R&A GROUP
RESEARCH & ASSET MANAGEMENT

Globale Anlagestrategie

Viertes Quartal 2025

© R & A Group Research & Asset Management AG · Bodmerstrasse 3 · CH-8002 Zürich
Phone +41-44-201 07 20 · e-Mail info@ragroup.ch · www.ragroup.ch

Übersicht

Weltwirtschaft

- Die Wirtschaftsdaten in Europa waren in den letzten Monaten besser als erwartet, was sich in gestiegenen Schätzungen der Ökonomen für das Wachstum in diesem Jahr widerspiegelt.
- In den USA ist die Datenlage uneinheitlich. Trotz Schwächezeichen am Arbeitsmarkt war das Wirtschaftswachstum, gemessen am Bruttoinlandprodukt, im dritten Quartal, nach einer eher verhaltenen ersten Jahreshälfte, wieder solide. Eine etwas schwächere US-Konjunktur bleibt wahrscheinlich, nicht aber eine Rezession.
- In den Welthandelsstatistiken zeigen sich zwar gewisse Spuren der US-Zölle, eine generelle Beeinträchtigung des Handels ist aber bislang nicht feststellbar.

Kapitalmärkte

- Für die Börsen sind die Daten bezüglich Konjunktur, Inflation, Geldpolitik, Bewertung und v.a. auch Gewinnwachstum unterstützend – insbesondere auch in Europa. Die Börsen Europas und der USA befinden sich am oberen Ende historischer Bandbreiten, was das Aufwärtspotenzial begrenzen dürfte, aber nicht zwingend auf eine bevorstehende Korrektur hinweist.
- Bei etwa stabil erwarteten Renditen bieten sich weiterhin mittlere Laufzeiten für Anleihekäufe an.

Inhalt

Teil 1: Performance-Übersicht	Seite 4
Teil 2: Weltwirtschaft – Aufschwung Europa	Seite 5
Teil 3: Geldpolitik – Fed im Zinssenkungsmodus	Seite 20
Teil 4: Anleihen – Konjunktur stützt Unternehmensanleihen	Seite 22
Teil 5: Weltwährungen – Dollar neigt zur Schwäche	Seite 32
Teil 6: Hedge Funds und Immobilien	Seite 35
Teil 7: Aktienmärkte – Europas Konjunktur spricht für Aktien	Seite 37
Teil 8: Rohstoffe – Ölpreise weiter gesunken, Gold gestützt	Seite 53
Teil 9: Anlagestrategie – Gute Gewinnentwicklung	Seite 56

Westeuropa: Erholung im Industriesektor

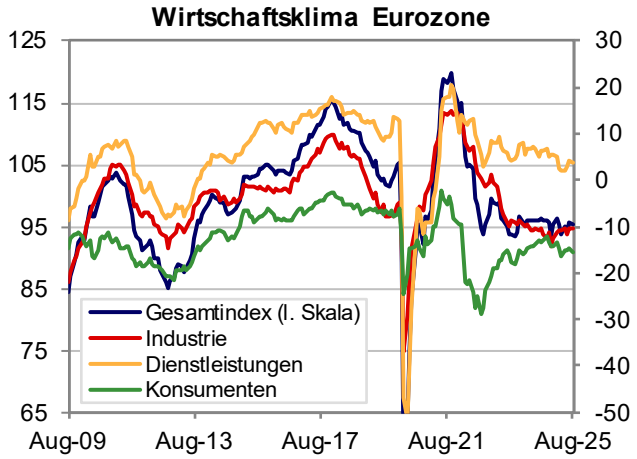
Europas Volkswirtschaften entwickeln sich in diesem Jahr insgesamt etwas besser als gedacht. Insbesondere sind die Zeichen der Stabilisierung im Industriebereich positiv für die Börsen.

Die Konsumentenstimmung ist nach wie vor sichtbar tiefer als in der Aufschwungsphase vor der Pandemie. Dies impliziert zwar Potenzial, deutet aber bis auf weiteres auf ein verhaltenes Wirtschaftswachstum hin.

