen im Vergleich zum globalen Aktienindex

Quelle: Bloomberg, Vontobel. Daten per 22. August 2025. Nur zur Veranschaulichung.

Fleischflation



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Die US-Rinderpreise haben im Jahr 2025 historische Höchststände erreicht (Grafik 1). Massgeblich dafür sind drei Faktoren, die Agrarrohstoffe häufig verteuern: Dürre, Krankheiten und die Nachfrage (die sogenannten «three Ds» – drought, disease, and demand).

Der Hauptgrund für den Preisanstieg ist der seit Jahren anhaltende Rückgang der Rinderbestände in den USA. Steigende Produktionskosten und extreme Dürren in Bundesstaaten wie Texas, Oklahoma und Kansas, in denen etwa ein Drittel des gesamten Fleischrinderbestands der USA gehalten wird, haben viele Rancher dazu gezwungen, ihre Herden drastisch zu verkleinern. Laut US-Landwirtschaftsministerium ist der nationale Bestand inzwischen auf dem niedrigsten Stand seit Anfang der 1960er (Grafik 2). Zusätzlich hat die Schließung der US-mexikanischen Grenze für Rinderimporte nach dem Wiederauftreten der Neuwelt-Schraubewurmfliege die ohnehin angespannte Versorgungslage verschärft³². Der Parasit legt seine Eier in die Wunden warmblütiger Tiere. Die schlüpfenden Larven ernähren sich von lebendem Gewebe und führen häufig zum Tod des Wirts³³. In den 1950ern vernichtete die Schraubewurmfliege ganze Rinderherden und verursachte damit

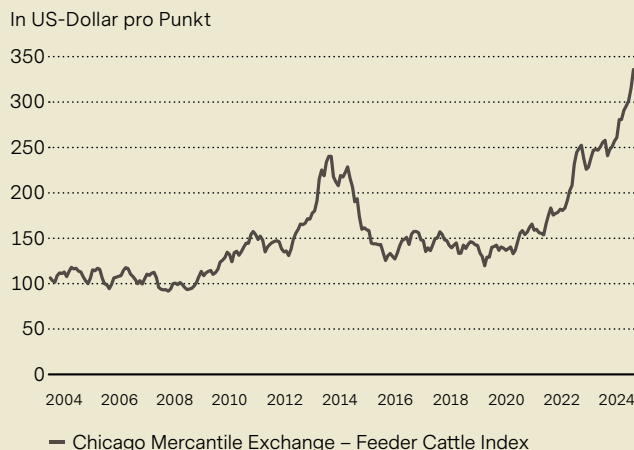
erhebliche wirtschaftliche Verluste. Mexiko, das jährlich über eine Million Mastrinder in die USA exportiert, war 2025 erneut von Ausbrüchen betroffen, sodass die Ausfuhren stark einbrachen. Die Grenze bleibt vorerst geschlossen. Das US-Landwirtschaftsministerium überprüft die Einfuhrsperre monatlich anhand der Ausbreitung des Parasiten und der Fortschritte bei seiner Ausrottung.

Razzien der Einwanderungs- und Zollbehörden auf Farmen und in Fleischverarbeitungsbetrieben, die gegen Personen ohne gültige Arbeitserlaubnis gerichtet waren, haben den Betrieb zusätzlich gestört. Auf der Nachfrageseite bleibt der Appetit der Konsumenten auf Rindfleisch überraschend robust. Für die Finanzmärkte bedeutet dies, dass die höheren Rinderpreise die breitere Lebensmittelinflation anfachen. Obwohl sinkende Energiepreise eigentlich für Entlastung sorgen sollten, hält die vor allem vom Rindfleisch getriebene Protein-Teuerung den Preisauftrieb in den Supermärkten hartnäckig hoch.

Entlastung könnte durch günstiges Wetter, eine Rekord-Maisernte, staatliche Hilfen oder mehr Rinderimporte kommen. Doch keine dieser Massnahmen wird das Grundproblem der historisch niedrigen Bestände rasch beheben (teils sind sie zudem politisch umstritten).

