

# Globale Anlagestrategie

Drittes Quartal 2025

# Übersicht

---

## Weltwirtschaft

- ❑ Die Wirtschaftsdaten signalisieren eine weitgehend erwartungsgemäße Konjunktur in Europa und Asien und leichte Schwächetendenzen in den USA. Die Inflationszahlen waren in der Eurozone und in den USA unlängst tiefer als prognostiziert – mit weiter sinkendem Ausblick für die Eurozone.
- ❑ Wir erwarten bis Ende Jahr ein deutlich höheres US-Importzollniveau als Anfang Jahr. Die US-Wirtschaft wird von negativen Zolleffekten am stärksten getroffen. In Europa sind die Zolleffekte geringer, und höhere Staatsausgaben, primär in Deutschland, stützen die Wirtschaft. Chinas Regierung hält die Wirtschaft im Rahmen ihrer Ziele auf Kurs.
- ❑ Kriegerische Auseinandersetzungen sind meist nur dann nachhaltig relevant für die Wirtschaft und die Kapitalmärkte, wenn sich die Rohstoffpreise, besonders die Erdölpreise, stark erhöhen.

## Kapitalmärkte

- ❑ Abhängig vom Nachrichtenfluss könnten die kommenden Monate volatil bleiben, was aber nicht zwingend einen negativen Börsenausblick impliziert. Allfällige Rückschläge an den Börsen bieten sich für Zukäufe an. Anleihen mit mittlerer Laufzeit bleiben interessant.
- ❑ Ab dem kommenden Jahr sollten sich der Nachrichtenfluss und die Konjunkturperspektiven allmählich wieder weitgehend normalisieren.

# Inhalt

---

|   |          |
|---|----------|
| Teil 1: Performance-Übersicht                             | Seite 4  |
| Teil 2: Weltwirtschaft – Anhaltende Fragezeichen US-Zölle | Seite 5  |
| Teil 3: Geldpolitik – EZB-Zinssenkungen in der Endphase   | Seite 22 |
| Teil 4: Anleihen – Zukaufen und halten                    | Seite 24 |
| Teil 5: Weltwährungen – Dollar neigt zur Schwäche         | Seite 31 |
| Teil 6: Hedge Funds und Immobilien                        | Seite 35 |
| Teil 7: Aktienmärkte – Uneinheitlicher Nachrichtenfluss   | Seite 37 |
| Teil 8: Rohstoffe – Temporärer Erdölpreisanstieg          | Seite 50 |
| Teil 9: Anlagestrategie – Erhöhte Zoll-Unsicherheiten     | Seite 53 |

# Westeuropa: Stabilisierte Industriekonjunktur

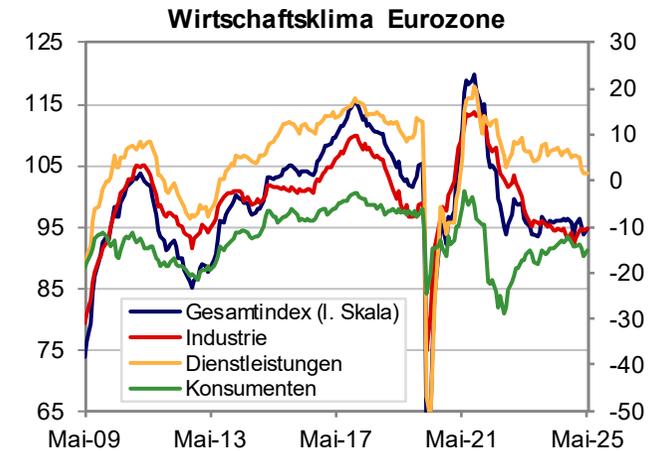
Nach einem verhaltenen Schlussquartal 2024 hat Europas Wirtschaft im ersten Quartal dieses Jahres gut zugelegt, teilweise aufgrund vorgezogener US-Importe in Erwartung höherer Zölle. Im laufenden Quartal wird dieser Effekt belasten (vgl. die gesunkene Industrieproduktion im April).

Die Stabilisierung im Industriebereich seit Anfang Jahr ist dennoch ein positives Signal.