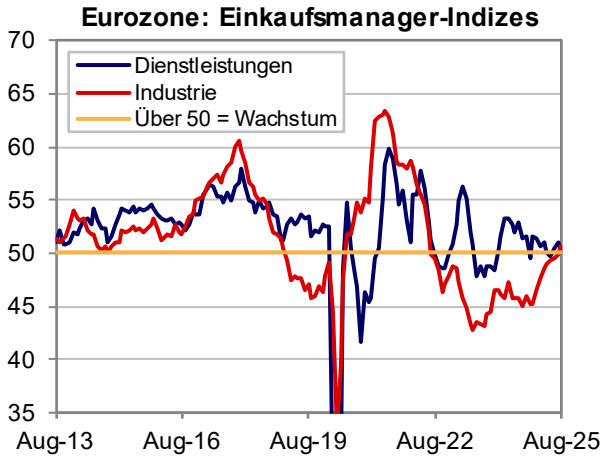
Die höheren Staatsausgaben in Europa, besonders in Deutschland, stützen die Konjunktur. Während reduzierte Unsicherheiten bezüglich US-Zollpolitik positiv sind, stellt das gestiegene Zollniveau dennoch eine Herausforderung für den Exportsektor dar.

Wachstum Europa	3Q-2024	4Q-2024	1Q-2025	2Q-2025	Mittel-wert
Eurozone	0.4	0.4	0.6	0.1	0.4
Schweiz	0.5	0.3	0.4	0.1	0.3
UK	0.0	0.1	0.7	0.3	0.3
Deutschland	0.0	0.2	0.3	-0.3	0.0
Frankreich	0.4	-0.1	0.1	0.3	0.2
Italien	0.0	0.2	0.3	-0.1	0.1
Spanien	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
Österreich	-0.1	-0.4	0.1	0.1	-0.1
Schweden	0.8	0.4	-0.2	0.5	0.4

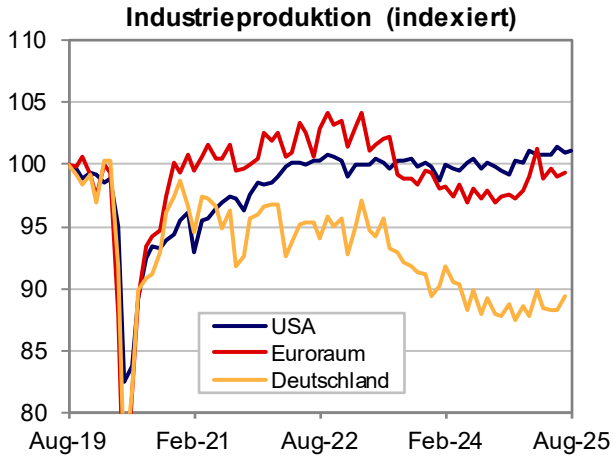
Anmerkung: Veränderung Bruttoinland-Produkt gegenüber Vorquartal (%). Quelle: Eurostat, UK ONS, Statistics Sweden, SECO



Quelle: Europäische Kommission



Quelle: S&P Global



Quelle: Fed, Eurostat, Statist. Bundesamt

R&A GROUP
RESEARCH & ASSET MANAGEMENT

US-Zölle: Aktuelle Daten und mittelfristiger Ausblick

Die US-Zolleinnahmen auf Güterimporten lagen im Juli 2025 bei 28 Mrd. US-Dollar. Aufs Jahr hochgerechnet wären dies 337 Mrd., was etwas mehr als 1% der US-Wirtschaftsleistung entspricht. Der effektive Zollsatz (Zolleinnahmen im Verhältnis zu den Importen) lag im Juli bei 9,7% und damit um 7,3% über dem Vorjahreswert von 2,4%. Ein klareres Bild werden die Daten für August (mit der Einführung länderspezifischer Zölle) und September liefern.

Diese «Steuer» auf Importen tragen US-Konsumenten, US-Unternehmen und Unternehmen, welche in die USA exportieren. Angenommen, die Zollerhöhung erreicht bis Ende Jahr 15%, dann entspricht dies, auf Basis von 2024er-Daten, 1,7% des US-BIP, 2,7% der Haushaltseinkommen oder 10% der US-Unternehmensgewinne. Die Belastung wäre enorm, wenn sie sich in wenigen Monaten in höheren Preisen für Konsumenten niederschlagen würde. Die Effekte wären weniger einschneidend, wenn sie sich auf Konsumenten und Unternehmen und auf einen längeren Zeitraum verteilen, was wir als vernünftiges Basisszenario erachten.

