



Capicura Partners – Ausblick 4. Quartal 2025

26. September 2025

Risse im Fundament, Höhenflug an den Börsen

- **39% Zollhammer gegen die Schweiz – Aktienmarkt scheint unbeeindruckt**
- **Stagflationsrisiken noch nicht vom Tisch – Metalle profitieren**
- **USD bleibt der Spielverderber**
- **Momentum und KI heben Märkte in neue Sphären**
- **Vermögensallokation: Erhöhte Liquidität**

Zollfeuerwerk am 1. August

Dieses Jahr gab es am Nationalfeiertag kein Feuerwerk am Nachthimmel, dafür einen ganz anderen Knall. Präsident Trump verordnete 39% Zölle auf Importe aus der Schweiz. Da konnte man sich beim Anstossen beinahe am Bier verschlucken, vor allem in Bern, wo man bis zuletzt glaubte, der US-Präsident sei der Schweiz wohlgesinnt – ein Irrtum, wie sich zeigte. Zum Glück war die Schweizer Börse an dem Tag geschlossen. Wie die Bratwurst vom Grill wurde auch diese Nachricht übers Wochenende verdaut. So blieb uns die Panik an den Märkten erspart. Dieser Schock blieb aus, weil viele Unternehmen z.T. schon längst über Produktionsstandorte in den USA verfügen und weil ein Grossteil der Exporte von den Zöllen (noch) gar nicht betroffen waren (u.a. Goldhandel und Pharma). Zudem bleibt die Hoffnung auf tiefere Zollsätze durch Verhandlungen mit der US-Regierung bestehen. Doch nur zwei Monate später folgte der nächste Hammer: Ab dem 1. Oktober 2025 gelten 100% Pharmazölle auf US-Importe von Originalmedikamenten. Noch ist vieles unklar, da Firmen mit neuen US-Produktionsstätten ausgenommen sein sollen. Nun beginnt das Rätselraten über wer, wie stark betroffen ist. Entsprechend gelassen reagierten die Börsen auf die neuesten «Social Media» Posts des Präsidenten. Obwohl Pharmaxporte fast die Hälfte des Schweizer Güterhandels mit den USA ausmachen, empfehlen wir Ruhe zu bewahren. Angesichts magerer CHF-Renditen bleiben Schweizer Dividentitel trotz Zollwirren unsere erste Wahl.

Das Fundament beginnt zu bröckeln

Während die direkten Folgen für die Schweiz bislang überschaubar bleiben, stellt sich die Frage: Wie entwickelt sich das Land, welches die Zölle verhängt hat? Wer nur die Schlagzeilen liest, könnte meinen, alles sei in bester Ordnung. Das BIP-Wachstum übertraf im zweiten Quartal mit 3.3% die Erwartungen. Auch der Arbeitsmarkt sah stabil aus – zumindest bis vor Kurzem. Wer hinter die Fassade schaut, erkennt jedoch ein anderes Bild. Die Importe in die USA sind aufgrund der Zölle massiv eingebrochen. Da diese in der Berechnung des BIP mit negativem Vorzeichen eingehen, erscheint das Wachstum stärker, als es tatsächlich ist. Auch die aktuellen PMI-Umfragen deuten darauf hin, dass sich die Wirtschaftsdynamik im weiteren Jahresverlauf abschwächen dürfte. Der amerikanische Konsument, das Herzstück der US-Wirtschaft, zeigte sich bisher erstaunlich robust. Doch Konsum funktioniert nur so lange, wie die Einkommen stabil bleiben. Und genau hier wird es kritisch. Die Arbeitslosenquote ist auf 4.3% gestiegen, das Beschäftigungswachstum schwächt sich ab. Noch gravierender ist die Revision der letztjährigen Arbeitsmarktdaten. Die Zahl der neu geschaffenen Arbeitsplätze ausserhalb des primären Sektors wurde rückwirkend um 911'000 Stellen nach unten korrigiert.

Arbeitsmarkt vs. Inflation

Damit rückt der Arbeitsmarkt ins Zentrum. Er war es letztlich auch, der die FED dazu brachte, den Zinssenkungszyklus wieder aufzunehmen. Mit einer Reduktion um 0.25%-Punkten sollte gegen-gesteuert werden. Paradoxerweise reagierten die Aktienmärkte mit Kursgewinnen – obwohl die Entscheidung letztendlich auf einer Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage basiert. Die FED agiert bekanntlich mit einem Doppelmandat. Doch wie steht es aktuell um die Preisstabilität? Die Inflation ist nach wie vor weit vom angestrebten Ziel von 2% entfernt. Während die Zinsen am kurzen Ende infolge der Zinssenkung nachgaben, zeigten sich die langfristigen Renditen nahezu unverändert.

Diese Kombination aus hartnäckig hoher Inflation und der latenten Gefahr eines Abschwungs, ausgelöst durch ein mögliches Nachlassen der Konsumnachfrage, schürt zunehmend die Angst vor einer Stagflation.