Die absehbar höheren Staatsausgaben in Europa, besonders in Deutschland, stützen die Konjunktur. Ebenso haben sich mit der Entspannung in der US-Zollpolitik die konjunkturellen Risiken reduziert. Ein vorteilhafter Zoll-Deal der EU mit den USA bleibt dennoch eine Herausforderung.

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

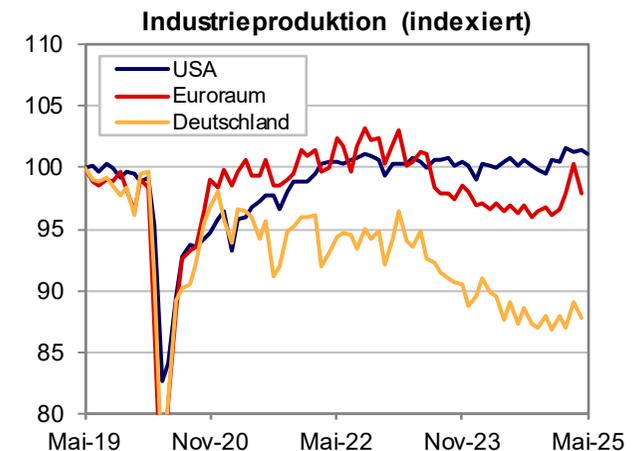
Anmerkung: Veränderung Bruttoinland-Produkt gegenüber Vorquartal (%). Quelle: Eurostat, UK ONS, Statistics Sweden, SECO



Quelle: Europäische Kommission



Quelle: S&P Global



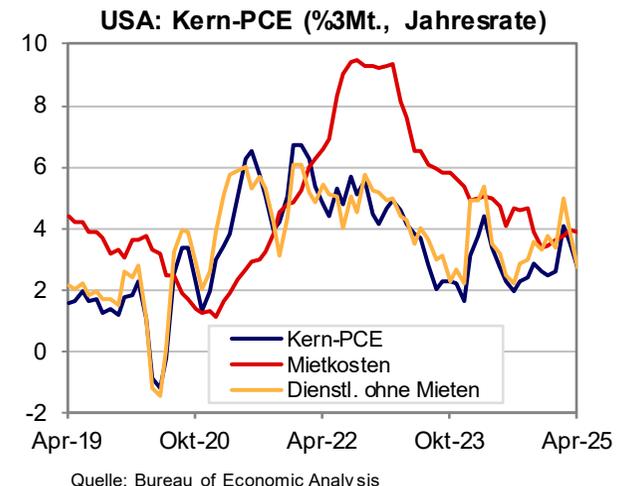
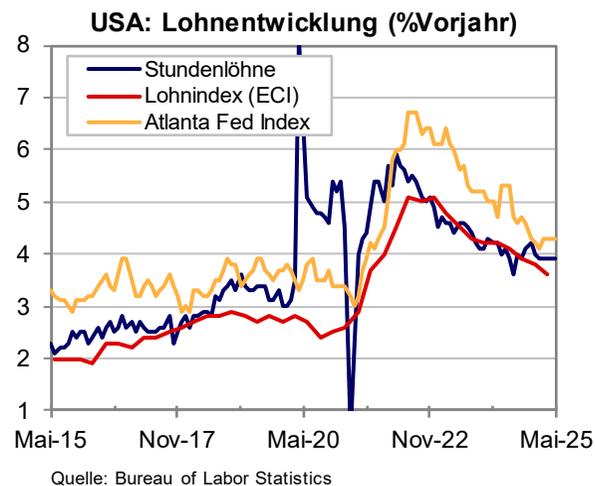
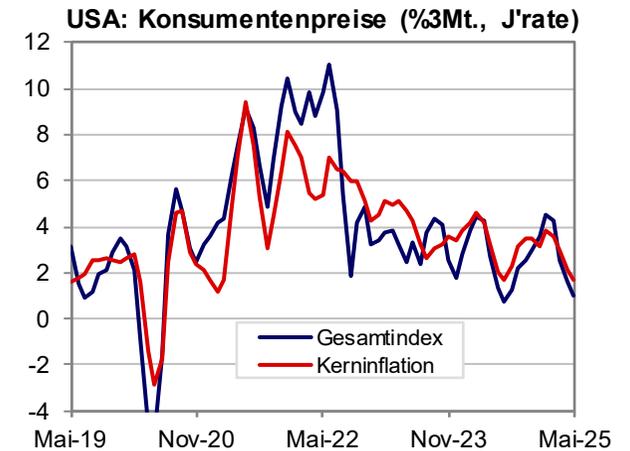
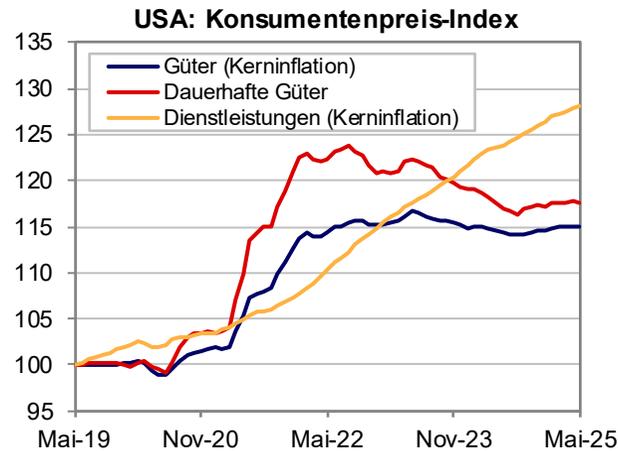
Quelle: Fed, Eurostat, Statist. Bundesamt