Mittelfristig gehen wir davon aus, dass die Zollpolitik der US-Regierung zu einem globalen Strukturwandel, d.h. einer Anpassung von Handelsströmen und Produktionsstandorten, führt. Bezüglich der Grössenordnung dürften die Anpassungen vergleichbar sein mit dem üblichen globalen Strukturwandel. Damit ändert sich das mittelfristige Weltwirtschaftsszenario nicht wesentlich. Insbesondere dürften die Herausforderungen für Chinas Wirtschaft aufgrund der noch nicht gelösten Immobilienproblematik mindestens so gross sein wie jene, welche sich aus der US-Zollpolitik ergeben. Für Europa, insbesondere die Eurozone, bleiben das sehr verhaltene Wirtschaftswachstum, v.a. auch der schwache Konsum, die wesentliche makroökonomische Fragestellung.

Der Tendenz nach dürfte der mittels Zollpolitik induzierte Strukturwandel in den USA in den nächsten Jahren leicht inflationär sein und leicht deflationär im Rest der Welt. Damit verbunden sind erhöhte nominale und reale Zinsen in den USA, nicht aber im Rest der Welt, was der Tendenz nach mittelfristig für den US-Dollar spricht. Ob diese Tendenzen in der Grössenordnung überhaupt relevant für die Kapitalmärkte werden, bleibt abzuwarten. Auf die Unternehmensgewinne wirkt eine Reihe von Faktoren, ohne dass sich daraus aufgrund der US-Zollpolitik mittelfristig spezifische Folgerungen ziehen lassen.

China: Nach gutem erstem Halbjahr schwächer

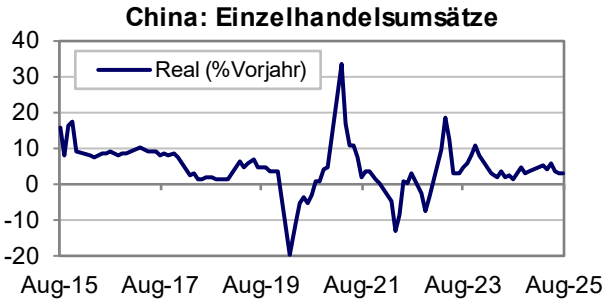
China, hinter den USA die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt, bleibt in den kommenden Jahren gefordert, da rückläufige Immobilienpreise nicht nur die Kauflaune der Konsumenten, sondern auch das Finanzsystem belasten (v.a. notleidende Hypotheken und Geschäftskredite).

Chinas Exportwirtschaft wird durch höhere US-Importzölle weniger beeinträchtigt als vermutet. Dennoch weisen Konsum- und Produktionsdaten auf eine konjunkturelle Abkühlung hin.

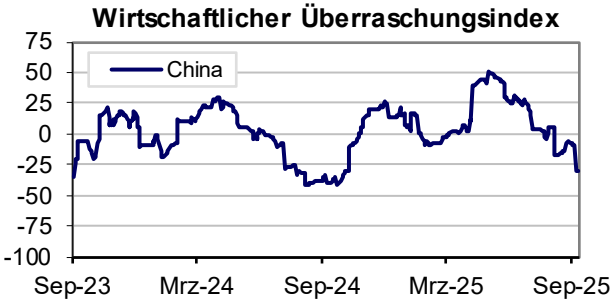
Staatliche Stimulus-Massnahmen halten das Wachstum allerdings etwa im Rahmen des Ziels der Regierung.

