

Vontobel

Investors' Outlook

Auf Touren kommen

Oktober 2025

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Durch schwächere Daten steuern

6 Markt-Highlights

Aus dem Gleichgewicht

12 Anlageklassen im Fokus

16 Prognosen

19 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 6. November 2025)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

1. Oktober 2025

Bemerkungen

Siehe «Rechtliche Hinweise» auf Seite 17

Auf Touren kommen



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

Geschätzte Leserschaft

Seit dem Sommer sind Anleger mit Optimismus gut gefahren, doch die erste Zinssenkung der US-Notenbank Fed in diesem Jahr hat den Märkten mehr PS gegeben, um noch mehr auf Touren zu kommen.

Die Fed entschied sich für eine Senkung um einen Viertelprozentpunkt und wog dabei die hartnäckige Inflation, die zuletzt gestiegen ist, gegen die unerwartet schwachen Arbeitsmarktdaten ab – nach deutlichen Abwärtsrevisionen der Beschäftigtenzahlen.

Seit dem Liberation Day haben sich Inflation und Stellenwachstum gegenläufig entwickelt, was die Fed vor ein Dilemma stellte. Am Ende überwog jedoch Letzteres für die Notenbanker. Fed-Chef Jerome Powell räumte die Abwärtsrisiken ein und erklärte, er könne den Arbeitsmarkt nicht mehr als «sehr solide»¹ bezeichnen. Die Anleger hatten die Wahrscheinlichkeit weiterer Zinssenkungen zuvor schon eingepreist – was die Fed in ihrem Dot Plot² bestätigte. Dieser signalisiert weitere Kürzungen um einen halben Prozentpunkt bis Jahresende und einen zusätzlichen Viertelpunkt für 2026.

Andere Antriebe kommen hinzu. So meldete der Datenbanksoftware-Gigant Oracle einen deutlichen Anstieg der Cloud-Infrastruktur-Umsätze und des Auftragsbestands und kündigte für das laufende Geschäftsjahr Investitionen von USD 35 Milliarden in Rechenzentren und Infrastruktur an. Hochkarätige Partnerschaften im Bereich der künstlichen Intelligenz, etwa mit dem ChatGPT-Betreiber OpenAI, verliehen zusätzlichen Rückenwind. Dies verdeutlicht die Auswirkungen der gewaltigen Investitionswelle von Big Tech auf die breitere Wirtschaft.

Die Märkte stehen unserer Ansicht nach vor einem sehr vielversprechenden Umfeld. Über den Technologiesektor hinaus, der US-Aktien jüngst auf Rekordhöhen trieb, halten die Unternehmens- und Konsumausgaben auf breiter Front an. Zudem sind diverse Konjunkturmassnahmen entweder bereits im Gange, wie in Europa, oder werden erwartet, insbesondere in China, wo die Politik nach Wegen sucht, die schwächelnde Wirtschaft zu stützen. Auch wenn das Wachstum der Weltwirtschaft unter dem langfristigen Trend liegt, hat es sich zuletzt erholt und von einer Rezession entfernt. In Verbindung mit der Tendenz zu einer lockeren Geldpolitik deuten diese Faktoren unseres Erachtens auf eine positive globale makroökonomische Lage hin – und damit auf eine wahrscheinlich risikofreudige Haltung der Märkte.

Selbst vor diesem Hintergrund führen anhaltende Sorgen um die Schuldentragfähigkeit, die Haushaltsdefizite und den fortwährenden Vertrauensverlust in Fiat-Währungen³ dazu, dass Portfoliostabilisatoren wie Gold weiterhin solide abschneiden. Wir halten es für wichtig, bei Aktienengagements selektiv und aktiv vorzugehen.

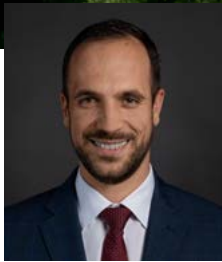
In diesem Investors' Outlook werfen wir einen Blick auf die Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft, etwa im Handel, im Konsum und in der Produktion. Ausserdem erfahren Sie mehr über Edelmetalle und unsere Einschätzung zum Aktienmarkt.

Wir möchten unseren Kunden mit Einblicken und Perspektiven für die Zukunft helfen, die Drehzahl zu beschleunigen.

→ Webcast

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

¹ Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 19



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

Durch schwächere Daten steuern

Im September prallten unerwartet schwache US-Arbeitsmarktdaten auf eine beharrliche Inflation. Fixiert auf die Beschäftigung preisten die Märkte eine Neukalibrierung der US-Geldpolitik ein.

Der Monat trägt traditionell die Last des «September-Effekts», einer historischen Tendenz zu schwächerer Aktienperformance – möglicherweise, weil Anleger nach der Sommerpause ihre Portfolios neu ausbalancieren. Diesmal lief der Motor jedoch geschmeidiger: Aktien legten zu, angeführt von den USA und den Schwellenländern. Auch Anleihen gewannen, wobei die Renditen von US-Staatsanleihen fielen und sich die Renditeaufschläge leicht verengten. Rohstoffe reihten sich ein, als Gold die Marke von USD 3800 pro Unze durchbrach.

Ironischerweise waren es gerade die schwachen Daten, die den Anstieg stützten. Auf den enttäuschenden US-Arbeitsmarktbericht für Juli folgte ein noch schwächerer August. Die Zahl der Beschäftigten legte nur um 22 000 zu, statt der erwarteten 75 000. Zudem zeigten nach unten revidierte Zahlen, dass in den zwölf Monaten bis März 911 000 Stellen weniger geschaffen wurden als zunächst geschätzt. Gleichzeitig stieg die Arbeitslosenquote

auf 4,3%. Die US-Notenbank Fed senkte die Zinsen um 25 Basispunkte (Bp.). Fed-Gouverneur Stephen Miran – von US-Präsident Donald Trump ernannt und erst einen Tag vor dem Zinsentscheid vereidigt – war der einzige Gegenstimmer⁴. Er plädierte für eine kräftigere Senkung um 50 Bp.

Im weiteren Verlauf dürfte sich das globale Wachstum unseres Erachtens verbessern. Einerseits wird die Geldpolitik zunehmend unterstützend, andererseits schlagen die Effekte früherer Zinssenkungen weiterhin in der Realwirtschaft durch. Insbesondere in den USA sind in absehbarer Zeit weitere Zinssenkungen eingepreist. Auch fiskalische Impulse zeichnen sich ab. Neben dem «Big, Beautiful Bill»⁵ in den USA sehen wir auch in Europa und China Potenzial für weitere Konjunkturmassnahmen. Im Hinblick auf die Zwischenwahlen im November 2026 gehen wir davon aus, dass die Trump-Regierung eine noch ausgeprägtere «wachstumsorientierte» Haltung einnehmen wird.