# Höhere Zölle derzeit nicht in US-Güterpreisen sichtbar

Der PCE (Konsum-Deflator) ist aus diversen Gründen das bevorzugte Inflationsmass der Notenbank. Aber auch der Konsumentenpreisindex verdient eine gewisse Beachtung.

Nach dem Pandemie-Inflationsschub haben sich die Güterpreise in den USA, ähnlich wie in Europa, in den letzten Jahren stabilisiert. Trotz seit April erhöhter Importzölle ist dies in den Güterpreisen auch im Mai nicht erkennbar (vgl. Grafik). Die Güterpreise dürften aber im Jahresverlauf höher tendieren.

Die Inflation im Dienstleistungsbereich, besonders bei den Mieten, ist immer noch höher als von der Notenbank erwünscht. Der insgesamt nachlassende Lohndruck spricht in arbeitsintensiven Bereichen des Dienstleistungssektors (Bsp. Gesundheitswesen) für eine tiefere Inflation.



# Euro-Dollar: Fundamentale und technische Faktoren

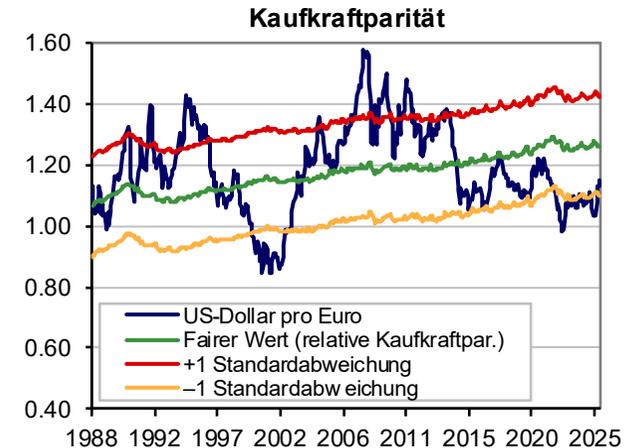
Der USD/EUR-Indikator zeigt auf Monatsbasis, welche Positionierung (etwa im Rahmen einer Absicherungsstrategie) angezeigt ist.