China	3Q-2024	4Q-2024	1Q-2025	2Q-2025	Mittelwert
Reales BIP, Q.	1.3	1.6	1.2	1.1	1.3
Reales BIP	4.6	5.4	5.4	5.2	5.2
Dienstleist.	4.7	5.0	5.3	5.5	5.1
Industrie	5.4	5.3	5.9	5.3	5.5

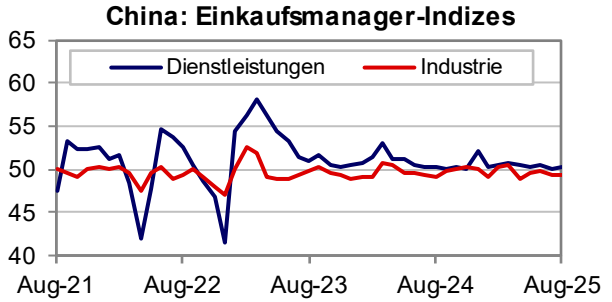
Anmerkung: Veränderung zum Vorjahr (%), ausgenommen "Q." (Veränderung zum Vorquartal).
Quelle: National Bureau of Statistics of China



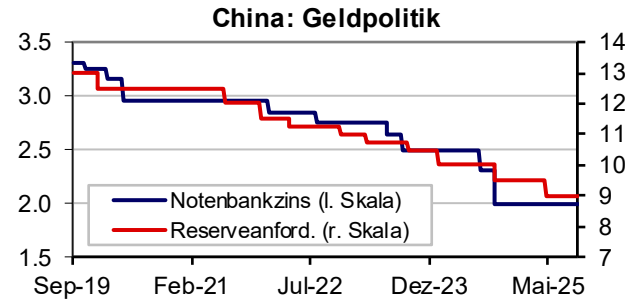
Quelle: National Bureau of Statistics



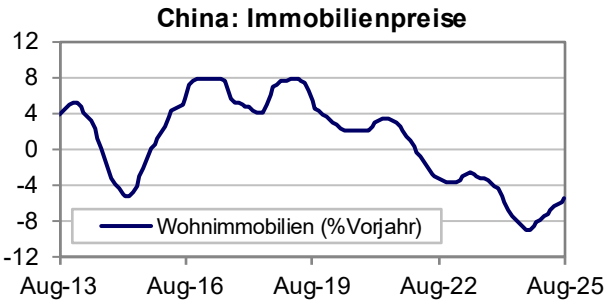
Quelle: Citigroup



Quelle: S&P Global



Quelle: People's Bank of China



Quelle: Bloomberg Intelligence

R&A GROUP
RESEARCH & ASSET MANAGEMENT

Euro-Dollar: Fundamentale und technische Faktoren

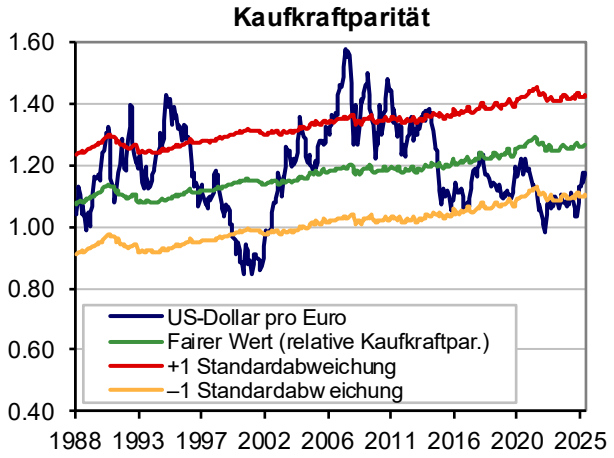
Der USD/EUR-Indikator zeigt auf Monatsbasis, welche Positionierung (etwa im Rahmen einer Absicherungsstrategie) angezeigt ist.

Die Grafiken zeigen die Kaufkraftparität (d.h. den fairen Wert unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Inflationsentwicklung) und den Verlauf der Zinsdifferenz als Indikatoren für den USD/EUR-Wechselkurs.

