

Die Weltwirtschaft hält sich ganz ordentlich und die USA haben sich nach einem schwierigen ersten Halbjahr wieder gefangen. Europa mag ein bisschen an Schwung verlieren, kann aber das Niveau dank Deutschland und dem Dienstleistungssektor halten. Chinas exportorientiertes Wirtschaftsmodell ist ein Auslaufmodell. Über kurz oder lang wird die chinesische Regierung deutliche Anpassungen zugunsten des Binnenmarktes vornehmen müssen. Gold ist und bleibt ein wichtiges Thema im Markt und im Portfolio. Nach der letzten Aufwärtsbewegung ist eine Konsolidierung zwar überfällig, aber es gibt weiterhin genug Gründe für einen starken Goldpreis. Im Global Innovation Index wurde die Schweiz erneut zum innovativsten Land der Welt erkoren. Es ist aber nicht alles Gold, was glänzt. An den Aktienmärkten fehlt es nicht an Risiken. Wir ordnen die Chancen an den Aktienmärkten im vierten Quartal aber höher ein und erhöhen bei der taktischen Asset-Allokation Aktien auf "Neutral".

Marktdaten	Index	Stand	Veränderung seit		Markt- P/E-26
		25.09.25	26.09.24	31.12.24	
New York	Dow Jones Ind. Avge	45'947	8.9%	8.0%	21.4x
New York	S&P 500	6'605	15.0%	12.3%	23.5x
New York	Nasdaq	22'385	23.1%	15.9%	26.8x
Europa	Stoxx-50 Euro	5'473	8.7%	11.8%	15.3x
Tokio	Nikkei 225	45'355	16.5%	13.7%	21.9x
Schweiz	Swiss Perf. Index	16'512	1.4%	6.7%	18.0x
Swiss Bond Index	Rendite CHF	0.21%	-53 bps	-36 bps	
USD/CHF		0.80	-5.5%	-11.9%	
EUR/CHF		0.93	-1.3%	-0.7%	

Die Schweiz – das innovativste Land der Welt

Global Innovation Index 2025 – Rangliste der Top 10 Länder

Rang	2022	2023	2024	2025
1	Schweiz	Schweiz	Schweiz	Schweiz
2	USA	Schweden	Schweden	Schweden
3	Schweden	USA	USA	USA
4	UK	UK	Singapur	Südkorea
5	Südkorea	Singapur	UK	Singapur
6	Niederlande	Finnland	Südkorea	UK
7	Finnland	Niederlande	Finnland	Finnland
8	Singapur	Deutschland	Niederlande	Niederlande
9	Dänemark	Dänemark	Deutschland	Dänemark
10	Deutschland	Südkorea	Dänemark	China

Die World Intellectual Property Organization (WIPO) publiziert seit 2007 den Global Innovation Index (GII), der weltweit die Innovationskraft von Ländern misst. Der Bericht bewertet 140 Volkswirtschaften anhand von etwa 80 Indikatoren. Im Bericht vom September 2025 belegen die Schweiz, Schweden und die USA die ersten drei Ränge. Die Schweiz bleibt global führend, insbesondere aufgrund konstant hoher Innovationsleistung und Investitionen in Forschung und Entwicklung (F&E), starker Patentintensität und dynamischen Wirtschaftsräumen (z. B. Zürich als Innovation Hub für globale

Technologieunternehmen). Die Schwächen der Schweiz sind die zu geringe Verfügbarkeit und Venture-Capital-Aktivitäten, welche (ganz im Gegensatz zu den USA) die Dynamik junger Innovationsfirmen einschränken. China schafft es erstmals in die Top 10 (Rang 10) und verdrängt damit Deutschland auf Rang 11. Bei den F&E-Ausgaben belegt China den 2. Platz und bei Patentanmeldungen liegt es an der Spitze. Diese Dynamik zeigt, dass man sich nicht auf seinen Lorbeeren ausruhen darf. Die Schweizer Politik tut gut daran, sich dessen bewusst zu sein.