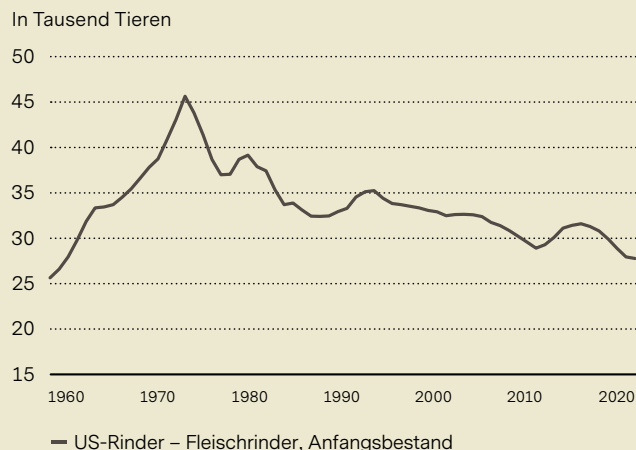
Kurzfristig könnte sich die Lage sogar noch verschärfen: Der Wiederaufbau der Rinderherden dauert Jahre, und wenn Rancher junge Kühe vom Schlachten zurückhalten, sinkt die Fleischproduktion zunächst. Dies dürfte die Preise zunächst weiter steigen lassen, bevor sie wieder nachgeben.

Grafik 1: US-Mastrinderpreise erreichen Allzeithoch



Quelle: Chicago Mercantile Exchange, Vontobel. Daten per 19. August 2025.

Grafik 2: Geringes Angebot – kleinster Bestand seit Jahrzehnten



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 19. August 2025.

Zölle und US-Stärke verdüstern kurzfristigen Euro-Ausblick



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income &
FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Zölle und die nach wie vor starke US-Wirtschaft haben die zyklischen Aussichten für den Euro getrübt, doch die Markttrends deuten darauf hin, dass langfristig die optimistische Einschätzung gegenüber dem Dollar bestehen bleibt. Eine unerwartet starke US-Konjunktur stellt das grösste Risiko dar.

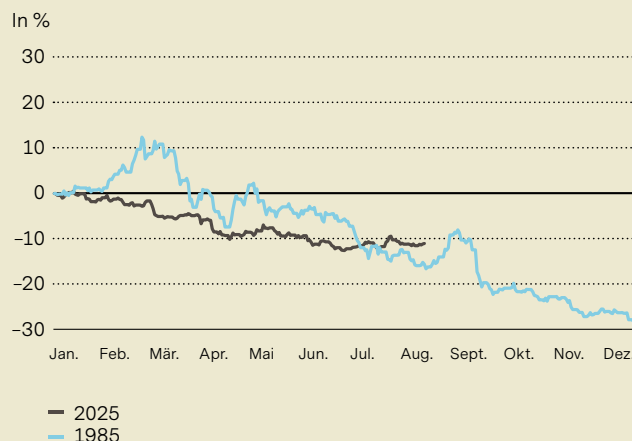
Die letztjährige Dollar-Hausse wurde durch das starke US-Wachstum und wiederholte Aufwärtskorrekturen des Bruttoinlandsprodukts (BIP) angeheizt. Doch 2025 liess die Dynamik nach. Der US-Dollar-Index fiel im ersten Halbjahr um rund 11% und beendete damit eine seit 2010 laufende Hausse, die bis 2024 einen Zuwachs von etwa 40% gebracht hatte. 1985 setzte der Dollar nach dem Plaza-Abkommen zur Schwäche an, als führende Volkswirtschaften eine überstarke US-Währung gezielt abschwächten. Bis zum 21. August hat der Dollar einen Teil der diesjährigen Verluste aufgeholt, doch das Ausmass des Rückgangs erinnert an die Schwäche von 1985 (Grafik 1).