USD/EUR-Indikator

Datum	Kurs	3Mt.-MAV	Indikator
22.09.2025	1.1750	1.1617	Long EUR
29.08.2025	1.1686	1.1629	Long EUR
31.07.2025	1.1416	1.1517	Short EUR
30.06.2025	1.1787	1.1488	Long EUR
30.05.2025	1.1347	1.1164	Long EUR
30.04.2025	1.1328	1.0840	Long EUR
31.03.2025	1.0816	1.0518	Long EUR
28.02.2025	1.0376	1.0364	Long EUR
31.01.2025	1.0363	1.0431	Short EUR

Anmerkung: MAV = Gleitender Durchschnitt. Quelle: Bloomberg BGN, eigene Berechnungen

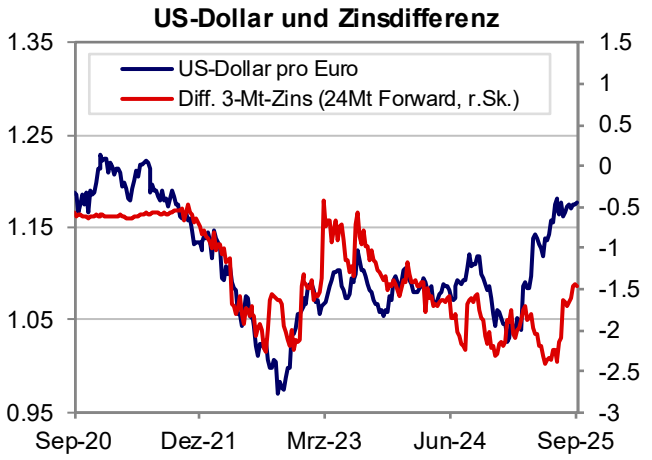


Quelle: BGN, nationale Stat., eigene Berechnungen

3Mt. Forward Rates: Differenz zum Euro

Währ.	Fwd.-Datum	Aktuell	Veränderung 1Mt.	3Mt.	6Mt.	1J.
USD-EUR	Dez.25	1.64	-0.19	-0.44	0.02	0.75
	Dez.26	0.98	-0.09	-0.47	-0.31	0.11
	Dez.27	0.84	-0.07	-0.48	-0.34	-0.03
GBP-EUR	Dez.25	1.85	-0.03	-0.17	-0.11	0.45
	Dez.26	1.56	-0.03	-0.19	-0.18	0.29
	Dez.27	1.42	-0.03	-0.15	-0.11	0.28
CHF-EUR	Dez.25	-2.10	-0.02	-0.02	-0.19	-0.65
	Dez.26	-2.12	-0.08	0.01	-0.32	-0.65
	Dez.27	-2.19	-0.14	-0.01	-0.40	-0.70

