



US-Notenbank: Gefährdete Unabhängigkeit?

Die Federal Reserve Bank (Fed) ist zur Zielscheibe des US-Präsidenten geworden. Die Institution ist mit Rücktrittsforderungen und neuerdings sogar mit Entlassungen konfrontiert. Das weckt Befürchtungen einer politischen Einflussnahme. Dabei dürften die Zinsen wie von Donald Trump gefordert schon bald sinken – allerdings aus anderen Gründen.

Joachim Ruh, Leiter Vermögensverwaltung



Offener Machtkampf

Kaum im Amt äusserte sich US-Präsident Donald Trump kritisch zur Geldpolitik der Fed. Er forderte vom Offenmarktausschuss, welcher über den Leitzins entscheidet, sofortige Zinssenkungen. Besonders der ursprünglich von Trump selbst nominierte Vorsitzende des Gremiums, Jerome Powell, war immer wieder Ziel von Attacken. Der US-Präsident drohte mehrmals mit dessen vorzeitiger Absetzung. In den letzten Wochen erreichte der Machtkampf um die US-Notenbank eine neue Eskalationsstufe: Der US-Präsident entliess die Zentralbankgouverneurin Lisa Cook mit sofortiger Wirkung. Dies, weil er ihr Falschaussagen bei Hypothekenanträgen vorwirft. Der Präsident griff damit einem allfälligen Verfahren vor. Der Schritt kann als ungewöhnlich deutlicher Versuch der Einflussnahme auf die Institution gesehen werden. Die Unabhängigkeit der Zentralbank bei der Erreichung ihres dualen Mandates – der Vollbeschäftigung und Inflationskontrolle – gilt gewissermassen als heiliger Gral der Geldpolitik.

Unabhängigkeit in Gefahr?

Um beurteilen zu können, ob nun die Unabhängigkeit der Zentralbank unmittelbar in Gefahr ist, lohnt sich ein Blick auf die Entscheidungsprozesse. Der US-Leitzins wird vom Offenmarktausschuss bestimmt. Stimmberechtigt sind die sieben Personen aus dem Gouverneursrat der Fed. Der US-Präsident ernennt diese und lässt sie vom Senat bestätigen. Gegenwärtig sind drei Sitze von Personen besetzt, welche Donald Trump in seiner ersten Amtszeit ernannt hatte. Dazu gehört auch der in der Zwischenzeit in Ungnade gefallene Jerome Powell. Drei weitere wurden von anderen Präsidenten eingesetzt. Ein Sitz ist derzeit vakant. Das Gremium könnte also in absehbarer Zeit von Personen dominiert werden, welche vom aktuellen US-Präsidenten berufen wurden. Das sichert aber noch keine Mehrheit, denn fünf der insgesamt zwölf regionalen Fed-Präsidenten sind ebenfalls stimmberechtigt. Überdies ist sehr ungewiss, ob Personen nach ihrer Wahl in den Gouverneursrat tatsächlich im Sinne des Präsidenten entscheiden würden. Bei den zwei in seiner ersten Amtszeit Ernannten handelt es sich beispielsweise um Personen mit viel geldpolitischer Erfahrung, welche nicht unbedingt zu willfährigen Helfern werden dürften.