Im Zweifel für den Angeklagten

An Risiken und Unsicherheiten fehlt es wahrlich nicht, und dennoch scheinen die Aktienmärkte dem schwierigen Umfeld zu trotzen. Der sonst eher schwache Aktienmonat September hielt sich gut und der MSCI Welt (in CHF) stieg um +1.1%. In wenigen Tagen beginnt das vierte Quartal, das historisch gesehen ein aktienfreundliches Quartal ist. Bei Statistiken bestätigt aber die Ausnahme die Regel und eine Aktienmarktkorrektur von -10% liegt allemal im Bereich des Möglichen. Ein Faktor, der eine solche Korrektur auslösen könnte, ist der alljährliche Budget-Knatsch in den USA. Findet sich im Kongress keine Einigung, käme es zu einem vorübergehenden Regierungs-Shutdown. Die offizielle Deadline ist der 30. September. Ein anderes, deutlich grösseres Risiko ist, dass D. Trump von V. Putin enttäuscht, wenn nicht sogar tief gekränkt ist. Damit ist die Wahrscheinlichkeit sprunghaft gestiegen, dass D. Trump sekundäre Sanktionen/Zölle auf den Import russischen Rohöls verhängen könnte. Sein Dilemma und Unmut zugleich ist, dass Europa als kriegsfinanzierende Partei immer noch russisches Rohöl kauft. Sollte es zu einer Preiskorrektur an den Aktienmärkten kommen, gibt es aber gute Gründe, investiert zu bleiben. Erstens befinden wir uns möglicherweise in der letzten Phase eines Bullenmarktes und diese gehört historisch gesehen zu den lukrativsten Aktienmarktphasen. Ein weiterer Grund sind die gewaltigen Investitionen und Hoffnungen in die Künstliche Intelligenz. Diese sind losgelöst von geopolitischen oder makroökonomischen Risiken und wirken weiterhin positiv auf die Wirtschaft und die Aktienmarktstimmung. Der dritte Grund ist der anhaltende politische Druck der Trump-Regierung auf die US-Fed, die Leitzinsen schneller zu senken. Dies treibt den Markt ebenfalls. Zu guter Letzt wächst der Druck auf China täglich weiter an, fiskalpolitisch deutliche Zeichen für einen stärkeren Binnenkonsum zu setzen. Wir tragen diesen Umständen Rechnung und haben bei Aktien aufgestockt – ganz im Sinne von "in dubio pro reo". (her)

Konjunktur

Der Composite Flash PMI für Europa ist leicht gestiegen. Hauptgrund dafür war ein sehr starker Anstieg im deutschen Services-PMI. Alle anderen Komponenten waren eher schwach. Auch die Flash Indizes für die USA, Japan, Australien, Indien und England haben korrigiert. Ein Rückgang des globalen PMIs ist fast unausweichlich. Er sollte aber nicht so stark sein, dass er den Aufwärtstrend über drei Monate gefährdet. Damit bleiben die Erwartungen bezüglich einer leicht positiven Entwicklung der Unternehmensergebnisse intakt. Unternehmensergebnisse werden aber nicht nur von der Umsatzentwicklung, sondern auch von der Preisentwicklung beeinflusst. Hier sind die US-Preisindizes aus

Zinssenkungserwartungen

Die US-Notenbank hat die Leitzinsen im September mit Verweis auf einen schwächeren Arbeitsmarkt um 0.25% gesenkt. Dies war die erste Zinssenkung seit dem vierten Quartal 2024, als die Fed die Leitzinsen um insgesamt 1% gesenkt hatte. Weil Zinssenkungszyklen häufig dynamisch sind, reagiert der Markt entsprechend euphorisch. Er kann mit seinen Erwartungen richtig liegen, wenn der erwähnte Margendruck dazu führt, dass Unternehmen Kostensenkungsmaßnahmen einleiten und die Wirtschaft sich merklich abkühlt. Könnten hingegen alle Kosten auf die Konsumentinnen und Konsumenten abgewälzt werden, würde die Wirtschaft wachsen und die Inflation steigen. In diesem Fall wäre

