



Was hat ein Hamburger mit Wechselkursen zu tun?

Kennen Sie den Anker- oder Referenzpreiseffekt? Menschen erinnern sich an einen bestimmten Preis und leiten davon eine Zukunftserwartung ab. Bei Währungen, ebenso wie bei vielen Gütern des Alltags, greift diese Betrachtung aber oft zu kurz und kann zu falschen Einschätzungen führen.

Joachim Ruh, Leiter Vermögensverwaltung



Frühere Wechselkurse als trügerischer Massstab

Viele Menschen erinnern sich an frühere Wechselkurse und leiten daraus ein Urteil über die aktuelle Situation ab. Wer beispielsweise zu Beginn der 2000er Jahre für einen US-Dollar noch 1.50 Franken bezahlt hat oder den Euro für mehr als 1.60 Franken kaufen musste, neigt dazu, die heutige Bewertung als aussergewöhnlich tief einzustufen. Diese Haltung ist verständlich, greift jedoch häufig zu kurz. Ein einfaches Beispiel verdeutlicht das Problem: Ein Kilogramm Brot kostete vor Jahrzehnten nur einen Bruchteil dessen, was heute ein Bäcker verlangt. Niemand würde aber erwarten, dass die Brotpreise wieder auf das damalige Niveau zurückfallen. Der Grund liegt in der Inflation und der damit verbundenen Veränderung der Kaufkraft des Geldes. Das gleiche Prinzip gilt für Wechselkurse. Doch welcher Wechselkurs bildet den korrekten Preis eines Währungspaares ab?

Kaufkraftparität als Mass des fairen Preises

Die Theorie der Kaufkraftparität liefert einen Lösungsansatz und basiert auf der Idee, dass identische Güter in verschiedenen Ländern langfristig gleich viel kosten sollten, wenn

sie in eine gemeinsame Währung umgerechnet werden. Ein populärer und leicht verständlicher Ansatz zur Veranschaulichung der Kaufkraftparität ist der Big-Mac-Index. Dieser wurde 1986 vom britischen Wirtschaftsmagazin «The Economist» eingeführt. Da ein Big Mac weltweit weitgehend identisch ist, kann sein Preis als Vergleichsgrösse verwendet werden. Kostet er in einem Land nach Umrechnung deutlich mehr als in einem anderen, deutet dies auf eine Überbeurteilung der betreffenden Währung hin. Steigen die Preise in einem Land dauerhaft stärker als in einem anderen, verliert dessen Währung tendenziell an Kaufkraft und sollte sich langfristig abschwächen. Wer historische Wechselkurse betrachtet, sich also an einem Ankerpreis orientiert, ohne die Inflationsunterschiede zu berücksichtigen, vergleicht deshalb häufig Äpfel mit Birnen. Ein Wechselkurs, der vor zwanzig Jahren aktuell war, darf dem heutigen nicht direkt gegenübergestellt werden. Vielmehr gilt es zu berücksichtigen, wie sich die Kaufkraft der beteiligten Währungen zwischenzeitlich verändert hat.

Anlagepolitik und taktische Positionierung

Schweiz mit tieferem Inflationsziel

Gerade beim Schweizer Franken zeigt sich die Bedeutung solcher Betrachtungen. Während in den USA und im Euro-Raum die Konsumentenpreise langfristig deutlich stärker gestiegen sind, blieb die Teuerung in der Schweiz vergleichsweise moderat. Dadurch hat der Schweizer Franken einen grösseren Teil seiner Kaufkraft bewahrt. Auch für die Zukunft dürfte dieser Mechanismus relevant bleiben. Dies insbesondere, weil die Schweizerische Nationalbank (SNB) mit einem Inflationszielband von 0 bis 2% tiefer liegt als die meisten anderen Zentralbanken, welche oft 2% anstreben. Gleichzeitig hat die Schweiz den Mittelwert des Bandes von 1% in den letzten Jahren erreicht (sogar unterboten), während die Teuerung in anderen Regionen das Ziel überschoss. Solange die Inflation in der Schweiz strukturell tiefer bleibt als im Ausland, spricht die Logik der Kaufkraftparität für eine tendenzielle Aufwertung des Frankens. Dies bedeutet allerdings nicht, dass der Franken jedes Jahr stärker werden muss. Kurzfristig wird der Wechselkurs von zahlreichen Faktoren wie Zinsen, Konjunktur, Kapitalflüssen oder geopolitischen Ereignissen beeinflusst. Da wir langfristig von einer strukturellen Stärke der Schweizer Währung ausgehen und Währungsschwankungen die Ergebnisse erheblich beeinflussen können, sichern wir Fremdwährungsrisiken in unseren Anleiheallokationen für Schweizer Anlegerinnen und Anleger bewusst ab. Wir reduzieren so unerwünschte Wechselkurseinflüsse und fokussieren uns auf die eigentlichen Ertragsquellen der Anlagen.