Anlagepolitik und taktische Positionierung

Zinssenkungen stehen ohnehin bevor

Der Gedanke an eine weniger unabhängige Zentralbank sorgt an den Finanzmärkten für Skepsis. Politische Einflussnahme zielt typischerweise auf eine günstige Refinanzierung der (zu hohen) Staatsschulden. Folge sind in der Regel zu tiefe Zinsen und eine expansive Geldpolitik, welche die Inflation anheizt. Beispiele aus jüngerer Vergangenheit hierfür sind die Türkei oder Argentinien. Entsprechend verwundert es nicht, dass die US-Anleihen bereits in einem gewissen Masse reagiert haben. Besonders am längeren Ende der Zinskurve bleiben die Zinsen hoch. Die Investorinnen und Investoren verlangen eine höhere Risikoprämie für die von der Politik verursachte Unsicherheit. Diese Entwicklung dürfte auch im Oval Office zur Kenntnis genommen worden sein. Nichtsdestotrotz könnte sich Donald Trumps Wunsch nach tieferen Leitzinsen bald erfüllen. Der Grund hingegen dürfte weniger nach dem Gusto des Präsidenten sein. Der Arbeitsmarkt in den USA schwächte sich gemäss den anfangs August publizierten Zahlen deutlich ab. Zwar werden (noch) keine Stellen abgebaut, doch Neueinstellungen bleiben aus. Diese Entwicklung gibt der US-Zentralbank, dank des dualen Mandates, einen gewissen Handlungsspielraum. Obwohl die Inflation nach wie vor über dem Zielwert liegt und die Auswirkungen der Zollpolitik unklar bleiben. Die Finanzmärkte erwarten für die kommende Notenbanksitzung vom 17. September eine Zinsreduktion von 0.25%. Bis zum Jahresende ist nochmals ein weiterer Zinsschritt in dieser Höhe eingepreist.

Anlagepolitik im September

Die Zinssenkungserwartungen in den USA wurden im Nachgang zu den kräftig nach unten revidierten Arbeitsmarktdaten neu kalibriert. Aussagen des Fed-Präsidenten Powell an der Notenbankkonferenz in Jackson Hole machten eine geldpolitische Lockerung greifbar. Schon anlässlich der Notenbanksitzung Mitte September dürfte sie beschlossen werden. In der Eurozone und der Schweiz erwarten wir hingegen für die kommenden Monate keine Senkungen mehr. Die zurückliegende Gewinnberichtssaison erfüllte die Erwartungen der Investorinnen und Investoren. Allerdings waren die regionalen Unterschiede gross. Es waren wiederum die in den USA stark vertretenen Unternehmungen aus der IT-Branche, welche die höchsten Gewinnwachstumsraten aufwiesen. Angesichts der nach wie vor sprunghaften politischen Entwicklung in den USA ist die

Planungssicherheit für Firmen eingeschränkt. Wir bevorzugen vor diesem Hintergrund weiterhin eine möglichst breite Diversifizierung der Aktienengagements und sind neutral positioniert. Chancen sehen wir bei weltweiten Anleihen, die in CHF abgesichert sind. Im Zuge der nun eingepreisten Zinssenkungen dürften die Renditen im US-Raum gut verankert sein. Wir schätzen überdies die Diversifikationseigenschaften. Zusätzlich dürften die Absicherungskosten in Folge der sich einengenden Zinsdifferenzen sinken. Wir haben unsere Engagements bei globalen Anleihen deshalb leicht erhöht. Ebenfalls spannend finden wir Anleihen aus den Schwellenländern. Weiterhin untergewichtet sind wir in den aus unserer Sicht sehr teuren Immobilienfonds. Zudem bestätigen wir unsere neutrale Einschätzung zum Gold.

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

↘ Die Aussicht auf baldige Leitzinssenkungen in den USA und die andauernden Angriffe auf die Fed wirkten sich auf die Renditen am Anleihenmarkt aus. Die kurzfristige Verzinsung sank im Bereich der zweijährigen Anleihen spürbar. Bei den Schuldpapieren mit längerer Laufzeit war diese Entwicklung deutlich weniger oder im Falle der dreisigjährigen Anleihen gar nicht zu beobachten. Damit ist die Zinskurve in den USA deutlich steiler geworden. Ebenfalls im Fokus waren die Anleihen Frankreichs. Die erneut aufkommenden Budgetstreitigkeiten und die damit einhergehende Vertrauensabstimmung, sorgte für deutlich höhere Renditen. Chancen sehen wir weiterhin bei den Schwellenländeranleihen. Im Weiteren erhöhen wir die weltweiten Engagements, welche wir gegenüber dem Schweizer Franken absichern. Wir schätzen die Diversifikationseigenschaften und erwarten in den kommenden Monaten geringere Kosten der Währungsabsicherung.