Importabhängigkeit

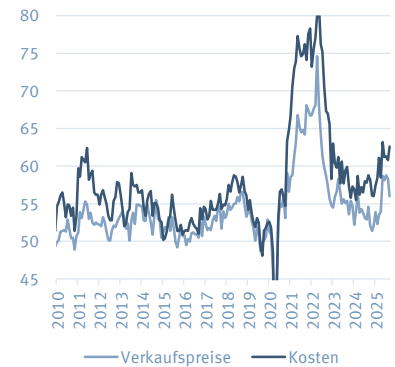
Neben den US-amerikanischen Unternehmen sowie Konsumentinnen und Konsumenten könnten auch die ausländischen Produktionsbetriebe die Last der Zölle tragen, um US-Marktanteile zu verteidigen. Um dies zu prüfen, könnte man auf den US-Importpreisindex schauen, der die Importpreise ohne Zölle, Steuern und Transportkosten misst. Hier verlangsamt sich der Anstieg, er bleibt aber positiv. Dies allein zu betrachten ist aber irreführend, weil auch die Entwicklung des US-Dollars einen Einfluss auf die Importpreise hat. Um den Währungseinfluss zu berücksichtigen, muss ein handelsgewichteter Wechselkurs (TWI) herangezogen werden. Die Gewichte des TWI der Fed werden aktuell jährlich angepasst und

der PMI-Indexfamilie spannend. Nach einem deutlichen Anstieg der Dynamik in der Entwicklung der Verkaufspreise ist hier eine merkliche Beruhigung zu verzeichnen. Entweder die Zölle sind bereits weitergegeben, oder sie können nicht weitergegeben werden. Anders sieht es bei den Kosten aus: Hier steigt die Dynamik – ausgehend von einem bereits hohen Niveau – mit dem Auslaufen der Vorzieheffekte weiter an. Steigen die Kosten schneller an als die Preise, ist das in der Regel ein schlechtes Zeichen – zum einen für die Unternehmensgewinne, aber auch für die Teuerung. Die Differenz der Preis- und Kostenentwicklung ist tatsächlich ein Vorlaufindikator für die Inflation und sie ist merklich gestiegen.

sogar über Zinserhöhungen nachzudenken. Nun gibt es nicht nur Schwarz oder Weiss. Zu erwarten ist vielmehr, dass Unternehmen sowie Konsumentinnen und Konsumenten sich die Kosten der Zölle teilen und die Fed die Zinsen schneller oder langsamer senkt. Das Tempo der Zinssenkungen ist entscheidend, weil für die Finanzmärkte wie so oft die Veränderung wichtiger ist als das Niveau. "Gut" wäre, wenn der Zinsrückgang mindestens so schnell erfolgen würde wie vor einem Jahr. Im Jahresvergleich sinkende Zinsen begünstigen in der Regel die Bewertungen an den Märkten. Auf die Unterstützung der EZB kann sich der Markt nicht verlassen. Sie wird das Tempo des Vorjahres nicht halten können.