Das Investment Committee der Multi Asset Boutique hat die Asset Allocation unverändert beibehalten. Details finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET ⁶		NEUTRAL ⁷	ÜBERGEWICHTET ⁸		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität			→			Wir halten an einer neutralen Position gegenüber Liquidität fest, um diese bei passenden Gelegenheiten flexibel einsetzen zu können.
2 Anleihen		→				Wir bevorzugen weiterhin Aktien gegenüber Anleihen und behalten deshalb eine Untergewichtung in Anleihen bei. Wir bevorzugen Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern (neutral) gegenüber Unternehmensanleihen im Investment-Grade- und Hochzinssegment (untergewichtet), da sie unseres Erachtens von niedrigeren US-Zinsen und einem schwächeren Dollar profitieren dürften.
3 Aktien				→		Wir bekräftigen unsere Übergewichtung in Aktien und bevorzugen dabei Schwellenländer sowie die Eurozone. Beide Regionen erscheinen uns gut positioniert, um von einem schwächeren US-Dollar und inländischen Konjunkturprogrammen zu profitieren. Zudem bieten sie unseres Erachtens attraktive relative Bewertungen. Die optimistische Stimmung am Aktienmarkt wird durch mehrere Faktoren getragen: starke Unternehmensgewinne, positive Prognosen, nachlassende Bedenken hinsichtlich der Zölle und die Erwartung, dass deren Folgen insgesamt begrenzt, kurzlebig und beherrschbar bleiben.
4 Gold			→			Gold überschritt im September die Marke von USD 3800 pro Unze. Dies wurde vor allem durch steigende Erwartungen an Zinssenkungen der US-Notenbank Fed gestützt, die üblicherweise die Nachfrage nach unverzinslichen Anlagen wie Gold erhöhen. Der schwächere US-Dollar und die Diskussion um die Unabhängigkeit der Zentralbanken haben Gold zudem noch attraktiver gemacht. Während der strukturelle Ausblick für Gold nach wie vor positiv ist – geprägt durch Faktoren wie hohe Verschuldung und ein schwindendes Vertrauen in Fiatwährungen – bevorzugen wir aktuell eine neutrale Allokation. Temporäre Rücksetzer sind möglich, ebenso wie die Möglichkeit, dass Zentralbanken eine Pause bei ihren Goldkäufen einlegen könnten.
5 Rohstoffe			→			Rohstoffe verzeichneten sowohl seit Jahresbeginn als auch im September eine solide Entwicklung. Ein Grossteil dieser Stärke ist jedoch dem Edelmetallsektor zuzuschreiben, in dem Gold und Silber deutliche Kursgewinne erzielten. Kupfer legte trotz verhaltener weltweiter Industrieproduktion und enttäuschender Wirtschaftsdaten aus China, einem der wichtigsten Metallkonsumenten, zu. Aus Sicht der Fundamentaldaten fällt es uns angesichts der aktuellen Lage der Weltwirtschaft, anhaltender Handelsunsicherheiten und des reichlichen Angebots in vielen Rohstoffsegmenten schwer, eine allzu optimistische Haltung gegenüber Rohstoffen insgesamt einzunehmen. Gleichzeitig halten uns einige unserer Basisszenario-Überzeugungen (höheres Wachstum, ein schwächerer US-Dollar sowie potenzielle zusätzliche Stimulus-Massnahmen aus China) von einer übermäßig negativen Einschätzung ab. Somit bleiben wir für Rohstoffe neutral.
6 Alternative Strategien			→			Für alternative Fonds und Immobilien halten wir an unserer neutralen Einstellung fest.

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

Veränderung zum Vormonat: unverändert → erhöht ↗ verringert ↘

Aus dem Gleichgewicht

Unseres Erachtens ist eines der dominierenden Themen in der heutigen Weltwirtschaft das Ungleichgewicht – sei es im Handel, im Konsum, in der Fiskalpolitik, bei Investitionen oder in Bezug auf Währungen. Solche Verzerrungen können die nationale Stabilität untergraben und grenzüberschreitende Folgen haben, was die globale Wirtschaft belasten kann.





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



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

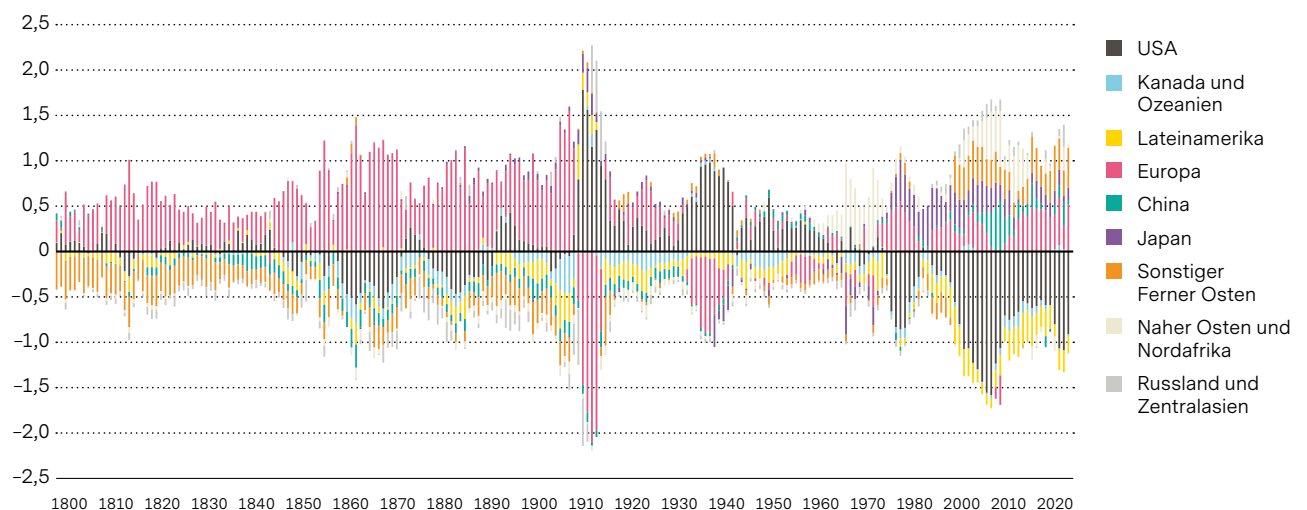
Auf einer Veranstaltung des Institute of International Finance Anfang dieses Jahres, an der Finanzminister und Zentralbanker aus aller Welt teilnahmen, warnte US-Finanzminister Scott Bessent, dass die Bretton-Woods-Institutionen⁹ – also der Internationale Währungsfonds und die Weltbank – von ihrer ursprünglichen Mission abgerückt seien. «Ihr Ziel war es, das Gleichgewicht wiederherzustellen und zu bewahren. Dies ist auch heute noch das Ziel der Bretton-Woods-Institutionen. Doch überall, wo man im internationalen Wirtschaftssystem derzeit hinschaut, herrscht ein Ungleichgewicht¹⁰.»

Unseres Erachtens ist dies eine berechtigte Einschätzung. Das gegenwärtige Wirtschaftsumfeld wird durch eine Reihe globaler Ungleichgewichte beeinflusst. Eines der wichtigsten betrifft die Komponente der «Nettoexporte» in der Formel für das Bruttoinlandsprodukt (BIP): $BIP = \text{Konsumausgaben} + \text{Staatsausgaben} + \text{Nettoexporte} + \text{Gesamteinvestitionen}$. Die Nettoexporte entsprechen der Differenz zwischen dem Gesamtwert der Waren und Dienstleistungen, die ein Land exportiert, und dem Gesamtwert seiner Importe. Bei einem positiven Nettoexportwert – auch Handelsüberschuss genannt – verkauft ein Land mehr ins Ausland, als es einkauft, wodurch mehr Geld in die Wirtschaft fließt. Bei einem negativen Wert – auch Handelsdefizit genannt – ist das Gegenteil der Fall: Das Land kauft mehr aus dem Ausland, als es selbst verkauft, wodurch mehr Geld aus der Wirtschaft abfließt. Nettoexporte sind eine wichtige Kennzahl für die Handelsbilanz und finanzielle Ausgewogenheit eines Landes. Sie spielen eine bedeutende Rolle bei der Steuerung der Gesamtnachfrage und der allgemeinen wirtschaftlichen Stabilität.