Wir empfehlen:

- Anleihen in CHF deutlich untergewichten
- US-Anleihen neutral gewichten
- Schwellenländeranleihen übergewichten
- Neutrale Positionierung in den restlichen Regionen

Währungen

Sowohl die politischen Attacken auf die Fed wie auch die Erwartung baldiger Zinssenkungen führten im August zu einem schwächeren US-Dollar. Der «Greenback» büsste gegenüber fast allen wichtigen Währungen an Terrain ein. Die Ausgestaltung und Geschwindigkeit der anstehenden Zinssenkungen dürften richtungsweisend für den weiteren Verlauf sein. Wir erwarten für die kommenden Monate eine Fortsetzung des Trends zu einer schwächeren US-Valuta.

Wir empfehlen:

- EUR neutral gewichten
- USD untergewichten

Aktien

→ Die weltweiten Aktienmärkte legten im August bei einer weitgehend synchronen Entwicklung zu. Unterstützend war die starke Berichtssaison. Die Aussichten auf baldige Zinssenkungen führten dazu, dass die schwachen Arbeitsmarktdaten nur kurzfristig belasteten. Der Schweizer Aktienindex schlug sich ebenfalls sehr ansprechend. Dies verwundert auf den ersten Blick angesichts des horrenden Zollsatzes, welcher die US-Regierung der Schweiz vorderhand aufbrummt. Die börsenkotierten Firmen sind allerdings weniger betroffen als KMUs. Weiterhin ist die politische Entwicklung sprunghaft. Vor diesem Hintergrund schätzen wir eine möglichst breite Diversifikation und bleiben in allen Regionen neutral gewichtet.

Wir empfehlen:

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

Alternative Anlagen

→ Der Goldpreis reagierte lehrbuchmässig auf die Aussicht tieferer Zinsen in den USA und legte zu. Unterstützt wurde dieser Trend zusätzlich durch die andauernden Attacken der US-Regierung auf die US-Notenbank. Angriffe auf die Unabhängigkeit der Zentralbanken unterstützen den Goldpreis typischerweise. In den letzten Jahren floss immer wieder eine Risikoprämie in den Preis ein. Allerdings «vergass» der Markt das Auspreisen bei Beruhigung der Situation weitgehend. Damit ist die Prämie für solche Ereignisse mittlerweile sehr hoch. Wir bleiben bei einer neutralen Einschätzung. Ebenfalls bestätigt haben wir unsere Untergewichtung in Immobilienfonds. Die Aufpreise («Agios») sind aus unserer Sicht sehr hoch und liessen sich nur durch nochmals deutlich sinkende Schweizer Zinsen rechtfertigen. Wir sehen dies aber derzeit nicht als das wahrscheinlichste Szenario an.

Wir empfehlen:

- Gold neutral gewichten
- Schweizer Immobilienfonds untergewichten

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

Entwicklung der Märkte

Aktien: Schwacher US-Dollar belastet amerikanischen Aktienmarkt

Aktien	Entwicklung 2025 in CHF *		Entwicklung 2025 in EUR *	
Schweiz		8.2 %		8.6 %
Deutschland		17.5 %		18.0 %
Europa		9.9 %		10.3 %
USA		- 2.8 %		- 2.5 %
Japan		5.2 %		5.6 %
Schwellenländer		6.0 %		6.4 %
Alternative Anlagen				
CH-Immobilienfonds		5.6 %		5.9 %
Öl (Brent) USD/Fass	69.14	- 18.0 %		- 17.7 %
Gold CHF/Kg	91'539.50	19.5 %		20.0 %

* per 02.09.2025

US-Dollar weiter schwach

Geld- und Kapitalmarkt	02. September 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	0.33 %	0.33 %	0.00 %
10 Jahre Staatsanleihen DE	2.79 %	2.37 %	0.42 %
10 Jahre Staatsanleihen US	4.26 %	4.57 %	- 0.31 %
10 Jahre Staatsanleihen JP	1.62 %	1.10 %	0.52 %
Währungen			
EUR/CHF	0.9361	0.9396	- 0.36 %
USD/CHF	0.8039	0.9078	- 11.45 %
EUR/USD	1.1644	1.0349	12.51 %

Impressum

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

Redaktion Investment Center | **Redaktionsschluss** 2. September 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.