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 |
|------------|--------|----------|-----------|
| 23.06.2025 | 1.1502 | 1.1393   | 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 |
| 31.12.2024 | 1.0353 | 1.0605   | Short EUR |
| 29.11.2024 | 1.0577 | 1.0865   | Short EUR |
| 31.10.2024 | 1.0884 | 1.1022   | Short EUR |

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

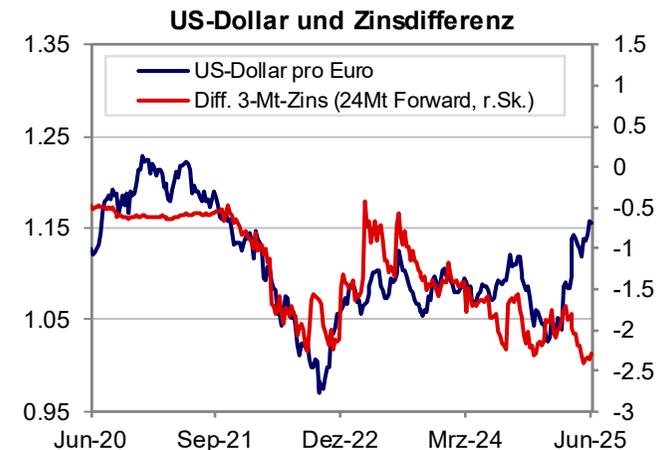


Quelle: BGN, nationale Stat., eigene Berechnungen

## 3Mt. Forward Rates: Differenz zum Euro

| Währ. | Datum  | Fwd.-<br>Aktuell | Veränderung |       |       |       |
|-------|--------|------------------|-------------|-------|-------|-------|
|       |        |                  | 1Mt.        | 3Mt.  | 6Mt.  | 1J.   |
| USD-  | Dez.25 | 2.02             | -0.14       | 0.11  | -0.12 | 0.75  |
| EUR   | Dez.26 | 1.34             | -0.12       | -0.40 | -0.64 | 0.20  |
|       | Dez.27 | 1.22             | -0.13       | -0.46 | -0.66 | 0.13  |
| GBP-  | Dez.25 | 1.88             | -0.21       | -0.05 | -0.32 | 0.61  |
| EUR   | Dez.26 | 1.62             | -0.16       | -0.21 | -0.25 | 0.54  |
|       | Dez.27 | 1.47             | -0.10       | -0.23 | -0.20 | 0.48  |
| CHF-  | Dez.25 | -2.00            | 0.05        | -0.14 | 0.00  | -0.25 |
| EUR   | Dez.26 | -1.99            | 0.12        | -0.24 | -0.01 | -0.42 |
|       | Dez.27 | -2.03            | 0.13        | -0.40 | -0.15 | -0.55 |