Abgesehen vom Ersten Weltkrieg war der Welthandel noch nie so stark aus dem Gleichgewicht wie im 21. Jahrhundert (Grafik 1). Länder wie Deutschland, Japan und China verzeichnen beträchtliche Handelsüberschüsse und sind stark von der Auslandsnachfrage abhängig, um ihr Binnenwachstum anzukurbeln. Demgegenüber weisen Volkswirtschaften wie die USA, Indien und Grossbritannien

Grafik 1: Globale Handelsungleichgewichte – der Elefant im Raum

Leistungsbilanzsaldo des globalen BIP in %

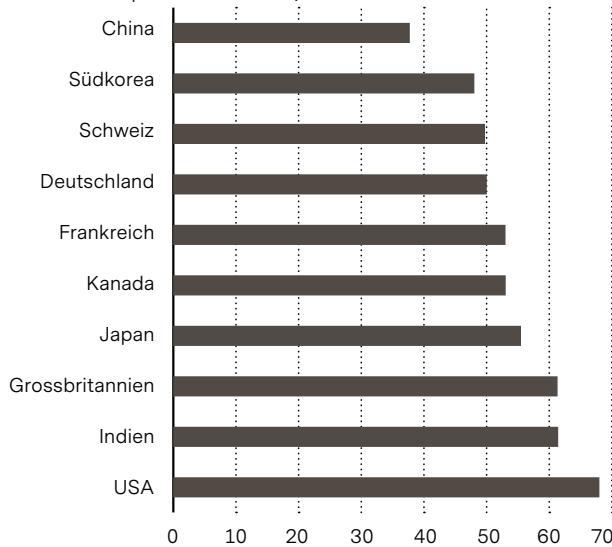


Quelle: G. Nievas, T. Piketty: «Unequal exchange & north-south relations: Evidence from global trade and the world balance of payments, 1800 – 2025», WIL WP (2025), Vontobel.

8 Markt-Highlights

Grafik 2: Globale Ungleichgewichte nehmen zu, da US-Konsumenten mehr ausgeben als alle anderen ...

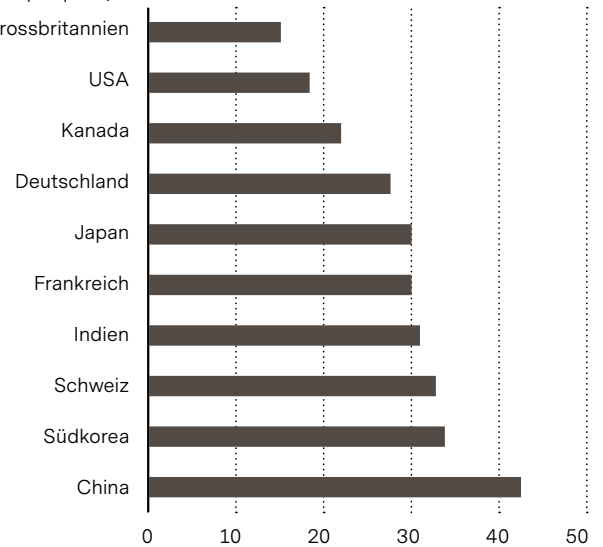
Endkonsum der privaten Haushalte, in % des BIP



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 2022.

Grafik 3: ... während die chinesischen Konsumenten die grössten Sparer sind

Bruttosparquote, in % des BIP



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 2023.

chronische Handelsdefizite auf und fungieren gewissermassen als Konsumenten der letzten Instanz für globale Güter¹¹. Diese Ungleichgewichte in der Handelsbilanz führen zu einer erhöhten Verwundbarkeit. Länder mit einem Handelsüberschuss sind durch ihre übermässige Abhängigkeit von Exporten anfällig für Nachfrageschocks im Ausland. Länder mit einem Handelsdefizit sind durch die stetige Abhängigkeit von Importgütern mit einer Aushöhlung ihrer heimischen Industrie und einer zunehmenden Einkommensungleichheit aufgrund der Verlagerung von Arbeitsplätzen ins Ausland konfrontiert. Über die wirtschaftliche Dimension hinaus hat die Abhängigkeit von importierten kritischen Mineralien, wie sie beispielsweise in der Halbleiterproduktion verwendet werden, auch zu Bedenken hinsichtlich der nationalen Sicherheit geführt.

Im Hinblick auf die Aushöhlung der heimischen Industriebasis werden auch beträchtliche Ungleichgewichte in der globalen Fertigungsindustrie offenkundig. Seit dem Beitritt zur Welthandelsorganisation im Jahr 2001 hat China seine Dominanz in der Wertschöpfungskette der Fertigungsindustrie gefestigt und war 2023 für fast 30% der weltweiten Fertigungsproduktion verantwortlich. Der Anteil der USA ist dagegen von über 25% zu Beginn der 2000er Jahre auf etwa 17% zurückgegangen. Es überrascht daher nicht, dass Präsident Trump seinen Unmut über die Deindustrialisierung des Landes zum Ausdruck gebracht hat und grosses Interesse daran zeigt,

Arbeitsplätze im verarbeitenden Gewerbe zurück in die USA zu holen.

Ein weiteres Ungleichgewicht ist im Privatkonsum zu finden. So geben die US-Konsumenten viel Geld aus, was sich nicht nur in der Binnenwirtschaft zeigt, wo die Ausgaben der privaten Haushalte etwa zwei Drittel des US-BIP ausmachen, sondern auch im Vergleich zu anderen Ländern (Grafik 2). Diese hohen Ausgaben stehen einer relativ niedrigen Sparquote gegenüber. Die Lage in China ist hingegen gerade umgekehrt. Die chinesischen Haushalte sparen auf hohem Niveau, wobei die nationale Sparquote im Jahr 2023 40% des BIP (Grafik 3) überstieg und damit weit über dem globalen Durchschnitt liegt.

Doch in den USA sind nicht nur die Konsumenten kaufreudig. Auch die US-Regierung gibt weiterhin deutlich mehr aus, als sie einnimmt, und treibt damit die Staatsverschuldung auf ein noch nie dagewesenes Niveau. Hier kommen fiskalische Ungleichgewichte – insbesondere Haushaltsdefizite – ins Spiel. Im Januar prognostizierte das Congressional Budget Office, dass das staatliche Haushaltsdefizit in diesem Jahr USD 1,9 Billionen erreichen und die Staatsverschuldung bis 2035 auf 118% des BIP steigen wird. Solche Ungleichgewichte schaffen auch Verwundbarkeiten. Eine hohe Staatsverschuldung kann zur Verdrängung privater Investitionen und zu höheren Kreditkosten führen. Schon jetzt zählen die US-



Schuldzinsen zu den grössten Posten im Bundeshaushalt. Zudem können diese globale Auswirkungen haben und die Zinssätze sowie das Vertrauen der Anleger weltweit beeinflussen. Haushaltsungleichgewichte findet man indes auch anderswo – viele Mitgliedstaaten der Europäischen Union stehen vor ähnlichen Herausforderungen.

Kommen wir zu den Ungleichgewichten im Bereich der Investitionen. Hierbei bezieht sich «Investition» nicht unbedingt auf das, was einzelne Konsumenten in die Finanzmärkte stecken, sondern vielmehr auf das, was die Gesamtwirtschaft in Produktionskapazitäten investiert. Eine gängige Messgrösse ist die Bruttokapitalbildung, ausgedrückt als Prozentsatz des BIP. Nach Angaben der Weltbank (2023) übersteigt diese in China 41 % des BIP und liegt damit deutlich über den Werten anderer Schwellenländer (Indien: 33%) und Industriestaaten (Schweiz: 26%, USA und Deutschland: 22%, Grossbritannien: 17%)¹².