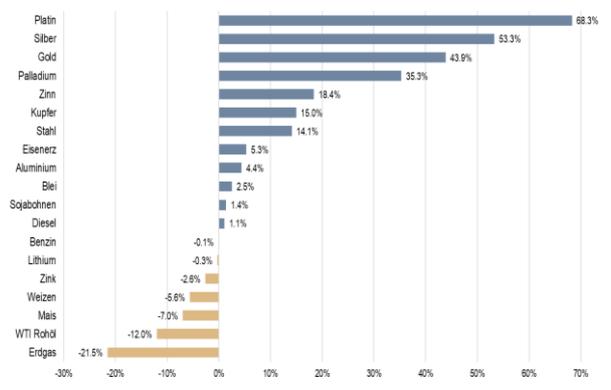


Abb. 1) Preisentwicklung diverser Rohstoffe YTD
 Daten: Ed Yardeni / Chart: Capicura Partners

Genau diese Sorgen haben an den Rohstoffmärkten für Bewegung gesorgt, die seit Jahresbeginn deutlich zulegen konnten (Abb. 1). Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Positionen in Edelmetallen wie Gold, Silber und Palladium im Verlauf des Jahres sukzessive ausgebaut und konnten von deren erfreulicher Outperformance profitieren.

US-Dollar: Das Schreckensgespenst für CHF Investoren

Neben den Ängsten vor Stagflation trägt der schwächelnde US-Dollar zur Stärke der Metallpreise bei. Für Schweizer Anleger hat er allerdings eine andere Wirkung. Mit einem Minus von rund 12% gegenüber dem Franken in diesem Jahr hat er hierzulande für reichlich rote Köpfe gesorgt. Ein grosser Teil der Performance am amerikanischen Aktienmarkt wurde durch den Währungsverlust wieder aufgezehrt, sofern keine Absicherung bestand. Dank unserer konsequenten Überwachung der Währungsrisiken in den Portfolios konnten wir jedoch einen wesentlichen Teil der Performance schützen. Die Frage bleibt: Steht eine Trendwende bevor? Angesichts des fortgesetzten Zinssenkungszyklus, der hohen Staatsverschuldung, einer erratischen (Handels-)Politik und der anhaltenden Versuche des Präsidenten, die Unabhängigkeit der FED zu untergraben – er wird noch mind. drei Jahre im Amt sein – spricht derzeit mehr für eine Fortsetzung der Dollar-Schwäche als für eine Trendwende.

S&P 500 auf Wolke 7 – getragen von Tech-Giganten

Während der USD schwächelt, zeigt sich die Wall Street davon unbeeindruckt. Die Entwicklung des S&P 500 vermittelt den Eindruck, dass sich der Index zunehmend von der Realwirtschaft abkoppelt. Während im Fundament erste Risse sichtbar werden, jagt er von einem Allzeithoch zum nächsten. Haupttreiber bleibt die ungebrochene Euphorie rund um künstliche Intelligenz (KI), die vor allem einigen wenigen Schwergewichten mit hohem Marktanteil zugutekommt. Getragen wird diese Welle durch fast wöchentliche Meldungen über Milliardeninvestitionen in neue Datenzentren (Abb. 2) – eine entscheidende Grundlage für die nächste Generation von KI-Anwendungen.

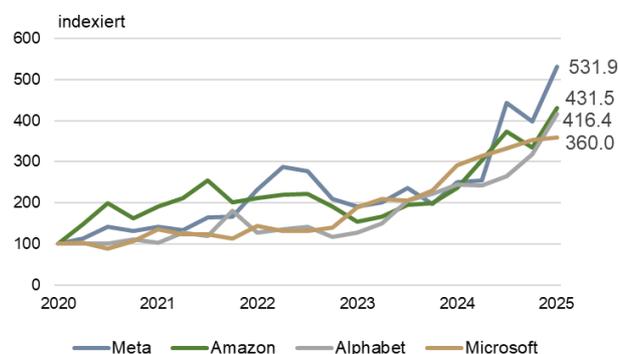


Abb. 2) Anstieg Investitionsvolumen in %
 Daten: Bloomberg / Chart: Capicura Partners

Zusätzlichen Rückenwind liefern ein konstruktives Chartbild sowie die Kapitulation der Bären. Selbst wenn der saisonal kritische Oktober einen Rücksetzer bringt, warten die «Dip-Buyer» bereits an der Seitenlinie. Gelder in kurzfristigen Geldmarktanlagen haben Rekordstände erreicht und dürften bei einer Gelegenheit in den Markt fließen – ein potenzieller Katalysator für eine Jahresendrally. Trotz der genannten Warnsignale halten wir an unserer bestehenden Aktienallokation fest und stellen uns nicht gegen diesen momentum- und liquiditätsgetriebenen Markt. Zudem erlaubt uns unsere erhöhte Liquiditätsquote, Rückschläge gezielt für attraktive Zukäufe zu nutzen.

Vermögensallokation	Q4 25	Q3 25	Q2 25
Cash	9%	8%	6%
Obligationen	14%	20%	22%
Aktien	52%	48%	50%
Alternative Anlagen	25%	24%	22%

Abb. 3) Vorgeschlagene Vermögensallokation für ein Balanced Portfolio im Q4 2025

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen und der in diesem Dokument enthaltenen Informationen garantieren. Sämtliche Informationen werden ohne Mängelgewähr und ohne ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherungen oder Gewährleistungen zur Verfügung gestellt. Diese Informationen und Ansichten begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigung sonstiger Transaktionen. Sie dienen einzig Informations- und Werbezwecken. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Anlageberater zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit persönliche Anlageziele, finanzielle Situation, individuelle Bedürfnisse und Risikoprofil sowie weitere Informationen im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können. Soweit gesetzlich zulässig schliessen wir jede Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aus, einschliesslich entgangenen Gewinns, die aufgrund der publizierten Informationen entstehen.