



Zinsmärkte zu ignorieren ist eine schlechte Idee

Das Geschehen an den Aktienbörsen wird von Anlegerinnen und Anlegern intensiv verfolgt. Das ist gut so. Der viel grössere aber medial weniger beachtete Zinsmarkt hält indes wichtige Informationen und Einsichten bereit. Weshalb ein breites Sichtfeld nicht nur für Präsidenten Sinn macht, erfahren Sie hier.

Christian Hefti, Anlagespezialist



Präsidentenschreck

Schlagzeilen im Mai suggerierten, Präsident Trump habe aufgrund der Unruhen an den Aktienmärkten die Scharfstellung seiner Zolltarife aufgeschoben. Dass er dazu von Prominenten gedrängt wurde, ist gewiss. Ausschlaggebend dürfte aber der Anstieg der Renditen für US-Staatsanleihen gewesen sein. Vor allem am «langen Ende» der Zinskurve, im Bereich der dreissigjährigen Anleihen, war die Bewegung spektakulär. Plötzlich hätte das Finanzministerium deutlich mehr für Kredite bezahlen müssen und auch US-Häuslebauer finanzieren sich in diesem Bereich. Wie kam es dazu? Der Zinsmarkt erkannte, dass die Zolleinnahmen kleiner sein würden, als sich die Regierung vorstellte. Zudem würde das Steuersenkungsprogramm die Verschuldung stark erhöhen. Ähnlich erging es der Regierung in Japan, als die Renditen von langlaufenden Staatsanleihen in die Höhe schnellten. In England stürzte 2022 sogar die Regierung, nachdem die Märkte negativ auf unausgereifte Steuersenkungspläne reagierten. Alle Ereignisse wurden von grossen Teilen der Finanzgemeinde wenig beachtet.

Zinsen sind ein Knappheitssignal

Der Zins ist der Preis des Geldes und somit ein Indikator für die Verfügbarkeit. Irgendwann verweigert der Markt einer Körperschaft Kredit. Für Staaten mit hoher Verschuldung wäre dies ein Problem. Die geplanten Infrastrukturinvestitionen in Europa, das Anziehen von Inflation und Zinsen in Japan sowie die Ausweitung des Budgetdefizits in den USA passen in dieses Thema. So ist der Status von US-Staatsanleihen als sicherer Hafen in Zweifel gezogen. Anleihen sind sowohl aus einer Diversifikations- als auch Analyseperspektive interessant. Sie liefern regelmässige Zinserträge und reagieren weniger stark auf Schlagzeilen als es Aktienmärkte tun. Sie sind auch ein feiner Seismograph und legen veränderte Risikoeinschätzungen offen. Im oben genannten Zollbeispiel fielen Aktien- und Anleihekurse zwar gleichzeitig. Der Unterschied war, dass im Fall der Aktien die Firmengewinnperspektive überwog. Der Zinsmarkt hingegen hatte die strukturell ungleich wichtigere Dimension des Vertrauens in die US-Kreditwürdigkeit und den Leitwährungsstatus des US-Dollars im Fokus.

Anlagepolitik und taktische Positionierung

Zinsen und Aktienmärkte spielen zusammen

Aktienkurse spiegeln den Gegenwartswert künftiger Gewinne. Zinsen spielen dabei eine grosse Rolle. Erstens gilt es, den Zinssatz für die Diskontierung der Cashflows zu finden. Die Sensitivität auf Änderungen dieses Satzes ist gross, weshalb Aktienmärkte sensibel auf Änderungen der Notenbankzinsen reagieren. Wesentlicher sind allerdings die zur Abzinsung verwendeten längerfristigen Zinsen. Zweitens enthalten Zinsniveaus Erwartungen über Konjunktur und Inflation, welche die Nachfrage und somit die Umsätze von Firmen beeinflussen. Staaten mit zu hoher Verschuldung können zu Einsparungen oder Steuererhöhungen gezwungen werden, was ebenfalls relevant für Firmengewinne ist. Eine Ausweitung der Betrachtung auf Unternehmensanleihen bringt eine weitere Komponente ins Spiel: Die Ausfallwahrscheinlichkeit, welche durch den Risikoaufschlag, den sogenannten Spread, ausgedrückt wird. Und genau hier wird es für Fans von Aktien spannend, denn aller Unsicherheit über Geopolitik und Konjunktur zum Trotz, sind diese Aufschläge aktuell sehr tief. Entwarnung für Aktienanlagen also? Die kurze Antwort ist «ja», allerdings wird diese Aussage von einigen Risikohinweisen und Vorbehalten begleitet. Ein Wiederaufflammen des Krieges zwischen Israel und Iran mit Störung der Öl- und Gasversorgung würde die Kurse belasten. Und wenn rund um den 9. Juli die Schonfrist bezüglich amerikanischer Zollforderungen endet, können sowohl Anleihe- als auch Aktienmärkte reagieren.