Währungsungleichgewichte an den Devisenmärkten sind ein weiterer Grund zur Besorgnis. Ist die Währung eines Landes im Vergleich zu anderen über- oder unterbewertet, kann dies zu Verzerrungen der Handelsströme und Investitionsmuster führen. Eine unterbewertete Währung kann beispielsweise bewirken, dass Exporte billiger und Importe teurer werden, was dem Land einen unfairen Wettbewerbsvorteil verschafft. Währungsungleichgewichte erschweren auch die Geldpolitik, da die Zentralbanken zwischen der Stabilisierung der Wechselkurse und der Verfolgung binnenwirtschaftlicher Ziele abwägen müssen. Asiatische Volkswirtschaften wurden schon oft beschuldigt, ihre Währungen künstlich schwach zu halten. Das US-Finanzministerium hat China im Jahr 2019 und Vietnam im Jahr 2020 offiziell als Währungsmanipulatoren bezeichnet. Japan wurde in den letzten Jahren zwar nicht als solcher klassifiziert, doch seine Geldpolitik, wie etwa die quantitative Lockerung der Bank of Japan, wurde gelegentlich dafür kritisiert, den Yen indirekt

zu schwächen. Solche Vorwürfe sind nicht nur auf Asien beschränkt. Die Schweiz, die seit 2016 auf der Beobachtungsliste des US-Finanzministeriums steht, wurde 2020 offiziell als Währungsmanipulator eingestuft. Auf der anderen Seite des Spektrums befinden sich die USA. Dort liegt die Überbewertung des US-Dollars weiterhin nahe dem Niveau, das zuletzt nach dem Plaza-Abkommen in den 1980er Jahren erreicht wurde.

Nicht zuletzt hat das Wiederaufflammen protektionistischer Massnahmen in den letzten Jahren die globale Wirtschaftssituation weiter verkompliziert. Protektionismus kann viele Formen annehmen: die Subventionen und der erzwungene Technologietransfer in China, die Anti-Dumping-Massnahmen und strengen Regulierungsstandards der Europäischen Union oder die hohen landwirtschaftlichen Einfuhrzölle der Schweiz, um nur einige zu nennen.

Wie könnte also (zumindest in der Theorie) das Gleichgewicht wiederhergestellt werden?

Wenn eine Volkswirtschaft mehr konsumiert als sie investiert, muss sie die Lücke durch Importe schliessen. Wenn sie umgekehrt weniger konsumiert als investiert, muss sie den Überschuss exportieren. Im Grunde bedeutet dies: Sobald Konsum und Investitionen (einschliesslich Fertigung) wieder ein normales Niveau erreichen, normalisiert sich auch die Handelsbilanz bzw. kommt wieder ins Gleichgewicht. Für die konsumorientierte US-Wirtschaft würde dies bedeuten, dass sie sich neu ausrichten muss, um die übermässige Binnennachfrage zu reduzieren. Gleichzeitig müsste eine stärkere globale Nachfrage angeregt werden, insbesondere in Europa, China und Japan.

Das zu erreichen, ist leichter gesagt als getan. Sowohl globale als auch länderspezifische Hürden erschweren den Prozess. Im Hinblick auf die globalen Herausforderungen liegt nur ein schmaler Grat zwischen der Wiederherstellung des Gleichgewichts und dem Risiko, die

10 Markt-Highlights

Wirtschaft in einen chaotischen Zustand des Protektionismus und der Deglobalisierung zu kippen.

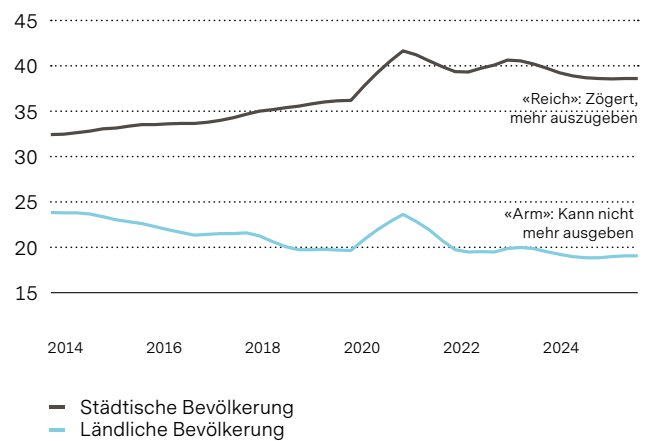
Für die USA stellen sich drei landesspezifische Herausforderungen: 1) Förderung inländischer Investitionen, 2) Reduzierung des Haushaltsdefizits und 3) Eindämmung des übermässigen Konsums. Um inländische Investitionen zu fördern, genügt es unserer Meinung nach nicht, die Handelspartner dazu zu drängen, «in Amerika zu produzieren». Wir sind der Auffassung, dass die USA im Gegenzug auch ihre eigene Infrastruktur modernisieren und ausbauen müssen. Beim Abbau des Haushaltsdefizits leistet der Handelskrieg zumindest bis zu einem gewissen Grad einen Beitrag. Laut Finanzministerium verringerte sich das US-Haushaltsdefizit im August um USD 35 Milliarden (ein Rückgang von 9% im Vorjahresvergleich), da die unter Trump verhängten Zölle die Nettozolleinnahmen um rund USD 22,5 Milliarden erhöhten. Höhere Zölle allein dürften dennoch nicht ausreichen, um die Haushaltsprobleme der USA zu lösen. Wie die USA ihren übermässigen Konsum eindämmen wollen, bleibt weiterhin offen (höhere Zölle könnten hierbei ein bisschen helfen, da sie wie eine Steuer für die Konsumenten wirken).

Derweil steht China vor der gewaltigen Herausforderung, Überinvestitionen und Überkapazitäten abzubauen, ohne seine Wirtschaft allzu arg zu strapazieren, insbesondere im Immobiliensektor. Der einst als «grösste Anlageklasse der Welt» bezeichnete Immobilienmarkt Chinas befindet sich seit fünf Jahren in einer Abwärtsspirale, ohne dass eine echte Kehrtwende in Sicht wäre. Die chinesischen Entscheidungsträger sind zurückhaltend, moralisches Fehlverhalten zu begünstigen (d. h. verschuldete Immobilienentwickler dazu zu ermutigen, noch mehr Risiken einzugehen, indem sie sich auf staatliche Rettungsmassnahmen verlassen), obwohl sie immer wieder intervenieren, um dem Sektor unter die Arme zu greifen, da sie keinen unkontrollierten Zusammenbruch des Immobilienmarktes riskieren wollen.

Auch die chinesische Automobilindustrie hat mit den Herausforderungen einer Überinvestition zu kämpfen. Wie Bloomberg berichtete, lag 2025 mehr als die Hälfte der Produktionskapazitäten des Landes brach¹³. Ähnliche Probleme plagten die Solarindustrie, wo Unternehmen im vergangenen Jahr fast ein Drittel ihrer Belegschaft entlassen haben, da die Verluste in der gesamten Wertschöpfungskette der Fertigung USD 40 Milliarden erreichten¹⁴. China hat kürzlich erste Schritte unternommen, um diese Probleme anzugehen. Im Rahmen der sogenannten «Anti-Involution»-Kampagne haben sich chinesische Politiker verpflichtet, aggressive Überkapazitäten und die

Grafik 4: Eine Herausforderung für China besteht darin, den Binnenkonsum anzukurbeln

Chinesische Sparquote, in %



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 1. Oktober 2025.















daraus entstehenden Preiskriege unter den Herstellern einzudämmen.

Die chinesischen Haushalte davon zu überzeugen, weniger zu sparen und mehr auszugeben, stellt eine weitere grosse Hürde dar. Ursache hierfür ist nicht nur die Lage am Immobilienmarkt, wo relativ wohlhabende Chinesen stark in Immobilien investiert haben, um Vermögen aufzubauen, sondern auch die Situation am Arbeitsmarkt. Die Jugendarbeitslosigkeit stieg im Juli auf 17,8%, was die Einkommensunsicherheit verschärfte und die Bedenken hinsichtlich der Angemessenheit des sozialen Sicherungsnetzes in China schürte. Um den Binnenkonsum anzukurbeln, muss China möglicherweise eine Art System zum wiederholten Einkommenstransfer von höheren zu niedrigeren Einkommensklassen einführen (Grafik 4).