Eine US-Abgabe von 15% auf EU-Importe in Verbindung mit einem stärkeren Euro erhöht das Risiko für Exporteure aus der Eurozone. Das grössere Risiko liegt unserer

Meinung nach nicht in einer weiteren Schwäche Europas, sondern in einer Erholung der USA. Der Konsens bezüglich des US-Wachstums ist für 2025 von 2,3% auf 1,5% und für 2026 von 2% auf 1,7% gesunken. Die Prognosen für den Euroraum liegen weiterhin bei etwa 1% (Grafik 2). Da die europäische Konjunkturschwäche bereits eingepreist ist, sind die US-Daten der entscheidende Faktor. Die bevorstehenden Veröffentlichungen stehen nun im Zentrum der Euro/US-Dollar-Prognosen. Unsere längerfristige Haltung bleibt unverändert: strukturell optimistisch für den Euro, wobei ein stärker als erwartet ausfallendes US-Wachstum das grösste Risiko darstellt.

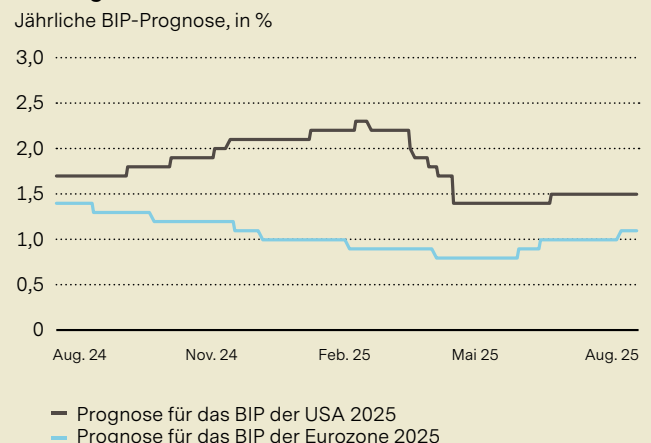
In der Schweiz könnten Zölle das Wachstum dämpfen, doch der Franken bleibt dank seiner Rolle als defensive Absicherung langfristig stark. Die überraschende Einführung von Zöllen in Höhe von 39% auf Schweizer Exporte in die USA im August löste zunächst einen kurzfristigen Ausverkauf des Frankens aus. Eine solche Abgabe könnte zwar das Schweizer Wachstum belasten, nicht aber die Währung. Die Stärke des Frankens gründet weniger auf Fundamentaldaten oder Zinsen, sondern auf seiner Rolle als strukturelle Absicherung. Da Diversifizierung wieder in den Mittelpunkt rückt und das Thema Entdollarisierung wieder auflebt, bleibt seine defensive Attraktivität hoch – langfristig spricht daher vieles für einen stärkeren Franken.

Grafik 1: Schwacher Dollar-Start erinnert an Jahr des Plaza-Abkommens



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 21. August 2025.

Grafik 2: EU- und US-Wachstumsprognosen konvergieren



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 21. August 2025.

18 Prognosen

Konjunktur und Finanzmärkte 2024 – 2026

Die folgende Liste zeigt die Ist-Werte, Wechselkurse und Preise von 2024 sowie Konsensprognosen für 2025 und 2026 zu Bruttoinlandprodukt (BIP), Inflation/Inflationserwartungen, Leitzinsen, 10-jährigen Staatsanleihen, Wechselkursen und Rohstoffen.

BIP (IN %)	2024¹	AKTUELL²	KONSENS 2025	KONSENS 2026	
Global (G20)	3,0	2,9	2,2	2,4	
Eurozone	0,9	1,4	1,1	1,1	
USA	2,8	2,0	1,6	1,7	
Japan	0,1	1,2	1,0	0,8	
Grossbritannien	0,9	1,2	1,2	1,1	
Schweiz	1,4	1,9	1,1	1,4	
Australien	1,0	1,3	1,6	2,2	
China	5,0	5,2	4,8	4,2	

INFLATION	2024³	AKTUELL⁴	KONSENS 2025	KONSENS 2026	VONTABEL-AUSBLICK IN 2025⁵
Eurozone	2,4	2,0	2,1	1,9	↓
USA	3,0	2,7	2,8	2,7	↓
Schweiz	1,1	0,2	0,2	0,6	→

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
EUR (Einlagenzins)	3,00	2,00	1,81	1,83	↓
USD (Fed-Leitzins, obere Grenze)	4,50	4,50	4,05	3,55	↓
CHF	0,50	0,00	-0,09	-0,07	↓