Anlagepolitik im Juli

Das Aufflammen des Nahostkonflikts sorgte für Unruhe, die Lage hat sich indes beruhigt. Eine Gefahr wäre weiterhin die Blockade der Strasse von Hormus, durch welche grosse Mengen an Öl und Flüssiggas transportiert werden. Die Zinsmärkte reagieren aktuell stärker auf geo- und haushaltspolitische Entwicklungen als Aktien. Die Renditen für US-Staatsanleihen sind als Folge des Waffenstillstandes wieder gesunken. Wir rechnen aber mit einem erneuten Anstieg, da die Anlegerschaft angesichts der steigenden Staatsverschuldung höhere Aufschläge verlangen dürfte. Wir nutzen die Gelegenheit und reduzieren unsere Allokation in US-Dollar-Anleihen und sind neu leicht untergewichtet. Im Gegenzug erhöhen wir unsere Position in Anleihen Schwellenländer, welche ein deutlich attraktiveres Renditeniveau bieten. In den meisten Aktienmärkten gibt es sowohl Licht als auch Schatten. Nebst Bewertungsaspekten – Europa sticht

hier positiv heraus – spielen vor allem die Auswirkungen des nächsten Kapitels in der US-Handelspolitik eine grosse Rolle. Deren Effekte werden wir erst in einigen Monaten sehen. Wir setzen deshalb auf breite Diversifikation und bleiben in Aktien neutral gewichtet. Trotz des gesunkenen SNB-Leitzinses bleibt die Bewertung der CH-Immobilienfonds sehr anspruchsvoll. Die Liquidität ist zudem stark eingeschränkt. Gold reagierte exemplarisch auf die Entwicklungen in Nahost: Zu Beginn legte der Preis zu, gab die Avancen per Waffenstillstand komplett ab.

Referenzportfolio CHF Ausgewogen

Bewertung	--	-	=	+	++
Liquidität				•	
Anleihen		•			
Schweiz	•				
Global*				•	
Aktien				•	
Schweiz				•	
Europa				•	
Nordamerika				•	
Pazifik				•	
Schwellenländer				•	
Alternative Anlagen				•	
Gold				•	
Immobilien		•			
Übrige					•

* Fremdwährungen ggü. CHF abgesichert
 --/- Empfehlung, von einer Anlageklasse weniger zu halten
 = Empfehlung entspricht der strategischen Vermögensaufteilung
 + / ++ Empfehlung, von einer Anlageklasse mehr zu halten

Anlageklassen im Detail

Anleihen

↘ Das erste Halbjahr brachte den Anleihemärkten sehr viel Volatilität. Verursacht wurden diese ungewöhnlich hohen Schwankungen von politischen Ankündigungen. Die Entwicklungen waren weltweit nicht einheitlich. Während in den USA die Renditen der zehnjährigen Papiere nach grossen Schwankungen per Saldo um rund 0.30% sanken, muss beispielsweise Deutschland für Anleihen mit gleicher Laufzeit einen rund 0.20% höheren Zins offerieren. Die Aufweichung der Schuldenbremse dürfte massgeblich dafür verantwortlich sein. Wir sind der Meinung, dass die US-Renditen für die kommenden Wochen nicht mehr tiefer tendieren werden. Deshalb reduzieren wir unsere Gewichtung in US-Treasuries leicht. Im Gegenzug attestieren wir den Anleihen der Schwellenländer aufgrund der gestiegenen Kreditaufschläge höheres Potenzial.

Wir empfehlen:

- Anleihen in CHF deutlich untergewichten
- US-Anleihen untergewichten
- Schwellenländeranleihen übergewichten
- Neutral in den restlichen Regionen

Währungen

Der US-Dollar nahm nach einer kurzzeitigen Erhöhung während der Konflikteskalation zwischen Israel und Iran seinen Trend zur Abwertung wieder auf. Das durch den Kongress beschlossene Haushaltsgesetz, welches noch höhere Schulden vorsieht, belastete die US-Valuta. Insgesamt wertete der «Greenback» in den ersten sechs Monaten dieses Jahres gegenüber dem Schweizer Franken und dem Euro um über zehn Prozent ab. Das Austauschverhältnis des Schweizer Frankens zum Euro veränderte sich indes während des ganzen ersten Halbjahres relativ wenig.