Anlagepolitik im September

Im August waren an den Finanzmärkten zwei bemerkenswerte Ereignisse festzustellen. Zu Monatsbeginn intervenierte die japanische Zentralbank zusammen mit der US-Notenbank zu Gunsten des japanischen Yen. Diese gemeinsame Aktion unterstreicht die gegenseitig wahrgenommene zu schwache Notierung des Yen. Ebenfalls erwähnenswert war die Ankündigung des US-Finanzministeriums, künftig mehr Anleihen am langen Laufzeitenende – speziell im Bereich der dreissigjährigen Staatspapiere – zu kaufen. Damit gab die US-Regierung zu erkennen, dass sie keinen allzu grossen Renditeanstieg in diesem für den Hypothekenmarkt wichtigen Segment wünscht. Eine Nebenwirkung dieser Massnahme war eine deutliche Abwertung des US-Dollars gegenüber fast allen Währungen. Wir sind der Meinung, dass der «Greenback» in den

kommenden Monate weiter zur Schwäche tendieren könnte – nicht zuletzt auch wegen der deutlich höheren Inflation im Vergleich zu Ländern wie der Schweiz. Wir reduzieren deshalb unsere Positionen in Anleihen, welche in US-Dollar gehandelt werden. Konkret nehmen wir bei Papieren, die von Schwellenländern herausgegeben wurden, Gewinne mit. Andererseits sind aus unserer Sicht Schuldverschreibungen aus der Eurozone attraktiv. Bei den Aktien nehmen wir genauso wie bei den Alternativen Anlagen (Gold und Immobilienfonds) diesen Monat keine Änderungen vor. Damit bleiben wir bei einer leichten Übergewichtung von Aktien. Hier favorisieren wir Dividendenpapiere aus den Schwellenländern aufgrund ihrer moderaten Bewertung bei einer gleichzeitig sehr guten Dynamik der Unternehmensgewinne.

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 Entwicklung der Renditen am langen Laufzeitende war im August spannend. Nachdem die Renditen bei US-Anleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren zu Monatsbeginn deutlich angestiegen waren, sah sich das US-Finanzministerium veranlasst, ihre Quote für Käufe in diesem Laufzeitenband zu verdoppeln, gegenfinanziert durch Emissionen im kürzeren Laufzeitbereich. Diese Ankündigung erfolgte ohne Zeichen von Stress im Anleihemarkt. In Europa liegt die laufende Verzinsung, welche viele Staaten für ihre zehnjährigen Papiere bieten müssen, deutlich höher als noch Ende Juli. Damit erreichen die Renditen aus unserer Sicht ein sehr attraktives Niveau. Deshalb haben wir entschieden, europäische Anleihen neu in ein Übergewicht zu setzen. Gleichzeitig reduzieren wir die US-Dollar-Exponierung, indem wir Anleihen aus den Schwellenländern auf eine neutrale Gewichtung abbauen.