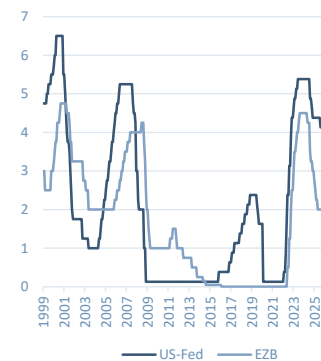
bilden weitgehend die Gewichte des Importpreisindex ab. Vergleicht man die Zeitreihen, zeigt sich, dass ein schwächerer US-Dollar mit leichten Verzögerungen zu höheren Importpreisen führt. Seit März erkennt man die hohe Volatilität im US-Dollar, die sich noch nicht in den Importpreisen zeigt. Betrachtet man das Verhältnis von TWI und Importpreisindex, ist dieses mit Ausnahme einiger Spitzen recht konstant. Das ist ein Indiz dafür, dass die Zölle die Importpreise nicht verändern, sprich, dass keine Preiszugeständnisse gemacht werden. Wenn überhaupt, dann ist das Verhältnis seit März leicht überdurchschnittlich, was bedeuten würde, dass Exporteure bei Vertragsabschluss eine kleine Risikoprämie oder Aufwandsentschädigung verlangen.

USA: PMI-Preisindizes



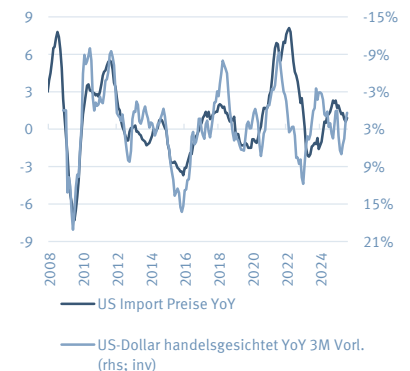
Es scheint, als könnten US-Unternehmen die Zölle nicht so gut auf die Konsumentinnen und Konsumenten abwälzen. Die Kosten steigen wesentlich schneller als die Preise. Das ist entweder ein Inflations- oder ein Konjunkturrisiko.

Leitzinsen



Neben dem Niveau der Zinsen hat auch ihre jährliche Veränderungsrate einen Einfluss auf die Märkte. Gut wäre für die Bewertungen, wenn die US-Zinsen mindestens so schnell sinken würden, wie sie dies Ende 2024 getan haben.

Importpreise und handelsgewichteter USD



Das Verhältnis von US-Dollar-Bewegungen und Importpreisen legt nahe, dass ausländische Exporteure infolge der US-Zölle bisher keine Preiszugeständnisse machen. Wenn überhaupt, dann machen sie einen höheren Aufwand geltend.

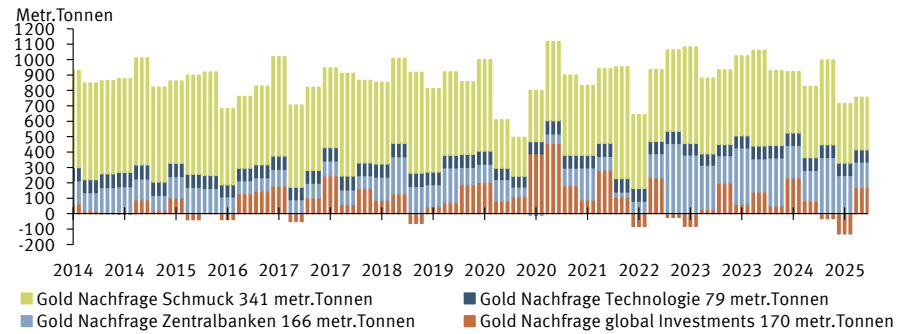
Gold spielt in einer eigenen Liga

Der Goldpreis hat seit Jahresbeginn in USD um satte 43% und in CHF um 26% zugelegt – eine eindrückliche Bilanz, die das Edelmetall erneut ins Rampenlicht rückt. Während Aktienmärkte ihre Bewegungen mit Gewinnen, Zinsen oder der Konjunktur erklären lassen, entzieht sich Gold weitgehend dieser Logik. Es ist zugleich Wertspeicher, Inflationsschutz und geopolitischer Seismograf und spielt damit in einer eigenen Liga. Für Anlegerinnen und Anleger stellt sich die Frage, wie sie mit dem jüngsten Preisausbruch umgehen sollen und welche Preiskorrekturen drohen könnten.