Daten per 22. Sep. 2025. Quelle: ICE, CME



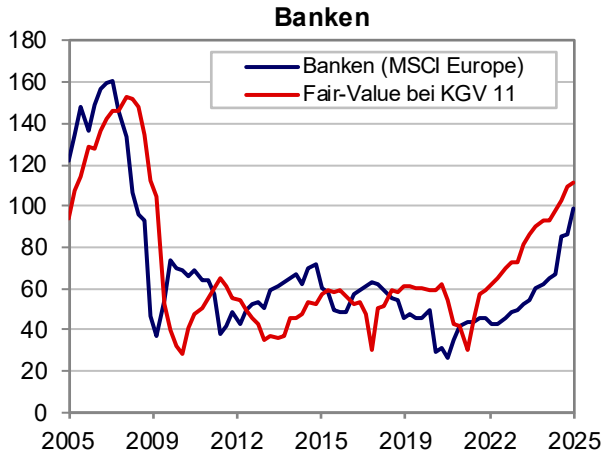
Quelle: Börsen

R&A GROUP
RESEARCH & ASSET MANAGEMENT

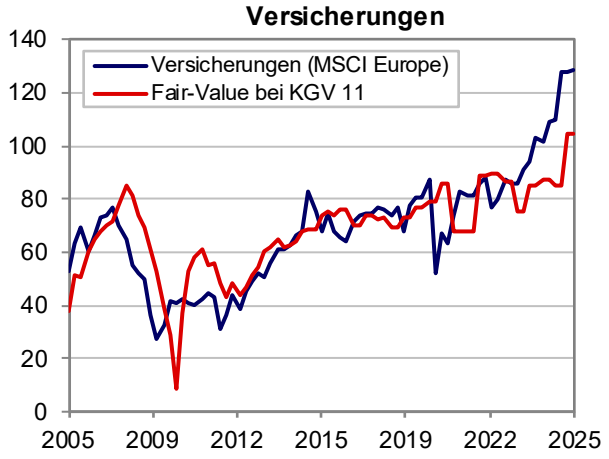
Banken und Versicherungen Europa

Die Gewinne und damit die Aktienkurse europäischer Bankaktien haben sich auch ein Jahrzehnt nach der Finanzkrise von 2008 nicht erholt. Verwässernde Kapitalerhöhungen, das Negativzinsumfeld und Abschreibungen haben lange belastet. Mit dem Ende der Negativzinsphase im Gefolge der Inflation nach der Pandemie haben sich die Zinsen im Euroraum wieder nachhaltig im positiven Bereich etabliert. Damit ist das Zinsgeschäft wieder profitabler als bei Null- und Negativzinsen und das Gewinnniveau strukturell höher. Der Kursverlauf des MSCI Europe Banken widerspiegelt den Gewinnverlauf, wobei gemäss normalen Bewertungsmustern noch etwas Kurspotenzial besteht. Die Gewinn- und Kursnormalisierung dürfte sich dennoch in der Endphase befinden. Dass der Bankensektor mittelfristig zu mehr als tiefem einstelligem Gewinnwachstum fähig ist, ist wenig wahrscheinlich.

Der Gewinnverlauf des europäischen Versicherungssektors war nach der Finanzkrise wesentlich positiver als jener von Banken, wobei der MSCI Europe Versicherungen der Gewinnentwicklung mittlerweile vorausgeeilt sein dürfte.



Quelle: MSCI



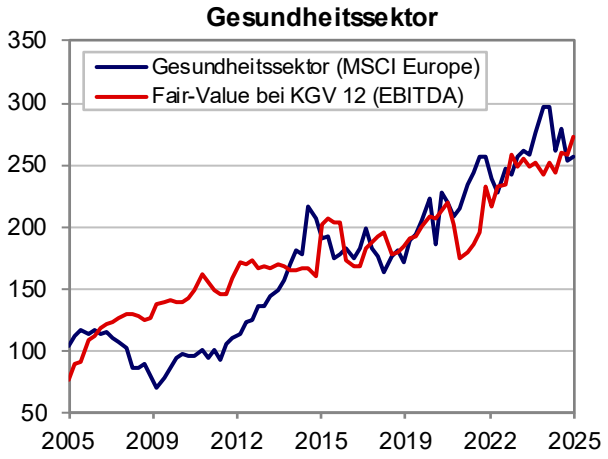
Quelle: MSCI

Branchen-Trends: Konsum und Gesundheitswesen

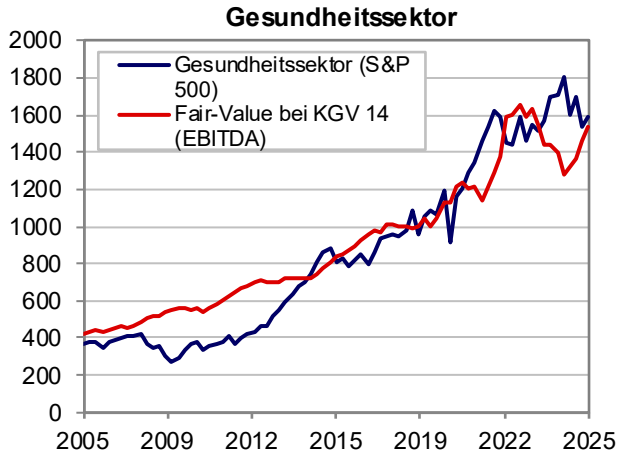
Die Grafiken zeigen Branchen-Indizes für Europa und die USA und deren geschätzter Fair-Value auf Basis des durchschnittlichen historischen Kurs-Gewinn-Verhältnisses. Als Indikator für die Unternehmensgewinne wird i.d.R. der EBITDA (s. Legende) und gelegentlich der ausgewiesene Gewinn (kein Eintrag in der Legende) verwendet.

Der Gesundheitssektor ist, bei positivem Gewinntrend, in Europa und den USA nach dem Kursrückschlag in diesem Jahr etwa fair bewertet.