Chinas «letzte verbleibende Herausforderung» ist die Aufgabe seiner strengen Währungspolitik. Trotz jahrelanger Versprechen, dem Markt mehr Einfluss auf den Yuan zu gewähren, greift die People's Bank of China weiterhin in den Devisenmarkt ein. Obwohl der Wechselkurs des Yuan etwas volatil geworden ist, da China seinen Griff leicht gelockert hat, bleibt das zugrunde liegende System streng kontrolliert¹⁵.

Die grösste Herausforderung für die Eurozone besteht unterdessen darin, ihre beharrliche Zurückhaltung bei Investitionen zu überwinden. In der Praxis lässt sich dies anhand der Nettoanlageinvestitionen in Prozent des BIP messen. Vor der weltweiten Finanzkrise entsprach

Grafik 5: Checkliste für die globale Wiederherstellung des Gleichgewichts

		WAS IST NOTWENDIG?	UNSERE EINSCHÄTZUNG DER WAHRSCHEINLICHKEIT
	GLOBAL	Ein Freihandelsumfeld	
	USA	Anreize für inländische Investitionen	
		Haushaltsdefizit reduzieren	
		Übermässigen Konsum eindämmen	
	CHINA	Überinvestitionen reduzieren	
		Unterstützung der Fertigungsindustrie einschränken	
		Währungssteuerung einstellen	
		Binnenkonsum fördern	
	EUROPA	Inländische Investitionen erhöhen	
		Wettbewerbsfähigkeit verbessern	

Hinweis: Nur zu Illustrationszwecken. Zeithorizont für die genannten Szenarien auf Sicht von sieben Jahren.

Quelle: Vontobel. Per 1. Oktober 2025.

der Investitionsanteil der Eurozone mit 6 bis 8% des BIP in etwa dem der USA. Die Finanzkrise dämpfte jedoch die Investitionsbereitschaft europäischer Unternehmen. Bis 2024 war der Anteil der Eurozone auf rund 3% gefallen, während die USA sich auf fast 6% erholt hatten – immer noch unter dem Niveau vor der Finanzkrise, aber fast doppelt so hoch wie in Europa¹⁶.

Neuaufrichtung wahrscheinlich, aber Ausmass und Zeitpunkt ungewiss

Das Fazit? Das heutige internationale Wirtschaftssystem weist erhebliche Ungleichgewichte auf (Grafik 5). Sind diese zu stark ausgeprägt, können sie die wirtschaftliche Stabilität gefährden (z. B. übermässiger Konsum in den USA, übermässige Subventionen in China und zu geringe Investitionen in Europa). Im Laufe der Zeit werden sich diese Ungleichgewichte zwangsläufig verringern – zum Teil aus der Not heraus. Die USA beispielsweise verfügen im Vergleich zu anderen Regionen nur über begrenzte fiskalische Möglichkeiten, um ihre Wirtschaft anzukurbeln. Die derzeitige US-Regierung versucht zwar, diese Ungleichgewichte in den Griff zu bekommen, sollte unseres Erachtens dabei jedoch vorsichtig vorgehen, da zu aggressive Handelsbarrieren nicht nur das Wirtschaftswachstum im

eigenen Land, sondern auch die Weltwirtschaft gefährden könnten. Andersorts führen Regierungen innenpolitische Massnahmen ein, um die Wiederherstellung des Gleichgewichts zu unterstützen, doch dieser Anpassungsprozess dürfte wohl schrittweise erfolgen. Die Wiederherstellung des Gleichgewichts in der Weltwirtschaft ist möglich, kann jedoch nicht über Nacht geschehen.

Von der Bremse



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

Die US-Notenbank Fed hat erstmals seit 2024 die Zinsen gesenkt und zwei weitere Senkungen für dieses Jahr signalisiert, während die Märkte bis Ende 2026 mit einer noch stärkeren Lockerung rechnen.

Im September senkte die Fed ihren Leitzins um 25 Basispunkte (Bp.) auf 4,00 bis 4,25 % – die erste Senkung seit Dezember 2024. Begründet wurde dies mit dem schwächeren Arbeitsmarkt: geringeres Beschäftigungswachstum, leicht höhere Arbeitslosigkeit und Indikatoren für sinkende Nachfrage nach Arbeitskräften. Trotz weiterhin über 2% liegender Inflation räumte die Fed erhöhte Risiken für die Beschäftigung ein. Die Prognosen deuten nun auf zwei weitere Senkungen in diesem Jahr hin, wodurch die Fed Funds Rate auf etwa 3,50 bis 3,75 % sinken würde.

Auch künftig dürfte die Geldpolitik datenabhängig bleiben, wobei weitere Schritte von der Inflation und den Bedingungen am Arbeitsmarkt abhängen werden. Die Märkte preisen jedoch eine zusätzliche Lockerung um 50 Bp. bis Ende 2026 ein – und gehen damit über die eigenen Prognosen der Fed hinaus. Die vom Markt implizierte «Untergrenze» der Fed, definiert als der niedrigste erwartete Leitzins in den kommenden drei Jahren,

ist ebenfalls gesunken (Grafik 1).

Die Anleihenmärkte sind nahezu perfekt bewertet¹⁷: Renditeaufschläge bei Investment-Grade- und Hochzinsanleihen liegen auf Jahrzehntetiefs und bieten kaum Puffer bei schwächeren Fundamentaldaten. Trotz offensichtlicher Risse am Arbeitsmarkt wirken die Märkte gelassen und bieten nur minimale Risikoprämien. Zwar nehmen Anleger das schwächere Umfeld wahr, doch starke Nachfrage, Kapitalzuflüsse und solide Fundamentaldaten drücken die Renditeaufschläge weiter.

Grafik 2 zeigt den Zusammenhang zwischen dem anfänglichen optionsbereinigten Renditeaufschlag und den 12-Monats-Mehrenditen bei Investment-Grade-Anleihen anhand von 15 Jahren monatlicher Daten. Jeder Punkt stellt den optionsbereinigten Renditeaufschlag (x-Achse) im Vergleich zur Mehrrendite im folgenden Jahr (y-Achse) dar. Eine Polynomkurve¹⁸ zeigt, wie sich die Mehrrenditen im Durchschnitt historisch in Abhängigkeit von den anfänglichen Renditeaufschlägen entwickelt haben. Wenn die Renditeaufschläge zu Beginn eng sind, sind die künftigen Mehrrenditen häufig flach oder negativ, da das Risiko einer Ausweitung das begrenzte Potenzial für eine weitere Verengung überwiegt. Auf diesen engen Niveaus gibt es kaum Spielraum für eine weitere Verengung, und schon eine geringe Ausweitung würde zu Verlusten führen. Kurz gesagt: Die früher möglichen Gewinne bei breiteren Renditeaufschlägen sind heute weitgehend ausgeschöpft. Zusätzliches Potenzial gäbe es unserer Meinung nach nur bei einer weiteren Einengung.

Grafik 1: Die Märkte preisen eine tiefere Talsohle im Lockierungskurs der Fed ein

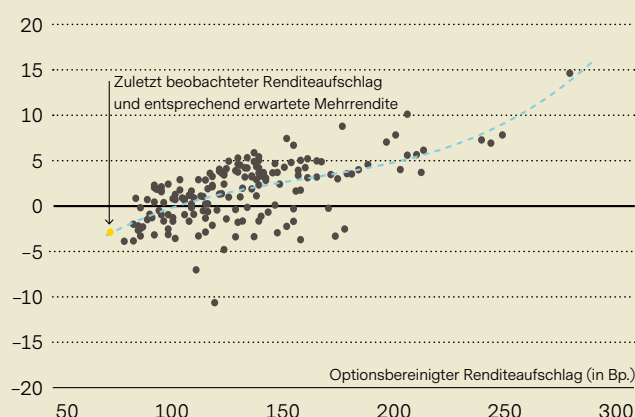
Marktimplizite «Untergrenze» der Fed, in %



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

Grafik 2: Können Anleger bei historisch niedrigen Renditeaufschlägen weiterhin mit Gewinnen rechnen?