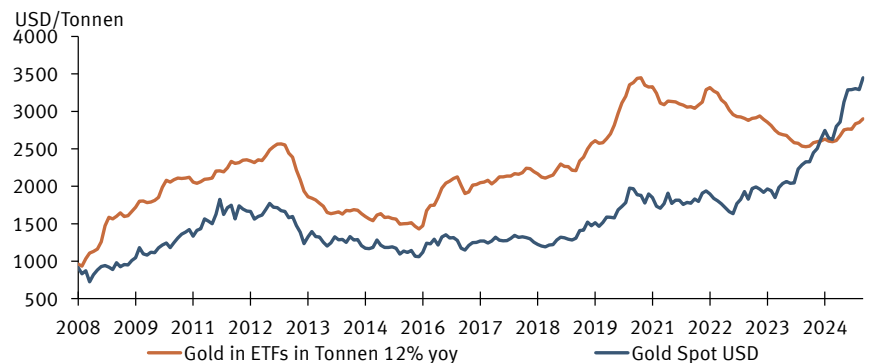
Treiber des Goldpreises

Die positiven Impulse sind vielfältig. Historisch betrachtet zeigt sich eine enge, negative Korrelation von Gold und den Realrenditen in den USA. Über 20 Jahre lang war dieser Mechanismus fast ein Naturgesetz und wurde mit Russlands Invasion in die Ukraine und dem Einfrieren russischer Währungsreserven durch den Westen 2022 ausser Kraft gesetzt. Dies führte dazu, dass Zentralbanken, allen voran jene Chinas, zu strukturellen Goldkäufern wurden, um ihre Währungsreserven zu diversifizieren. Andere historisch belegte Treiber sind die geopolitischen Unsicherheiten sowie ein schwächerer US-Dollar. Ein neues, wesentliches Element der aktuellen Gold-Hausse sind D. Trumps Druckversuche auf die US-Fed sowie die Ernennung von Stephen Miran als neues Mitglied der US-Zentralbank. Beides befeuert Spekulationen über eine mögliche Politisierung der Geldpolitik und treibt den Goldpreis in die Höhe. Der jüngste Preisausbruch ist unweigerlich übertrieben, und eine Preiskorrektur oder Konsolidierung wäre überfällig. Eine solche zu "timen" versuchen, wäre aber falsch, da der strukturelle Treiber "Zentralbankenkäufe" weiterhin intakt ist, geopolitisch vorderhand keine friedlichere Welt erwartet wird, US-Zinssenkungen die Opportunitätskosten von Gold senken und neben den Zentralbanken private wie auch institutionelle zyklische Investorinnen und Investoren hinzukommen könnten. Grafik 2 zeigt den Goldpreis und die gesamte gehaltene Menge an physischem Gold in Tonnen von den grössten Gold ETFs der Welt (BlackRock, Deutsche Bank, ETF Securities, Merk, Mitsubishi, New Gold, Raiffeisen, SPDR, Standard Bank, UBS, ZKB etc.). Es handelt sich hierbei vor allem um institutionelle und private Akteure, die eher zyklische Käufe

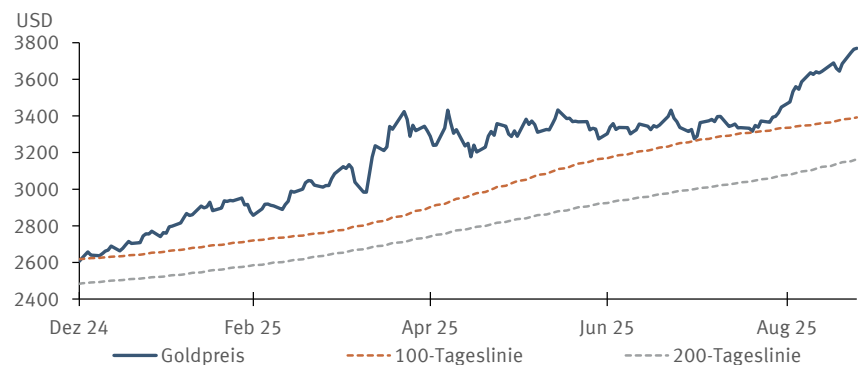
Grafik 1: Segmente der Goldnachfrage (zeitverzögert mit Stand Juni 2025)