Wir empfehlen:

- CHF-Anleihen: deutlich untergewichten
- US-Anleihen und Schwellenländeranleihen: neutral gewichten
- Anleihen aus der Eurozone: übergewichten

Währungen

Der US-Dollar geriet nach der Ankündigung des US-Finanzministeriums, längere Anleihelaufzeiten in grösserem Umfang als bisher aufzukaufen, unter Druck. Allerdings erholte sich die Kursnotierung zum Schweizer Franken innerhalb von wenigen Tagen wieder fast vollständig. Der Euro hingegen legte auf breiter Front zu. Gänzlich verpufft ist jedoch die Intervention der Bank of Japan und der USA zu Gunsten des japanischen Yen. Es scheint sich zu bewahren, dass Interventionen nur dann wirken, wenn gleichzeitig auch die Ursache der Fehlbewertung angegangen wird. Das war bisher noch nicht der Fall. Der Bank of Japan bietet sich im September die Möglichkeit die Zinsdifferenz zum US-Dollar zu verengen und damit eine nachhaltigere Aufwertung einzuleiten.

Wir empfehlen:

- EUR: neutral gewichten
- USD: untergewichten

Aktien

↗ Die Aktienmärkte zeigten sich sowohl von den Interventionen wie auch von geopolitischen Ereignissen weitgehend unbeeindruckt. Als Folge davon waren die Ausschläge an den internationalen Aktienmärkten im August moderat. Die meisten Börsenplätze konnten leichte Kursgewinne verzeichnen. Entgegen diesem Trend notierte der Schweizer Aktienmarkt etwas tiefer. Damit bestätigte sich der Jahrestrend. Der hiesige Aktienmarkt konnte seine defensiven Eigenschaften bisher nicht ausspielen. Die Investorinnen und Investoren legen ihren Fokus derzeit besonders stark auf die Wachstumsraten bei den Unternehmensgewinnen. Diese sind in fast allen anderen Regionen deutlich höher. Wir bestätigen unser leichtes Übergewicht in Aktien. Einen Fokus setzen wir dabei auf Titel aus den aufstrebenden Märkten.

Wir empfehlen:

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

Alternative Anlagen

↗ Nachdem der Goldpreis in den letzten Monaten deutlich unter Druck gestanden hatte, legte er im August kräftig zu. Die Trendwende wurde durch die Ankündigung des US-Finanzministeriums, vermehrt längere Anleihen zu kaufen, ausgelöst. In der Folge büsste der US-Dollar phasenweise an Wert ein – das Gold legte im Gegenzug zu. Ob diese Gegenläufigkeit zwischen dem «Greenback» und dem gelben Edelmetall weiter anhält, bleibt abzuwarten. Wenig spektakulär waren die Kursbewegungen bei den Immobilienfonds. Wir bestätigen unsere neutrale Einschätzung für Gold und Schweizer Immobilienfonds.

Wir empfehlen:

- Gold: neutral gewichten
- Schweizer Immobilienfonds: neutral gewichten
- Übrige Alternative Anlagen: übergewichten

↓ / ↘ 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: Aktienmärkte sehr erfreulich

Aktien	Entwicklung 2026 in CHF *	Entwicklung 2026 in EUR *
Schweiz	10.1 %	9.0 %
Deutschland	7.3 %	6.2 %
Europa	13.8 %	12.6 %
USA	15.6 %	14.4 %
Japan	26.7 %	25.4 %
Schwellenländer	29.3 %	28.0 %
Alternative Anlagen		
CH-Immobilienfonds	-1.5 %	-2.5 %
Öl (Brent) USD/Fass 97.00	62.5 %	60.9 %
Gold CHF/Kg 114'693.50	4.4 %	3.4 %

* per 07.09.2026

Trend zu höheren Renditen hält an

Geld- und Kapitalmarkt	07. September 2026	Ende 2025	Veränderung
SNB Leitzins CHF	0.00 %	0.00 %	0.00 %
EZB Einlagezins EUR	2.25 %	2.00 %	0.25 %
10 Jahre Staatsanleihen CH	0.44 %	0.32 %	0.12 %
10 Jahre Staatsanleihen DE	3.39 %	2.86 %	0.53 %
10 Jahre Staatsanleihen US	4.78 %	4.17 %	0.61 %
10 Jahre Staatsanleihen JP	2.93 %	2.07 %	0.86 %
Währungen			
EUR/CHF	0.9408	0.9312	1.03 %
USD/CHF	0.8090	0.7934	1.97 %
EUR/USD	1.1629	1.1736	-0.91 %

Impressum

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

Redaktion Investment Center | **Redaktionsschluss** 7. September 2026, 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.