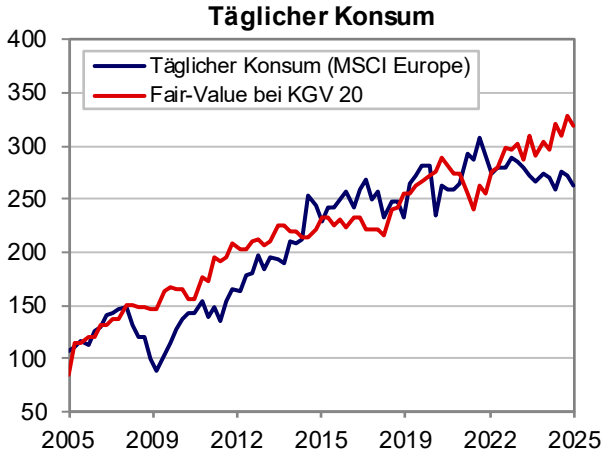
Konsumgüter des täglichen Bedarfs (Nahrungsmittel, Pflegeprodukte) in Europa befinden sich in einer Phase der Bewertungskontraktion, trotz insgesamt positivem Gewinntrends.



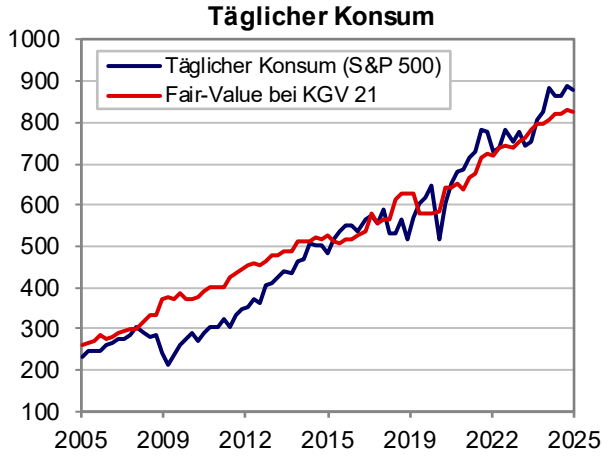
Quelle: MSCI



Quelle: Stoxx



Quelle: MSCI

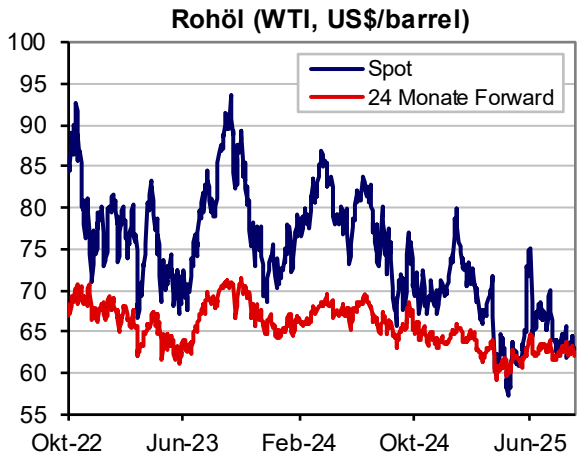


Quelle: Stoxx

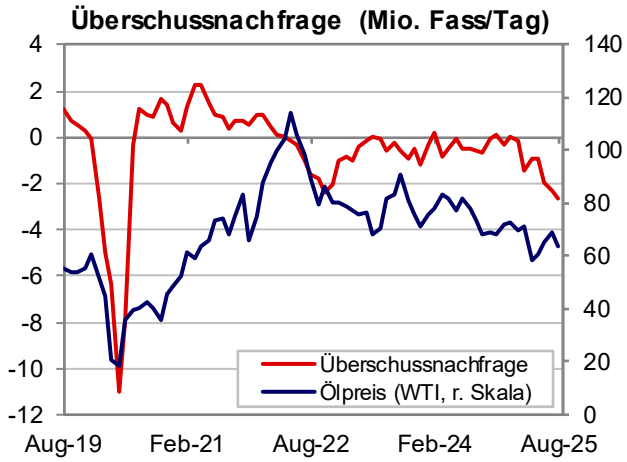
R&A GROUP
RESEARCH & ASSET MANAGEMENT

Erdölmarkt

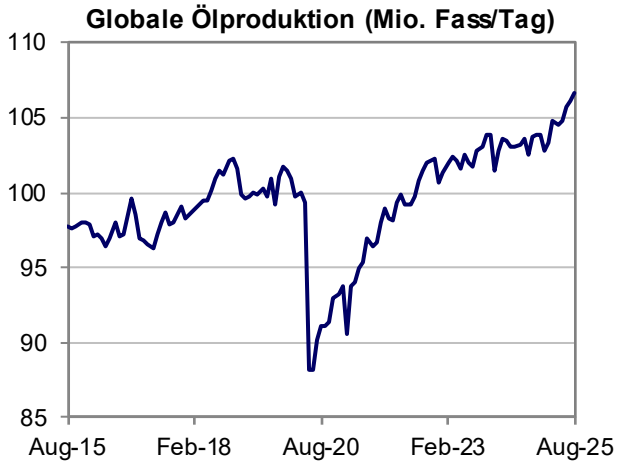
Nach Produktionsausweitungen von OPEC+ hat sich am Markt ein Überangebot ergeben, was für tiefere Preise spricht.



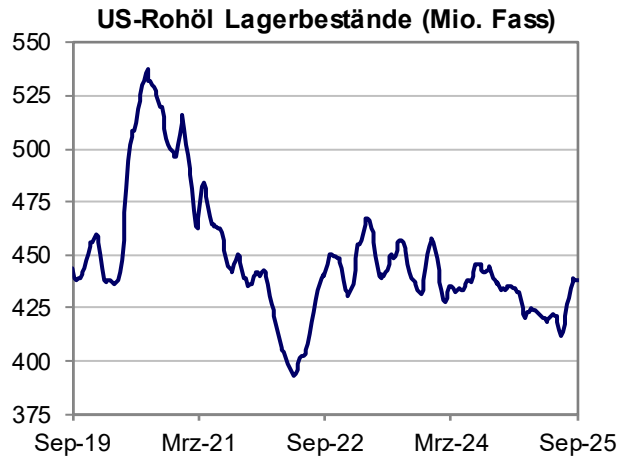
Quelle: NYMEX



Quelle: DOE, eigene Berechnungen



Quelle: DOE



Quelle: DOE

R&A GROUP
RESEARCH & ASSET MANAGEMENT

Die R & A Group Research & Asset Management AG ist ein unabhängiges, auf Finanzmarkt-Analysen und Vermögensverwaltung spezialisiertes Unternehmen. Die R & A Group zeichnet sich aus durch ein umfangreiches Investment Research mit einem Schwerpunkt in den Bereichen Anlagestrategie und Aktienselektion.

Das 2001 gegründete Unternehmen ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich und verfügt über eine Bewilligung der Finanzmarktaufsicht (FINMA) als Vermögensverwalter gemäss Finanzdienstleistungsgesetz (FINIG 2018; SR 954.1).