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
EUR (Deutschland)	2,37	2,75	2,68	2,83	↓
USD	4,57	4,31	4,29	4,19	↓
CHF	0,33	0,33	0,43	0,54	↓

WECHSELKURSE	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
CHF je EUR	0,94	0,94	0,94	0,95	↑
CHF je USD	0,91	0,81	0,81	0,81	↓
USD je EUR	1,04	1,16	1,18	1,20	↑

ROHSTOFFE	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
Brent-Rohöl, USD je Barrel	21	67	64	65	→
Gold, USD je Feinunze	2625	3341	3325	3280	→
Kupfer, USD je Tonne	8768	9721	9500	9750	↓

Hinweis: Stand der Einschätzungen ist August 2025. Änderungen vorbehalten.
Prognosen stellen keine Garantie für die zukünftige Entwicklung dar.

¹ Vorbehaltlich von Überarbeitungen (z.B. potenzielle Überarbeitungen der Q4-Daten)

² Letztverfügbares Quartal

³ Vorbehaltlich von Überarbeitungen

⁴ Letztverfügbarer Monat, G20-Daten nur vierteljährlich

⁵ ↑ über Konsens, → im Einklang mit dem Konsens, ↓ unter Konsens

Offenlegungen und Disclaimer

1. Disclaimer und Quellenangabe

Dieses Dokument wurde durch ein oder mehrere Unternehmen der Vontobel-Gruppe (zusammen «Vontobel») für private und institutionelle Kunden erstellt.

Die Informationen, Analysen und Meinungen auf dieser Website wurden von Vontobel Asset Management erstellt. Vontobel Asset Management ist der Markenname für das Asset-Management-Geschäft der Vontobel Holding AG und ihrer weltweiten Tochtergesellschaften, einschliesslich Vontobel Asset Management, Inc.

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist weder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, noch zur Abgabe eines Kauf- oder Zeichnungsangebots. Die in diesem Dokument bereitgestellte Analyse stellt keine Unterstützung einer politischen Partei dar und darf auch nicht als solche ausgelegt werden.

Dieses Material kann zukunftsgerichtete Aussagen enthalten, die Unsicherheiten und Eventualitäten unterliegen, die ausserhalb der Kontrolle von Vontobel liegen. Empfänger sollten sich nicht in unangemessener Weise auf diese zukunftsgerichteten Aussagen verlassen. Es ist zu beachten, dass ein Risiko besteht, dass Prognosen, Vorhersagen, Projektionen und Ergebnisse, die in zukunftsgerichteten Aussagen beschrieben oder angedeutet werden, sich als nicht korrekt erweisen könnten. Anlegen ist mit Risiken verbunden, einschliesslich des möglichen Verlusts des eingesetzten Kapitals, und positive Renditen, einschliesslich Erträgen, sind nicht garantiert. Verweise auf Unternehmen dienen ausschliesslich zu Illustrationszwecken. Es sollte keine Annahme über die Rentabilität oder Wertentwicklung von damit verbundenen Wertpapieren getroffen werden. Sie sollten nicht davon ausgehen, dass eine Investition rentabel ist oder sein wird.

Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Die Rendite kann, zum Beispiel infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Der Wert des angelegten Kapitals kann steigen oder fallen. Für die vollständige oder teilweise Rückzahlung des angelegten Kapitals gibt es keine Garantie.

Die Website von Vontobel Asset Management dient ausschliesslich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung hinsichtlich der Eignung einer bestimmten Investition dar. Ebenso wenig ist sie ein Angebot, eine Aufforderung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, zur Durchführung von Transaktionen oder zum Abschluss sonstiger Rechtsgeschäfte. Ob die bereitgestellten Informationen für Sie geeignet sind, sollte unter Berücksichtigung Ihrer Ziele, Ihrer finanziellen Situation und Ihrer Bedürfnisse bewertet werden. Die Nutzung der hier bereitgestellten Informationen erfolgt ausschliesslich auf eigenes Risiko des Lesers.