Grafik 2: Goldpreis und Goldlager der grössten ETFs in Tonnen



Grafik 3: Goldpreis sowie 100- und 200-Tageslinie



tätigen. Im Jahresvergleich ist die total gehaltene Menge an physischem Gold um 12% auf 2953 Tonnen gestiegen. Der Höchstwert wurde im Oktober 2020 mit 3450 Tonnen erreicht. Damit liegt der derzeitige Wert noch rund 14% unter dem Höchstwert. Sprich, je nach Umfeld kann die Nachfrage nach physischem Gold von zyklischen Käuferinnen und Käufern zunehmen und den Goldpreis stützen.

Mögliche Preiskorrektur und Konklusion

Der Goldpreis bleibt ein Spielball zwischen strukturellen Käufen, spekulativen Erwartungen und klassischen Marktkräften. Bei einer Preiskorrektur orientieren wir uns an zwei technischen Merkmalen, nämlich der 100-Tageslinie und

der 200-Tageslinie (Grafik 3). Eine Korrektur auf die 100-Tageslinie zurück in den Seitwärtskanal von April 2025 würde –10% bedeuten; bei einer Korrektur auf die 200-Tageslinie wären es –15%. Nach der starken Aufwärtsbewegung lässt sich über den fairen Wert von Gold nur spekulieren. Für einen weiterhin starken Goldpreis sprechen die Käufe von Zentralbanken, institutionellen Anlegern und Privaten aufgrund geopolitischer Risiken. D. Trumps politischer Druck auf die US-Fed wirkt auf beide Seiten und macht den Goldpreis volatiler. Den Markt zu "timen" ist nicht ratsam. Die Konklusion für Anlegerinnen und Anleger ist, dass Gold trotz möglichem Rücksetzer im Portfolio ein wertvoller Baustein bleibt. (her)

Übersicht

Ein ausgewogenes Portfolio sollte derzeit breit diversifiziert sein und eine

gewisse Cash-Position halten, um auf Veränderungen reagieren zu können.

Regionen / Währungen

Aktien - Beurteilung und historische Performance					Obligationen					Wechselkurs	
Beurteilung		Perform. %			Beurteilung		Laufzeiten Jahre			gegen CHF	
alt	neu	1 Mo	12 Mo		alt	neu	0-3	3-5	5-10	alt	neu
Europa Euro (Stoxx-50)	0	0	2	9	EUR	0	0	0	0/+	0	0
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	0	12	GBP	-	-	-	-	0	0
USA (S&P 500)	-	-	2	15	USD	0/+	0/+	0/+	0/+	0	0
Japan (Nikkei 225)	0	0	7	17	JPY	0	0	0/-	0/-	0	0
Schweiz (SPI)	0	0	-2	1	CHF	0	0	0	0/+		

Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	-	-	3	9
Grundstoffe	+	+	0	-2
Investitionsgüter	0	0	0	14
Zyklischer Konsum	0/+	0/+	1	14
Nichtzykl. Konsum	+	+	-3	-2
Gesundheitswesen	+	+	-2	-12
Finanzwerte	0/-	0/-	0	24
Info Technologie	-	-	6	25
Medien/Telekom	0/+	0/+	6	35
Versorger	0/+	0/+	0	8
Immobilien	0	0	0	0