Daten per 23. Jun. 2025. Quelle: ICE, CME



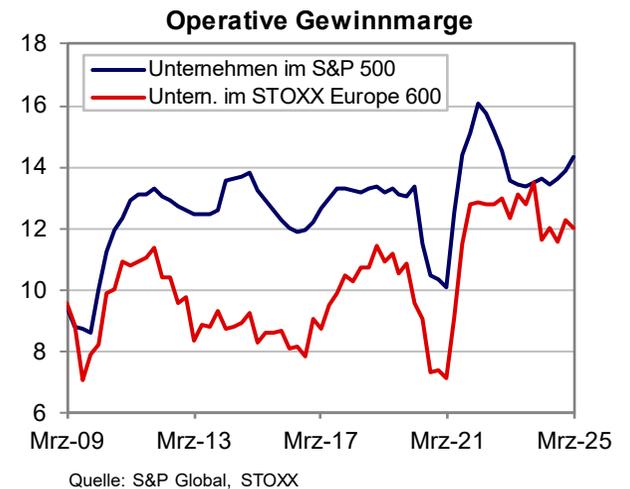
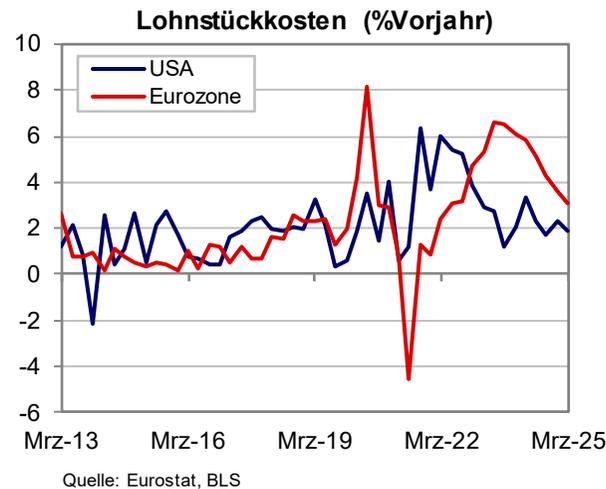
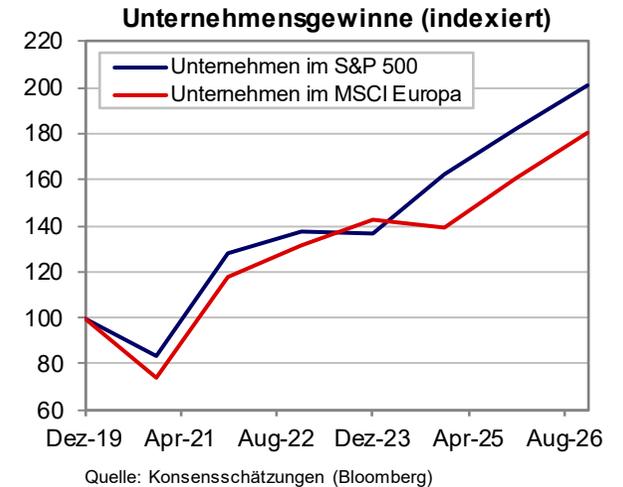
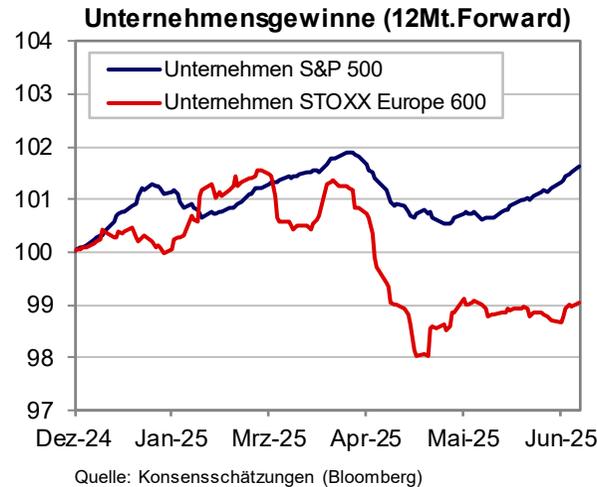
Quelle: Börsen

# Unternehmensgewinne: Geringe Revisionen auf Index-Ebene

Die Unternehmensgewinne zeigen eine Momentaufnahme des abgelaufenen Quartals und geben damit im Gegensatz zu zeitnah verfügbaren Konjunkturdaten wenig zeitnahe Hinweise auf Indexebene.

Die Berichte für das erste Quartal 2025 und der Ausblick der Unternehmen entsprachen im Mittel etwa den Erwartungen. Die Gewinnschätzungen der Analysten (12Mt. Forward) sind in der Folge etwa stabil geblieben. Der Einfluss von US-Importzöllen wurde oft thematisiert, scheint für die Mehrheit der Unternehmen aber gut verkraftbar. Einige negative Überraschungen sind in den USA dennoch zu erwarten.

Die Gewinnmargen sind weiterhin hoch, in den USA u.a. aufgrund des hohen Gewichts der Magnificent Seven. In Europa spricht ein verlangsamter Anstieg der Lohnstückkosten für gute bzw. steigende Margen.