Vorausschauende 12-Monats-Mehrenditen bei IG-Anleihen* in %



*Investment-Grade-Anleihen
Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 19. September 2025.

Schwellenländeraktien auf der Überholspur



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

An den globalen Aktienmärkten scheint der Technologiesektor das Steuer weiterhin fest in der Hand zu haben. In den USA ist dies nicht überraschend, da das Silicon Valley schon oft für eine Hausse nach der anderen gesorgt hat. Dass dies in den Schwellenländern ebenfalls der Fall ist, wo eine kleine Gruppe asiatischer Technologieunternehmen den Aktienmarkt beflügelt hat, überraschte einige Anleger dann aber doch.

Die globalen Aktienindizes kletterten im September auf Rekordniveau, da die Erwartungen der Anleger hinsichtlich einer Zinssenkung durch die US-Notenbank Fed gestiegen waren und positive Nachrichten aus der Technologiebranche eintrafen. Im S&P 500 Index überschritt die Marktkapitalisierung von Alphabet nach einem günstigen Kartellurteil die Marke von USD 3 Billionen. Oracle legte an einem einzigen Tag um mehr als 40% zu, nachdem bekannt wurde, dass sich der Auftragsbestand des Unternehmens dank der starken Nachfrage nach seiner Cloud-Infrastruktur für künstliche Intelligenz (KI) massiv erhöht hatte.

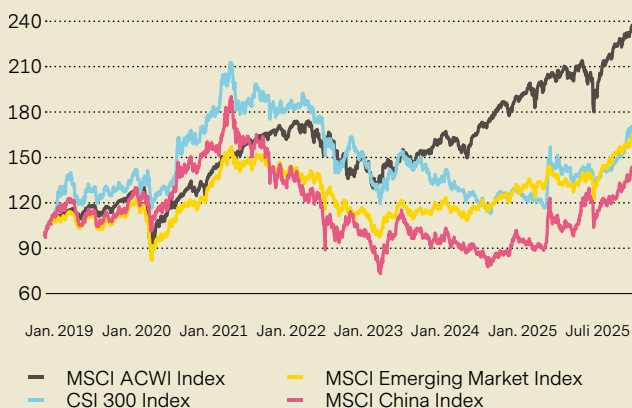
Doch auch die Schwellenländer verharrten nicht untätig am Rand. Der MSCI Emerging Markets Index stieg seit Jahresbeginn um fast 30% (in US-Dollar) und übertraf

damit seinen Höchststand von 2021 (Grafik 1). Wir sehen dafür zwei Hauptgründe. Erstens verfolgt China nach wie vor eine unterstützende Geldpolitik, indem die People's Bank of China weiterhin eine moderat akkommodierende Haltung einnimmt. Zweitens spielen die Fundamentaldaten eine entscheidende Rolle. Die Performance der Schwellenländeraktien konzentrierte sich auf etwa ein Dutzend asiatische Technologieunternehmen mit bedeutendem KI-Engagement (Grafik 2), die in den letzten Quartalen kontinuierlich mit positiven Ergebnissen überraschen konnten. Zusammen machen diese Unternehmen die Hälfte der Indexperformance seit Jahresbeginn aus – eine Struktur, die grosse Ähnlichkeit mit dem US-Markt aufweist, wo weniger als zehn Technologie- bzw. KI-Unternehmen fast 30% des Index nach Marktkapitalisierung ausmachen und etwa 60% der Performance seit Anfang Jahr erzielen.

Wir sind der Meinung, dass diese Konzentration in Verbindung mit dem sich beschleunigenden KI-Wettlauf den wachsenden Einfluss des Technologiesektors auf die globalen Aktienmärkte verdeutlicht – ein Trend, der bisher auf die USA konzentriert war, aber eine strukturelle Verschiebung der Führungsrolle auslösen könnte. Ausserdem zeigt sich unserer Ansicht nach die Notwendigkeit, genau zu beobachten, wie diese Unternehmen ihre massiven Investitionsausgaben in einem Umfeld zunehmenden Wettbewerbs und beschleunigter Marktdynamik monetarisieren können – was neue Marktführer hervorbringen, aber auch die Rentabilität anderer unter Druck setzen könnte. Ein deutliches Beispiel hierfür ist der jüngste Streit zwischen den USA und China über die Lieferung von KI-Chips durch Nvidia.

Grafik 1: Schwellenländeraktien erreichen höchsten Stand seit 2021

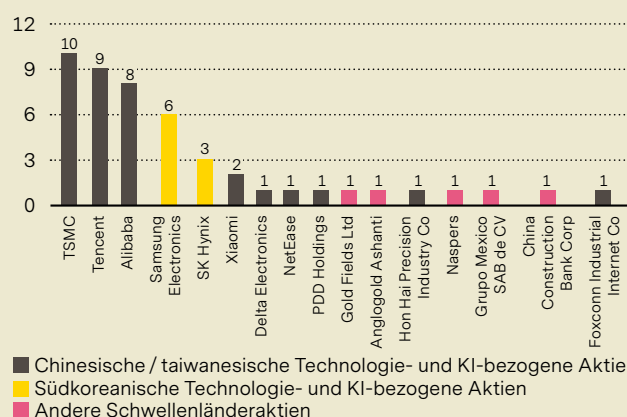
Gesamtrendite in % und in USD (indexiert auf Januar 2019 = 100)



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 19. September 2025. Erträge können infolge von Währungsschwankungen sowohl steigen als auch sinken.

Grafik 2: MSCI-EM-Gewinne zur Hälfte von Technologie- und KI-Aktien getrieben

MSCI EM Index, Beitrag der einzelnen Aktien seit Jahresbeginn, in %



■ Chinesische / taiwanische Technologie- und KI-bezogene Aktien
■ Südkoreanische Technologie- und KI-bezogene Aktien
■ Andere Schwellenländeraktien

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 19. September 2025. Erträge können infolge von Währungsschwankungen sowohl steigen als auch sinken. Hinweis: Einzelne Aktien dienen nur zur Veranschaulichung. Dies ist keine Anlageempfehlung.

Silber gibt Gas



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

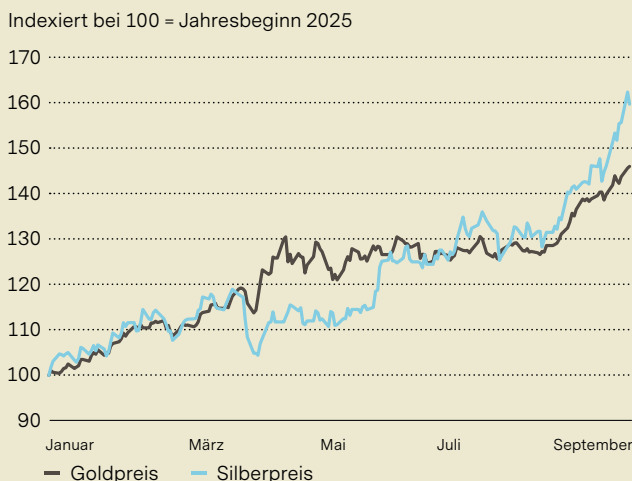
Gold ist das unbestrittene Schwergewicht unter den Edelmetallen: der sichere Hafen, der Wertspeicher. Silber – oft als sein kleiner Bruder bezeichnet – ist volatil und reagiert stärker auf wirtschaftliche Turbulenzen. In letzter Zeit hat Silber allerdings ordentlich Fahrt aufgenommen.