Obwohl Vontobel der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann Vontobel keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen übernehmen. Ausser soweit im Rahmen der anwendbaren Urheberrechtsgesetze vorgesehen, darf die hier wiedergegebene Information ohne die ausdrückliche Zustimmung von Vontobel weder in Teilen noch in ihrer Gesamtheit wiederverwendet, angepasst, einer Drittpartei zur Verfügung gestellt, verlinkt, öffentlich aufgeführt, weiterverbreitet oder in anderer Art und Weise übermittelt werden. Vontobel lehnt, soweit gemäss dem geltenden Recht möglich, jegliche Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste ab, welche sich aus den hier zur Verfügung gestellten Informationen oder dem Fehlen ebensolcher ergeben. Haftungsansprüche, die gegen Vontobel infolge unterlassener oder unvollständiger Übermittlung dieser Informationen oder allfälliger Probleme mit diesen Informationen oder wegen Fahrlässigkeit, Vertragsbruch oder Gesetzesverstössen gegen uns geltend gemacht werden könnten, beschränken sich, im Ermessen von Vontobel, soweit gesetzlich zulässig, auf die erneute Bereitstellung dieser Informationen beziehungsweise eines Teils davon beziehungsweise auf die Zahlung eines dem Aufwand für die Beschaffung dieser Informationen oder eines Teils davon entsprechenden Geldbetrages. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in Ländern zur Verfügung gestellt oder Personen in solchen Ländern zugänglich gemacht werden, wo dies aufgrund der geltenden Gesetze verboten ist. Personen, welche dieses Dokument zur Verfügung gestellt erhalten, sind verpflichtet, sich über solche Einschränkungen kundig zu machen und die lokalen Gesetze zu befolgen. Insbesondere darf dieses Dokument weder US Personen zur Verfügung gestellt oder überreicht noch in den USA verbreitet werden.

Indizes dienen ausschliesslich Illustrationszwecken, sind nicht verwaltet und berücksichtigen weder Marktbedingungen noch mit Investitionen verbundene Kosten. Darüber hinaus kann die Strategie des Unternehmens Anlagetechniken und -instrumente einsetzen, die bei der Indexbildung nicht verwendet werden. Daher ist die Wertentwicklung des Unternehmens und der Indizes nicht direkt vergleichbar.

MSCI-Daten sind ausschliesslich für den internen Gebrauch bestimmt und dürfen weder weiterverteilt noch im Zusammenhang mit dem Ausarbeiten oder Anbieten von Wertpapieren, Finanzprodukten oder Indizes verwendet werden. MSCI und jegliche andere beim Zusammentragen, Berechnen oder Erstellen von MSCI-Daten beteiligte oder damit in Verbindung stehende Drittpartei (die «MSCI-Parteien») leisten bezüglich dieser Daten (oder der durch deren Verwendung erlangten Resultate) keinerlei Gewähr,

20 Rechtliche Hinweise

weder ausdrücklich noch impliziert. Hiermit lehnen sämtliche MSCI-Parteien ausdrücklich jegliche Gewähr für die Echtheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Marktgängigkeit dieser Daten oder für deren Eignung zu einem bestimmten Zweck ab. Ohne Einschränkung des Vorangehenden haftet auch in keinem Fall irgendeine der MSCI-Parteien für direkte, indirekte, spezielle, Straf- oder Folgeschäden (einschliesslich Gewinnausfälle), selbst wenn sie auf die Möglichkeit solcher Schäden hingewiesen wurde.

«BLOOMBERG®» und die hierin aufgeführten Bloomberg-Indizes (die «Indizes») sind Dienstleistungsmarken von Bloomberg Finance L.P. und seinen verbundenen Unternehmen, einschliesslich Bloomberg Index Services Limited («BISL»), dem Verwalter der Indizes (zusammen «Bloomberg»), und wurden vom Vertreiber dieses Dokuments (dem «Lizenznehmer») für die Verwendung zu bestimmten Zwecken lizenziert. Bloomberg ist nicht mit dem Lizenznehmer verbunden und Bloomberg genehmigt, befürwortet, prüft oder empfiehlt die hier genannten Finanzprodukte (die «Produkte») nicht. Bloomberg übernimmt keine Garantie für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit von Daten oder Informationen im Zusammenhang mit den Produkten.

2. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokumentes sowie die darin beschriebenen Anlagen können in gewissen Rechtsordnungen aufgrund der lokalen Gesetze und Vorschriften Beschränkungen unterworfen sein. Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in Ländern verbreitet werden, in denen die Erstellerin oder die Distributorin über die entsprechenden Lizenzen verfügt. Ist in diesem Dokument nichts Gegenteiliges erwähnt, kann bezüglich eines spezifischen Landes nicht davon ausgegangen werden, dass die Erstellerin oder Distributorin über entsprechende Lizenzen verfügt. Bitte beachten Sie die nachfolgenden länderspezifischen Angaben, welche strikte einzuhalten sind. Mit Ausnahme der nachfolgenden speziellen Distributionswege gelten diese Research-Berichte in dieser Publikation als von der auf der Umschlagseite bezeichneten Gesellschaft verteilt.

Informationen für Kunden aus Deutschland

Für die Weitergabe der Finanzanalyse ist die Bank Vontobel Europe AG, Alter Hof 5, D-80331 München verantwortlich. Sie verfügt über die erforderliche Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn, und unterliegt deren Aufsicht. Die Mitarbeiter von Vontobel, die für die Weitergabe von Finanzanalysen verantwortlich sind, unterliegen den jeweils geltenden gesetzlich und aufsichtsrechtlich vorgeschriebenen Compliance-Regelungen. Insbesondere wurden Massnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten ergriffen (zum Beispiel die Kontrolle des Informationsaustausches mit anderen Mitarbeitern, Unabhängigkeit der Vergütung der betroffenen Mitarbeiter, Verhinderung von Einflussnahme auf diese Mitarbeiter, Einhaltung der Vorgaben für Mitarbeitergeschäfte etc.). Die Einhaltung der jeweiligen Compliance-Regelungen und Organisationsanweisungen wird von Compliance-Stellen überwacht.

Additional information for UK clients

This communication is issued and approved by Vontobel Asset Management S.A. London Branch which has its registered office at 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF and is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA") with Firm Reference Number 966651. Details of its regulatory permissions are available on the FCA Register and can also be obtained upon request from Vontobel Asset Management S.A., London Branch. Vontobel Asset Management S.A. London Branch is an overseas branch of Vontobel Asset Management S.A. ("Vontobel") public limited company registered in Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") with reference number A00001304 and S00001011.

Information for Italian clients

This research document prepared by Bank Vontobel AG is distributed according to EU rule 2016/958 by Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano authorized and regulated by Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.