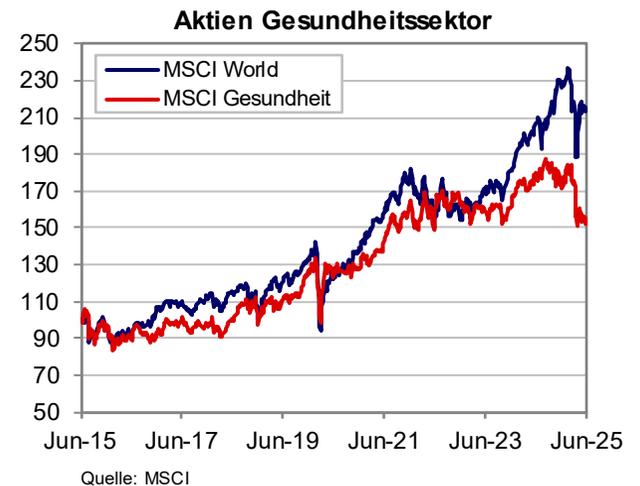
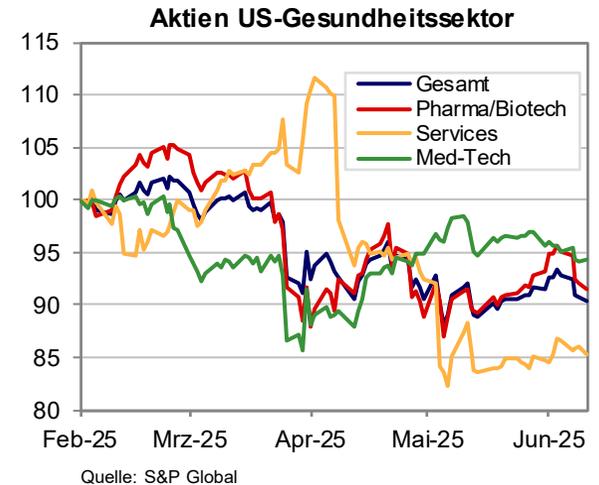
# Gesundheitssektor: US-Politik belastet

Die US-Politik spielt im Gesundheitswesen eine grössere Rolle als üblich.

Wir gehen davon aus, dass der Bereich Medizintechnik weiterhin relativ gut positioniert ist und kein primäres Ziel der US-Gesundheitspolitik wird. Seit Jahren herrscht hier ein politisch bedingter Preisdruck für die meisten Produkte. US-Krankenversicherungen hingegen sind starken staatlichen Eingriffen ausgesetzt und weisen eine überdurchschnittliche politikbedingte Volatilität auf, was das Segment unattraktiv macht. Unter Druck stehen auch Laboratorien und Anbieter von Werkzeugen und Verbrauchsmaterialien (US-Budgetkürzungen, schwache Nachfrage in China).

Die Pharmaindustrie ist ein klares Ziel der US-Politik. Präsident Trump hat im Mai eine Verordnung erlassen mit dem Ziel, die Arzneimittelpreise in den USA auf das niedrigste Niveau in Industrieländern zu senken. Darüber hinaus stehen US-Importzölle im Raum, um die Pharmaproduktion in den USA attraktiver zu gestalten (u.a. anstelle von Irland, wo die Steuern niedrig sind). In den letzten Jahrzehnten ist es US-Lobbygruppen gelungen, das US-Preisniveau für pharmazeutische Produkte auf dem weltweit höchsten Stand zu halten, und es dürfte schwierig werden, die Zustimmung des Kongresses für weitgehende preislich Massnahmen zu erhalten. Was die Zölle betrifft, könnten Unternehmen die Europa-Produktion in die USA verlagern.

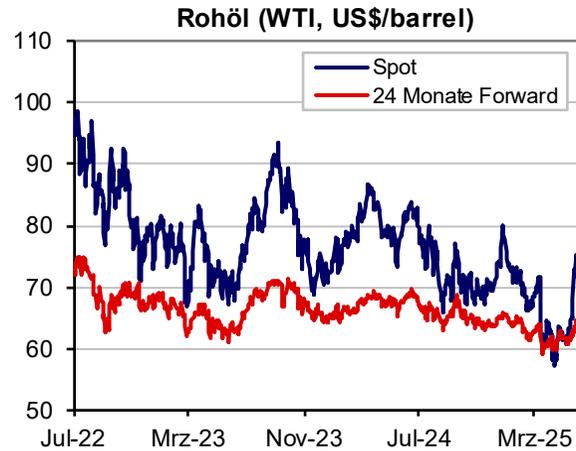
Unser Fokus liegt weiterhin auf Medizintechnikunternehmen. Darüber hinaus glauben wir, dass die europäische und US-amerikanische Pharmaindustrie potenzielle Preis- und Zollhindernisse überwinden kann.