Investment-Research at Work ™

Disclaimer: Wir übernehmen keine Gewährleistung für die Richtigkeit der Informationen in diesem Dokument, obgleich die Informationen auf Quellen beruhen, die wir für verlässlich halten. Wir sind unabhängig und haben keine Geschäftsverbindungen mit Unternehmen, die in diesem Dokument erwähnt sind. Ansichten, Schätzungen und Prognosen in diesem Dokument reflektieren unsere Beurteilung zum Zeitpunkt des Schreibens. Wir haben keine Verpflichtung, dieses Dokument zu aktualisieren, zu ändern oder zu ergänzen oder den Leser zu benachrichtigen, wenn sich Ansichten, Schätzungen oder Prognosen ändern oder nicht mehr akkurat sind. Dieses Dokument ist ausschliesslich zu Informationszwecken bestimmt und stellt keine Offerte zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Wertschriften oder jede andere Anlageentscheidung dar. Dieses Dokument darf Personen in den USA, Grossbritannien und anderen Ländern, die dies allenfalls untersagen, nicht abgegeben werden.

Die Datenquellen sind jeweils vermerkt (ausgenommen sind Kursgraphiken; hier stammen die Daten von Börsen oder Indexanbietern).

© R & A Group Research & Asset Management AG · Bodmerstrasse 3 · CH-8002 Zürich . Telefon +41-44-201 07 20 · e-Mail info@ragroup.ch · www.ragroup.ch

R&A GROUP
RESEARCH & ASSET MANAGEMENT