Glossar und Quellen

- ¹ Der Dot Plot ist ein Diagramm, das von der US-Notenbank veröffentlicht wird. Er zeigt, wo die einzelnen Fed-Mitglieder die Zinssätze künftig erwarten. Jeder Punkt steht für die Prognose eines einzelnen Entscheidungsträgers.
- ² Quelle: Artikel von Forbes, veröffentlicht am 19. August 2025. forbes.com/sites/saradorn/2025/08/19/trumps-approval-rating-at-record-low-as-most-say-hes-too-close-to-putin/
- ³ Quelle: Bericht der National Foundation for American Policy, veröffentlicht am 1. August 2025. nfap.com/wp-content/uploads/2025/08/Labor-Force-Analysis-for-July-2025-DAY-OF-RELEASE.2025.pdf
- ⁴ «Untergewichtet» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee einer Anlageklasse oder Subanlageklasse eine geringere Präferenz einräumt. Dies spiegelt die Einschätzung wider, dass die Anlageklasse im aktuellen Marktumfeld im Vergleich zu anderen weniger attraktiv ist. Es handelt sich nicht um eine Empfehlung, die Anlage vollständig zu meiden, sondern um den Hinweis auf eine reduzierte Gewichtung.
- ⁵ «Neutral» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee weder eine höhere noch eine niedrigere Präferenz für eine Anlage- oder Subanlageklasse hat. Dies spiegelt eine ausgewogene Sichtweise wider, bei der erwartet wird, dass sich die Anlageklasse im Einklang mit ihrer historischen oder marktüblichen Entwicklung verhält. Es handelt sich nicht um eine Empfehlung, aktiv zu werden, sondern um den Hinweis, die aktuelle Gewichtung beizubehalten.
- ⁶ «Übergewichtet» bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee einer Anlageklasse oder Subanlageklasse eine höhere Präferenz einräumt. Dies spiegelt die Einschätzung wider, dass die Anlageklasse im aktuellen Marktumfeld im Vergleich zu anderen attraktiver ist. Es handelt sich nicht um eine Empfehlung, stark zu investieren, sondern um den Hinweis auf eine erhöhte Gewichtung.
Die Klassifizierungen «Untergewichtet», «Neutral» und «Übergewichtet» sind interne Einschätzungen des Investment Committees und sollten nicht als Empfehlungen für einzelne Anleger oder als Handlungsaufforderung verstanden werden. Sie spiegeln lediglich die Erwartungen von Vontobel hinsichtlich der Wertentwicklung einer bestimmten Anlageklasse wider. Diese Einschätzungen werden ausschliesslich zu Informationszwecken an ein breiteres Publikum weitergegeben und sind nicht auf eine spezifische Kundengruppe zugeschnitten.
- ⁷ Bezieht sich auf den Zeitraum vom Memorial Day (Ende Mai) bis zum Labor Day (Anfang September), in dem die Amerikaner typischerweise am meisten mit Motorfahrzeugen unterwegs sind.
- ⁸ Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 1. August 2025: reuters.com/world/us/trump-fed-board-should-assume-control-if-powell-wont-lower-interest-rates-2025-08-01/
- ⁹ Quelle: Artikel von Fox Business, veröffentlicht am 25. Juni 2025: foxbusiness.com/economy/trump-slams-fed-chair-powell-not-cutting-rates-average-mentally-person
- ¹⁰ Quelle: The Federal Reserve Bank of Cleveland, "A Brief History of Central Banks", veröffentlicht am 1. Dezember 2007: clevelandfed.org/publications/economic-commentary/2007/ec-20071201-a-brief-history-of-central-banks
- ¹¹ Die Panik von 1907 war eine Finanzkrise in den USA, ausgelöst durch einen gescheiterten Versuch, den Kupfermarkt zu «cornern», also die Preise künstlich in die Höhe zu treiben. Dies führte zu Bankenstürmen und einem Zusammenbruch des Vertrauens in die Finanzinstitute. Die Krise offenbarte Schwächen im Bankensystem und gab den Anstoss zur Gründung der US-Notenbank.
- ¹² Eine Reihe von Programmen aus den 1960er-Jahren, die darauf abzielten, Armut zu beseitigen und rassistische Ungerechtigkeiten zu verringern. Sie umfassten den Ausbau von Bildung und Gesundheitsversorgung, die Schaffung von Wohnraum sowie den Schutz der Bürgerrechte in den USA.
- ¹³ Quelle: Sebastian Mallaby (2016): The Man Who Knew: The Life and Times of Alan Greenspan.
- ¹⁴ Quelle: Transkript von Nixons Rede, The American Presidency Project, presidency.ucsb.edu/documents/remarks-the-swearing-dr-arthur-f-burns-chairman-the-board-governors-the-federal-reserve
- ¹⁵ De-jure-Unabhängigkeit bedeutet, dass Zentralbanken gesetzlich die Autonomie erhalten, geldpolitische Entscheidungen ohne direkte politische Einflussnahme zu treffen.