Gold setzte seine Rekordserie fort und übertraf im September die Marke von USD 3800 pro Unze (+46% seit Jahresbeginn). Ein entscheidender Impuls waren schwächer als erwartet ausfallende Daten. Vor dem Hintergrund eines sich abschwächenden US-Arbeitsmarktes – zwei enttäuschende Monatsberichte in Folge sowie eine jährliche Benchmark-Revision, wonach die US-Wirtschaft im Jahr bis März 911 000 Arbeitsplätze weniger geschaffen hatte als zuvor erwartet – haben die Anleger ihre Erwartungen an eine Zinssenkung in den USA hochgeschraubt. Niedrigere Zinsen steigern in der Regel die Nachfrage nach «zinslosen» Anlagen wie Gold. Zusätzliche Unterstützung erhielt der Goldpreis durch einen schwächeren US-Dollar und die anhaltende Nachfrage der Zentralbanken, wobei der wichtige Käufer China seine Reserven bereits den zehnten Monat in Folge aufstockte. Der (bis zum 1. Oktober bislang erfolglose) Versuch von Präsident Trump, Fed-Gouverneurin Lisa Cook abzusetzen, trug

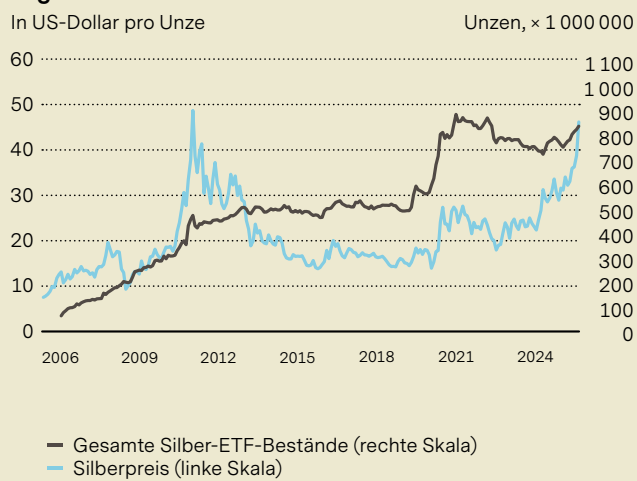
ebenfalls zur Hausse bei, weil dadurch die Befürchtungen hinsichtlich der Unabhängigkeit der Zentralbank verstärkt wurden.

Allerdings hat der kleine Bruder von Gold kürzlich auch Gas gegeben. Silber stieg auf über USD 46 pro Unze, ein Niveau, das zuletzt 2011 erreicht wurde, und verzeichnete damit seit Jahresbeginn einen Anstieg von fast 60% (Grafik 1). Mehrere Faktoren haben zu dieser Outperformance beigetragen. Silber hinkt bei einer Aufwärtsentwicklung in der Regel hinterher, wird jedoch häufig mit nach oben gezogen, wenn das Interesse an Metallen steigt. Schliesslich sorgt die Anlegernachfrage (privat und institutionell) durch starke Mittelzuflüsse in börsengehandelte Fonds (ETFs) für zusätzlichen Rückenwind (Grafik 2). Aus technischer Sicht hat sich das Gold-Silber-Verhältnis, das angibt, wie viele Unzen Silber zum Kauf einer Unze Gold benötigt werden, verringert. Obwohl es immer noch hoch ist, ist das Verhältnis gesunken, da Silber langsam aufholt. Für Anleger, die diese Kennzahl verfolgen, wirkte Silber im Vergleich zu Gold «günstig» – und dadurch insgesamt attraktiv¹⁹. Allerdings ist die Volatilität von Silber ein zweiseitiges Schwert. Der Preis kann stark ansteigen, aber ebenso schnell wieder fallen. Die industrielle Nachfrage macht 55% der gesamten Silbernachfrage aus. Folglich sind die Preise anfälliger für Rückschläge, wenn die Erwartungen an eine Zinssenkung schwinden oder die industrielle Nachfrage nachlässt. Zu beachten ist auch die Nachfrage nach Schmuck, die rund 17% der gesamten Silbernachfrage ausmacht. Die Branchenorganisation «The Silver Institute» erwartet für dieses Jahr einen Rückgang der Nachfrage nach Silberschmuck um 6%²⁰.

Grafik 1: Edelmetalle befinden sich auf der Überholspur



Grafik 2: Die Nachfrage nach Silber-ETFs hat zugenommen



Resilienz bei Euro und Schweizer Franken



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

Der Euro profitiert weiterhin von robustem Wachstum, moderater Inflation und stabilen geldpolitischen Aussichten. Da die US-Notenbank Fed ihre Lockerung fortsetzt, schrumpfen die Zinsdifferenzen, wodurch der Vorteil des US-Dollars geschmälert und der Euro gestützt wird.

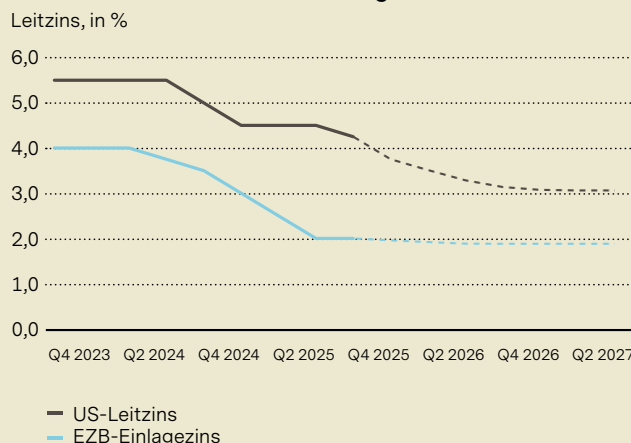
Die meisten Euro-Gewinne in diesem Jahr entstanden früh durch erwartete Fed-Senkungen und positive Daten aus dem Euroraum. Im Sommer flaute die Dynamik wegen Zollbedenken und starker US-Zahlen ab, doch der Aufwärtstrend hält an. Die Europäische Zentralbank (EZB) erwartet Inflation nahe dem Ziel und bis 2026 stabiles Wachstum von 1–1,2%. Mit nachlassender Inflation und solider Konjunktur dürfte ihr Lockerungszyklus beendet sein, während die Fed ihre Senkungen 2025 fortsetzt, was das Zinsgefälle zugunsten des Euro verschiebt (Grafik 1). Während die US-Renditen in absoluten Zahlen weiterhin höher sind, verringern die sinkenden Zinserwartungen den Vorteil des Dollars und stützen die Gemeinschaftswährung.

Der Schweizer Franken hat in diesem Jahr gegenüber dem Dollar um mehr als 12% zugelegt und ist gegenüber dem Euro stabil geblieben. Trotz Zinssenkungen um 175

Basispunkte seit Anfang 2024 hat sich die Währung als widerstandsfähig erwiesen. Die Inflation ist niedrig und bewegt sich nahe dem unteren Ende des Zielbands der Schweizerischen Nationalbank (SNB), während der Franken weiterhin von den starken Fundamentaldaten der Schweiz profitiert, darunter eine geringe Staatsverschuldung, eine solide Aussenhandelsposition und institutionelle Glaubwürdigkeit.