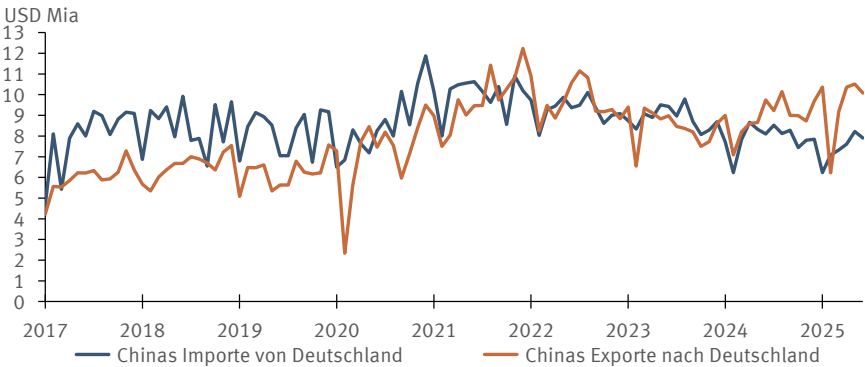
Trendwende mit Signalwirkung

Seit April 2024 exportiert China mehr Waren nach Deutschland, als es aus der Bundesrepublik importiert. Dies ist ein bemerkenswerter Bruch mit der jahrzehntelangen Rolle Deutschlands als Exportweltmeister. Dieser Trend hat sich seither verstärkt und verdeutlicht den strukturellen Wandel in der globalen Handelslandschaft. Zwei zentrale Gründe erklären diese Trendwende.

Industrielle Offensive

Als ab Ende 2021 die chinesischen Immobilienpreise fielen und der Immobiliensektor in eine Krise schlitterte, griff Peking entschlossen ein. Mit massiven Förderprogrammen lenkte man Kapital gemäss dem Fünfjahresplan 2021–2025 in die Fertigung und in Schlüsselindustrien wie die Automobil-, Roboter- und Halbleiterindustrie sowie die Luftfahrttechnik. Das Ergebnis ist eine Fertigungsindustrie, die technologisch hochentwickelt und international konkurrenzfähig ist. Chinas produktionsorientierte Wirtschaft mit ihren Überkapazitäten stösst aber nun an ihre Grenzen. Mit D. Trumps Zollpolitik wird China der Zugang zum wichtigsten Absatzmarkt

Chinas monatliche Importe von und Exporte nach Deutschland



erschwert. Die überschüssige Produktionskapazität sucht neue Abnehmer, mit spürbaren Folgen für Europa. Deutschland etwa weist inzwischen ein Handelsdefizit gegenüber China auf. Es ist anzunehmen, dass Europa, Deutschland und auch andere Länder beginnen werden, Importbeschränkungen zu erheben, um ihre eigene Wirtschaft und Industrie zu schützen.

Technologische Innovationskraft

Laut aktuellem Ranking der Weltorganisation für geistiges Eigentum (WIPO) verdrängte China (neu auf Platz 10) Deutschland (neu auf Platz 11) aus den Top 10 der innovativsten Nationen.

Dieser Erfolg ist nicht allein auf die Grösse zurückzuführen, sondern widerspiegelt signifikante Verbesserungen in Technologie, Ingenieurskunst und Effizienz. Deutschland hat hier an Boden verloren.

Konklusion

Chinas industrielle Basis hat gewaltige Fortschritte erzielt, doch das exportgetriebene Modell mit seinen Überkapazitäten ist ein Auslaufmodell. Um nachhaltig zu wachsen, muss Peking den Binnenkonsum und den Dienstleistungssektor massiv stärker fördern, sonst verstärken sich die deflationären Tendenzen in der Wirtschaft. Diese Neuausrichtung dürfte eher früher als später einsetzen und sich positiv auf den Aktienmarkt auswirken. (her)

Heinz Rüttimann (her), Investment Office, +41 44 639 13 94; heinz.ruettimann@rahnbodmer.ch
Thorsten Küchler (tk), Investment Office, +41 44 639 13 87; thorsten.kuechler@rahnbodmer.ch