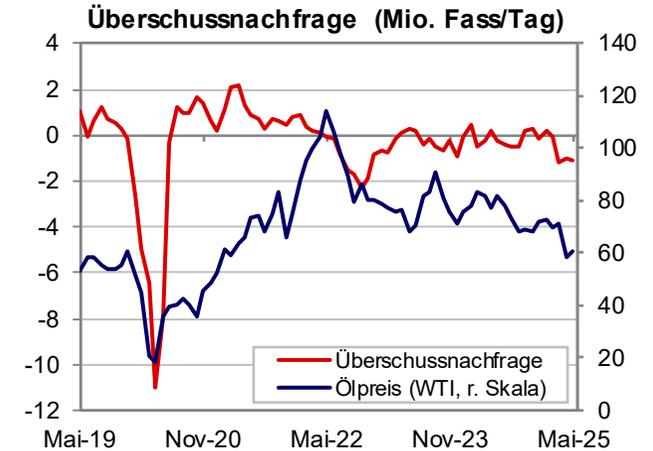
# Erdölmarkt

Auf den globalen Ölmärkten herrscht (trotz OPEC+-Kürzungen) ein Überangebot, was einen nachhaltigen Anstieg der Ölpreise derzeit unwahrscheinlich macht. Ein vorübergehender, u.U. starker Anstieg der Risikoprämie ist aufgrund des Israel-Iran-Konflikts zwar möglich, die Zeichen stehen aber auf Deeskalation.

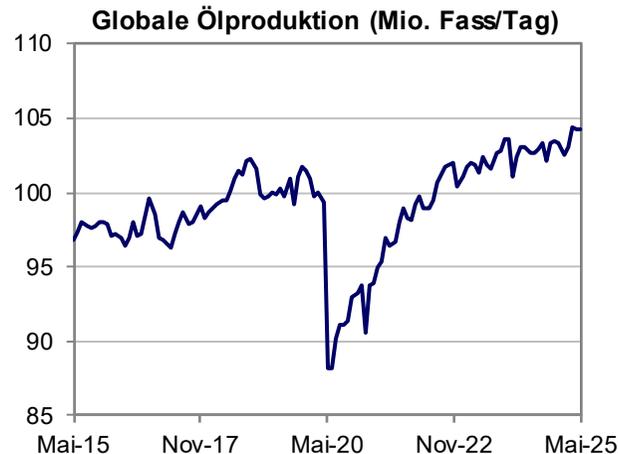
Als Risikofaktor gilt v.a. die Strasse von Hormus. An der engsten Stelle ist sie rund 40 km breit (die Schiffsroute 8 km). Die Strasse passieren täglich rund 20 Mio. Fass Rohöl, 2 Mio. davon aus dem Iran. Erdöl ist die Lebensader der Wirtschaft Irans, der Hauptabnehmer ist China. Diese Ausgangslage ist neben der Militärpräsenz der USA in der Region mit ein Grund, dass der Iran den Schiffsverkehr allenfalls selektiv zu stören versucht (Raketen, Schnellboote, U-Boote), die Strasse aber nicht ganz Sperren wollen dürfte (Seeminen).



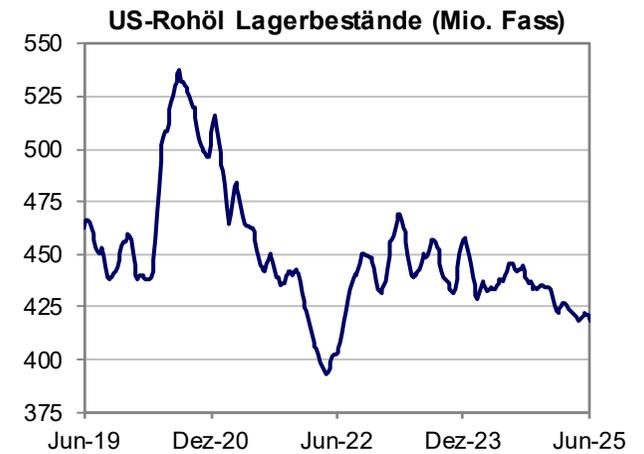
Quelle: NYMEX



Quelle: DOE, eigene Berechnungen



Quelle: DOE



Quelle: DOE

---

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](mailto:info@ragroup.ch) · [www.ragroup.ch](http://www.ragroup.ch)