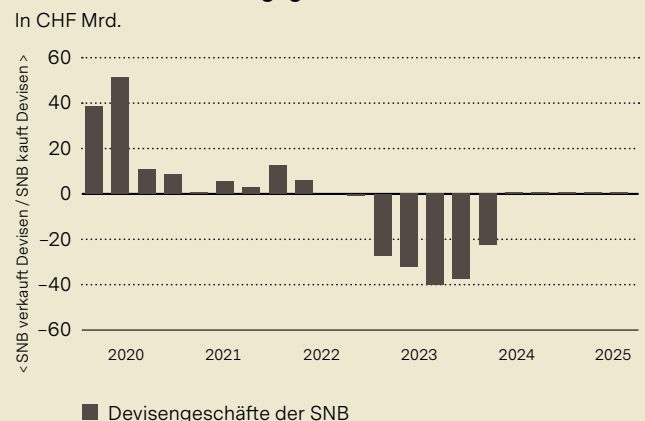
In einer Welt, die zunehmend sensibel auf Fiskalrisiken und die Schuldentragfähigkeit reagiert, sticht der Franken hervor. Die Märkte haben Währungen wie das britische Pfund und den japanischen Yen abgestraft, als die langfristigen Renditen aufgrund der Haushaltssorgen stiegen. Im Gegensatz dazu zog der Franken Kapital an, nicht nur als sicherer Hafen, sondern auch als strukturell solide Alternative. In Zukunft dürfte sich die SNB weiterhin auf die Inflation und nicht auf das Wachstum konzentrieren. Falls erforderlich, könnte sie unseres Erachtens die Zinsen erneut unter null senken (schliesslich hat sie die Märkte schon zuvor überrascht). Ein weiterer Hebel sind Deviseninterventionen, aber trotz ihrer Bereitschaft hat die SNB in den letzten fünf Quartalen kaum Massnahmen ergriffen (Grafik 2). Wir sind der Meinung, dass massive Interventionen derzeit Bilanzrisiken bergen und politische Gegenreaktionen hervorrufen könnten, insbesondere seitens der USA. Die Diskussion über die Wiedereinführung negativer Zinsen oder das Eingreifen in den Devisenmarkt erscheint uns eher als Warnung denn als wahrscheinliches Szenario. Solange die Inflation unter Kontrolle bleibt und die Deflationsrisiken begrenzt sind, scheint die SNB bereit zu sein, eine allmähliche Aufwertung des Frankens zu tolerieren.

Grafik 1: Die Pause der EZB und die Lockerung der Fed verändern die Zinsdifferenzen zugunsten des Euro



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

Grafik 2: Die SNB hat in den letzten Quartalen kaum in die Devisenmärkte eingegriffen



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

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	3,2	2,3	2,4	
Eurozone	0,9	1,5	1,2	1,1	
USA	2,8	2,1	1,6	1,7	
Japan	0,1	1,7	1,1	0,7	
Grossbritannien	0,9	1,2	1,3	1,1	
Schweiz	1,4	1,3	1,1	1,4	
Australien	1,0	1,8	1,6	2,2	
China	5,0	5,2	4,8	4,2	

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

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
EUR (Einlagenzins)	3,00	2,00	1,81	1,83	→
USD (Fed-Leitzins, obere Grenze)	4,50	4,25	3,91	3,43	↓
CHF	0,50	0,00	-0,09	-0,07	→

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
EUR (Deutschland)	2,37	2,70	2,68	2,83	↓
USD	4,57	4,08	4,20	4,14	↓
CHF	0,33	0,20	0,43	0,54	↓

WECHSELKURSE	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
CHF je EUR	0,94	0,93	0,94	0,96	↑
CHF je USD	0,91	0,79	0,80	0,80	↓
USD je EUR	1,04	1,18	1,19	1,22	↑

ROHSTOFFE	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN⁵
Brent-Rohöl, USD je Barrel	75	68	63	64	↑
Gold, USD je Feinunze	2625	3666	3400	3570	↑
Kupfer, USD je Tonne	8768	9996	9588	9773	→

Hinweis: Stand der Einschätzungen ist per 18. September 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,

18 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 Verreiber 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 Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 17. September 2025. www.bloomberg.com/news/articles/2025-09-17/fed-cuts-rates-quarter-point-signals-labor-market-concerns
- ² Der Dot Plot ist ein von der Fed veröffentlichter Chart. Er zeigt die individuellen Zinserwartungen der Fed-Vertreter für die Zukunft. Jeder Punkt steht für die Prognose eines einzelnen Entscheidungsträgers.
- ³ Von Regierungen ausgegebenes Geld, das nicht durch physische Rohstoffe wie Gold oder Silber gedeckt ist, aber dennoch einen Wert besitzt, weil die Menschen Vertrauen in die ausgebende Regierung haben, wie etwa der US-Dollar, der Euro oder der japanische Yen.
- ⁴ Quelle: Artikel von Barrons, veröffentlicht am 17. September 2025. www.barrons.com/livecoverage/fed-september-meeting-interest-rate-announcement/card/miran-was-the-sole-dissent-XEtjd84RlcYMhGAUdlaq
- ⁵ US-Bundesgesetz, das 2025 von US-Präsident Donald Trump unterzeichnet wurde. Es bündelt umfassende Steuersenkungen, Ausgabenprogramme und politische Änderungen.
- ⁶ «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.
- ⁷ «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.
- ⁸ «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.
- ⁹ Die Bretton-Woods-Institutionen (Internationaler Währungsfonds und Weltbank) wurden 1944 auf der Währungs- und Finanzkonferenz der Vereinten Nationen in Bretton Woods, New Hampshire, gegründet, um die Währungsstabilität zu sichern und die globale Entwicklung zu fördern.
- ¹⁰ Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 23. April 2025. www.bloomberg.com/news/articles/2025-04-23/bessent-says-us-backs-imf-world-bank-while-calling-for-reforms
- ¹¹ Sie dienen als primäre Nachfragequelle für globale Waren und Dienstleistungen, wenn es anderen Volkswirtschaften schwerfällt, ausreichende Binnenausgaben zu generieren.
- ¹² Quelle: Weltbank, per 16. September 2025. data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS?locations=CN
- ¹³ Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 19. Juni 2025. www.bloomberg.com/news/articles/2025-06-19/massive-overcapacity-threatens-to-prolong-china-s-car-price-war
- ¹⁴ Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 13. Juni 2025. www.reuters.com/sustainability/climate-energy/china-solar-industry-address-overcapacity-challenge-turnaround-far-off-experts-2025-06-13/
- ¹⁵ Die chinesische Regierung, hauptsächlich über die People's Bank of China, steuert den Wert des Yuan, anstatt ihn vollständig durch Angebot und Nachfrage des freien Marktes bestimmen zu lassen. Das bedeutet, dass die Regierung strenge Grenzen dafür setzt, wie weit und wie schnell sich die Währung bewegen kann.
- ¹⁶ Zahlen basieren auf LSEG-Daten, Stand 19. September 2025.
- ¹⁷ «Perfekt bewertet» beschreibt eine Situation, in der der aktuelle Marktpreis einer Aktie oder eines Vermögenswerts bereits davon ausgeht, dass das Unternehmen starke Ergebnisse liefert – also kräftiges Wachstum, keine Rückschläge und erfüllte oder übertroffene Erwartungen. Da alle guten Nachrichten schon eingepreist sind, bleibt in der Regel wenig Spielraum für weiteres Aufwärtspotenzial, und selbst kleine Enttäuschungen können zu Kursverlusten führen.
- ¹⁸ Eine Polynomkurve ist eine angepasste Linie, die in Grafiken verwendet wird, um nichtlineare Zusammenhänge zwischen Variablen darzustellen.
- ¹⁹ Das Gold-Silber-Verhältnis ist eine Kennzahl und möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Anlageentscheidungen sollten die individuellen Ziele, die finanzielle Situation und die Risikotoleranz berücksichtigen und nicht ausschliesslich auf dieser Kennzahl basieren.
- ²⁰ Quelle: Pressemitteilung des Silver Institute, veröffentlicht am 29. Januar 2025. silverinstitute.org/global-silver-market-forecast-to-remain-in-a-sizeable-deficit-in-2025/

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