- ¹⁶ Inflationszielsteuerung ist ein geldpolitischer Rahmen, in dem eine Zentralbank ein klares Ziel oder eine Zielbandbreite für die Inflationsrate festlegt und Zinssätze sowie andere geldpolitische Instrumente einsetzt, um dieses Ziel zu erreichen. Das vorrangige Ziel ist die mittelfristige Gewährleistung der Preisstabilität, was zur Förderung von Wirtschaftswachstum und Stabilität beiträgt. Zentralbanken, die eine Inflationszielsteuerung anwenden, machen ihre Inflationsziele in der Regel öffentlich und verpflichten sich zu Transparenz und Rechenschaft in ihren politischen Entscheidungen.
- ¹⁷ Denken Sie beispielsweise an Montagu Norman, den Gouverneur der Bank of England, der für seine Maxime «Never explain, never excuse» («Nie erklären, nie entschuldigen») bekannt war, oder an den fünfmaligen Fed-Vorsitzenden Alan Greenspan, der einmal scherzte: «Since I've become a central banker, I've learned to mumble with great incoherence. If I seem unduly clear to you, you must have misunderstood what I said.» («Seit ich Zentralbanker bin, habe ich gelernt, mit grosser Unverständlichkeit zu murmeln. Wenn ich Ihnen übermässig klar erscheine, haben Sie mich wohl missverstanden.»).
- ¹⁸ Quelle: Artikel von Sky News, veröffentlicht am 30. Juni 2025. news.sky.com/story/trump-takes-aim-at-fed-chair-jerome-powell-again-and-says-he-should-be-ashamed-13390649
- ¹⁹ Quelle: Artikel von Politico, veröffentlicht am 13. März 2020. politico.eu/article/christine-lagarde-corona-blunder-ecb/
- ²⁰ Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 16. Juli 2025. bloomberg.com/news/articles/2025-07-16/trump-likely-to-fire-powell-soon-white-house-official-says
- ²¹ Quelle: Oberster Gerichtshof der USA, 22. Mai 2025. documentcloud.org/documents/25951855-24a966-order/
- ²² Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 17. Juli 2025. bloomberg.com/news/articles/2025-07-16/pulte-confident-congress-will-probe-powell-over-renovations
- ²³ Quelle: Interview mit CNBC, veröffentlicht am 21. Juli 2025. cnbc.com/2025/07/21/treasury-secretary-bessent-calls-for-a-review-of-the-entire-federal-reserve.html
- ²⁴ Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 27. August 2025: reuters.com/business/finance/fed-governor-cook-will-sue-keep-her-job-trump-mulls-replacement-2025-08-26/
- ²⁵ Quelle: Artikel von The Guardian, veröffentlicht am 18. Juli 2025. theguardian.com/business/2025/jul/18/trump-calls-fed-chair-a-numbskull-who-makes-it-difficult-for-people-to-buy-a-house
- ²⁶ Ein Zinsswap mit einer Vorlaufzeit von fünf Jahren und einer eigentlichen Laufzeit von fünf Jahren.
- ²⁷ Thomas Drechsel ist Makroökonom, Assistenzprofessor am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der University of Maryland und wissenschaftlicher Mitarbeiter am Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- ²⁸ Quelle: Thomas Drechsel, «Political Pressure on the Fed», Forschungsarbeit, veröffentlicht am 30. Juli 2025. Verfügbar unter: econweb.umd.edu/~drechsel/papers/drechsel_political_pressure_shocks.pdf
- ²⁹ Der PPI misst die Veränderung der Verkaufspreise, die inländische Produzenten für ihre Waren und Dienstleistungen erzielen, und bildet damit die Inflation aus Sicht der Produzenten ab.
- ³⁰ Der KPI hingegen misst die Veränderung der Preise, die Konsumenten für Waren und Dienstleistungen zahlen, und spiegelt die Lebenshaltungskosten wider.
- ³¹ Bezieht sich auf grossformatige Detailhandelsketten, die ihre Waren in lagerhausähnlichen Filialen anbieten, etwa Walmart, Target oder Costco.
- ³² Ende der 1950er startete das US-Landwirtschaftsministerium ein gross angelegtes Programm zur Ausrottung der Schraubenwurmflye mithilfe der Sterile-Insekten-Technik (SIT). Dabei wurden männliche Schraubenwurmfiegen in Massen gezüchtet, sterilisiert und freigelassen. Durch die Paarung mit wildlebenden Weibchen verhinderten sie die Fortpflanzung und reduzierten so die Population. Das Programm war höchst erfolgreich: Bis Ende der 1960er galt die Schraubenwurmflye im Südosten und Südwesten der USA als ausgerottet.
- ³³ Quelle: US-Landwirtschaftsministerium, Animal and Plant Health Inspection Service. 18. August 2025. aphis.usda.gov/livestock-poultry-disease/cattle/ticks/screwworm

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