Wir empfehlen:

- EUR und USD neutral gewichten

↓ / ↘ Untergewichtung: Empfehlung, von einer Anlageklasse weniger zu halten
→ Neutral: Empfehlung entspricht der strategischen Vermögensaufteilung
↗ / ↑ Übergewichtung: Empfehlung, von einer Anlageklasse mehr zu halten

Aktien

↘ Die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten brachten die Aktienmärkte nur kurzfristig aus dem Takt. Neuigkeiten rund um die Zoll- und Handelspolitik sorgten da und dort für Ausschläge. Erwartet werden Zollsätze, welche deutlich über den zu Jahresanfang gültigen liegen. Die allerschlimmsten Befürchtungen des «Liberation Day» dürften sich aber nicht materialisieren. Die Aktienmärkte haben das Thema weitgehend ausgepreist. Angesichts der nach wie vor latenten Unsicherheit könnte sich das als etwas voreilig herausstellen. Andererseits dürfte in den USA eine Rezession vermieden werden und die Anpassungs- und Innovationsfähigkeit der Unternehmen sollte nicht unterschätzt werden. Die Performanceunterschiede waren in den letzten Wochen gross. Auf Monatsbasis legten die Schwellenländermärkte am meisten zu. Dicht dahinter der US-Aktienmarkt. Mit einer negativen Bilanz schliessen hingegen die europäischen Märkte und auch die Schweiz ab. Wir sehen derzeit ein ausgewogenes Chancen-Risikoverhältnis in allen Regionen und bevorzugen eine breite Diversifikation.

Wir empfehlen:

- Europa, Schweiz, Pazifik, USA und Schwellenländer neutral gewichten

Alternative Anlagen

→ Der Goldpreis reagierte schulbuchmässig auf die geopolitischen Ereignisse in Nahost. Mit der Zuspitzung des Konflikts sprang der Kurs in die Höhe und kaum beruhigte sich die Situation, gab der Goldpreis wieder deutlich nach. Auf Monatsfrist veränderte sich der Unzenpreis nur geringfügig. Wir bleiben bei einer neutralen Gewichtung. Die Schweizer Immobilienfonds machten in den letzten Wochen keine Kursfortschritte mehr. Aus unserer Sicht sind die Agios auf einem sehr hohen Niveau. Deshalb sehen wir auch für die kommenden Wochen kaum Potenzial und bestätigen unsere Untergewichtung.

Wir empfehlen:

- Gold neutral gewichten
- Schweizer Immobilienfonds untergewichten

Entwicklung der Märkte

Aktien: Europäische Aktiendominanz mit amerikanischer Aufholjagd

Aktien	Entwicklung 2025 in CHF *		Entwicklung 2025 in EUR *	
Schweiz		7.4%		7.9%
Deutschland		19.6%		20.2%
Europa		10.7%		11.2%
USA		-6.0%		-5.5%
Japan		-2.3%		-1.8%
Schwellenländer		2.3%		2.8%
Alternative Anlagen				
CH-Immobilienfonds		4.9%		5.4%
Öl (Brent) USD/Fass	68.80	-19.2%		-18.8%
Gold CHF/Kg	85'171.50	11.2%		11.8%

* per 03.07.2025

Währungen: Akzentuierte Dollarschwäche

Geld- und Kapitalmarkt	03. Juli 2025	Ende 2024	Veränderung
SNB Leitzins CHF	0.00%	0.50%	-0.50%
EZB Einlagezins EUR	2.00%	3.00%	-1.00%
10 Jahre Staatsanleihen CH	0.43%	0.33%	0.10%
10 Jahre Staatsanleihen DE	2.62%	2.37%	0.25%
10 Jahre Staatsanleihen US	4.35%	4.57%	-0.22%
10 Jahre Staatsanleihen JP	1.44%	1.10%	0.34%
Währungen			
EUR/CHF	0.9349	0.9396	-0.50%
USD/CHF	0.7955	0.9078	-12.37%
EUR/USD	1.1752	1.0349	13.56%

Impressum

Herausgeberin Schaffhauser Kantonalbank | Vorstadt 53 | 8201 Schaffhausen | +41 52 635 22 22 | info@shkb.ch

Redaktion Investment Center | **Redaktionsschluss** 3. Juli 2025, erscheint monatlich

Diese Publikation finden Sie auch unter www.shkb.ch/publikationen

Disclaimer Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen basieren nicht auf der Finanzanalyse der Schaffhauser Kantonalbank und begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zur Tätigung sonstiger Transaktionen. Sie dienen einzig informativen Zwecken und ersetzen weder eine persönliche Beratung durch eine fachkundige Person noch sind sie alleinige Grundlage für Anlage- oder andere Vermögensentscheide. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung finden auf die vorliegende Publikation keine Anwendung. Finanzinstrumente sind risikobehaftete Investitionen und unterliegen insbesondere Wert-, Wechselkurs- und Ertragsschwankungen. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Die Marktlage und damit der Wert von Finanzinstrumenten kann rasch ändern und sowohl steigen als auch fallen und ist von der Bonität des Emittenten abhängig. Machen Sie eine persönliche Bedürfnis-/Risikoanalyse, bevor Sie Anlage- oder andere Vermögensentscheide treffen. Die Schaffhauser Kantonalbank verwendet alle zumutbare Sorgfalt, um die Richtigkeit und Genauigkeit der publizierten Informationen sicherzustellen. Dennoch kann sie keinerlei Zusagen über die Korrektheit, Zuverlässigkeit und Wahrheit machen.