



MARKTAUSBLICK | AUGUST 2025

Leidenschaftlich unüberzeugt

Vorwort

INHALT

- 3 KI: Hoffnung oder Hype?
- 9 Inflation - das alte und immer neue Thema

*“Den Besten fehlt jede Überzeugung,
während die Schlechtesten vor Leidenschaft vibrieren.”*
– WB Yeats, The Second Coming

Ein Jahr mit vielen geopolitischen, wirtschaftlichen und finanziellen Herausforderungen liegt nun zu zwei Dritteln hinter uns. Die Wertpapiermärkte geben sich, abgesehen von dem kurzlebigen Drama nach dem “Tag der Befreiung”, bemerkenswert gelassen. Die meisten regionalen Aktien- und Anleiheindizes haben bisher Renditen erzielt, die über der Inflationsrate lagen, und zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts liegen die globalen Aktienrenditen in Euro, Franken und Pfund sogar nahe dem Break-Even-Punkt.

Das ist nicht wirklich überraschend. Wir haben schon oft über die “Krisenmentalität” geschrieben und darüber, wie sehr sie eine unangemessene Dringlichkeit und polarisierte Wahrnehmungen begünstigt.

Wir wissen, dass Märkte gnadenlos unpersönlich sein können. Solange nicht (beispielsweise) die Energiekosten oder die Schifffahrt empfindlich beeinträchtigt werden, wird menschliches Trauma die globale Rentabilität und die Zinssätze - und damit auch die Wertpapierpreise - wenig beeinträchtigen.

Wir wissen, dass Trumps Äusserungen nicht wörtlich genommen werden sollten und dass “Making America Great Again” nicht durch Zölle und Wechselkurse erreicht werden kann (nicht zuletzt, weil die USA zumindest in den Bereichen Wirtschaft und Finanzen noch nie *nicht* grossartig waren - ein Punkt, den die Dollar-Pessimisten vielleicht aus den Augen verloren haben).

Wie wir weiter unten anmerken, bringen die derzeit geplanten Zölle den Handel sicherlich ins Stocken, aber noch lange nicht zum Erliegen. Die wirtschaftliche Robustheit, und nicht die Zölle selbst, bedeutet wiederum, dass die Inflation und nicht die Deflation das Hauptanliegen der Geldpolitik sein sollte und dass die Zinssätze in den nächsten Monaten möglicherweise nicht drastisch sinken werden.

Wir wissen auch, dass Aktienbewertungen für sich genommen ein schlechter Indikator für kurzfristige Renditen sind, insbesondere wenn ein marktführendes Thema gut etabliert ist und (vorerst) durch ein gesundes Ertragswachstum gestützt wird - was beim derzeitigen Fokus auf die künstliche Intelligenz, die wir weiter unten ausführlicher erörtern, immer noch der Fall zu sein scheint.

Es ist uns klar, dass die Schuldenaufnahme eines Staates oft oder sogar häufig nicht der Hauptfaktor für die Renditeentwicklung am Anleihemarkt ist (wie wir bereits [hier](#) und [hier](#) erörtert haben).^{1,2} Die weitgehende Stabilität der meisten westlichen Renditekurven angesichts hoher und steigender Schuldenquoten sowie die Besessenheit vieler Experten mit diesem Thema ist ebenfalls keine grosse Überraschung.

In Anbetracht all dieser Tatsachen und Beobachtungen - und als langfristige Investoren, die das Glas aus der “halb voll” Perspektive sehen, haben wir aus unserer Top-Down-Perspektive dazu geraten, investiert zu bleiben.

Während wir uns in den meisten Jahren allerdings in der Lage sahen, klar für den Aktienmarkt zu plädieren, sind wir ab November 2024 aus unserer Top-down-Perspektive praktisch indifferent gegenüber den Anlagealternativen Aktien, Anleihen oder Bargeld. Es schien zu früh, um davon auszugehen, dass all diese Probleme, wenn schon nicht gelöst (diese Krisenmentalität!), so doch zumindest aus dem Rampenlicht gerückt werden.

Weder besonders optimistisch noch pessimistisch zu sein, kann sich als schwierig erweisen. Es gibt kaum einen Grund, bestimmte Ideen aggressiv zu verfolgen – aber wer zwischen zwei Stühlen sitzt, läuft Gefahr, von beiden Seiten überfahren zu werden. Und so gehen wir ins letzte Drittel und sind immer noch leidenschaftlich unüberzeugt.

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Global Investment Strategists

Bildquellen: US dollar © Getty Images.

© 2025 Rothschild & Co Wealth Management

Datum der Veröffentlichung:
August 2025.
Daten: alle Angaben per August 2025.
Text per 18. August 2025.

Quellen für Grafiken und Tabellen:
Rothschild & Co oder Bloomberg
(sofern nicht anders angegeben).

¹ www.rothschildandco.com/de/newsroom/insights/2024/04/wealth-management-marktausblick-der-nachste-stimmungsumschwung/

² www.rothschildandco.com/de/newsroom/insights/2024/11/wealth-management-marktausblick-kann-wachstum-enttauschen/

KI: Hoffnung oder Hype?

Die Berichte über den Niedergang der Sonderstellung der US- Märkte waren offenbar stark übertrieben. Nach einer kurzen Periode der Underperformance hat das Momentum im Technologiebereich in den letzten Monaten wieder angezogen und damit auch die Führung der US-Aktienmärkte (Abbildung 1). Dies ist das Ergebnis einer Kombination aus robustem Ertragswachstum, ungebremstem KI-Optimismus und dem Glauben, dass der Wirrwarr um die Zölle dem globalen Wachstumsmodell nicht die Luft abdrehen wird.

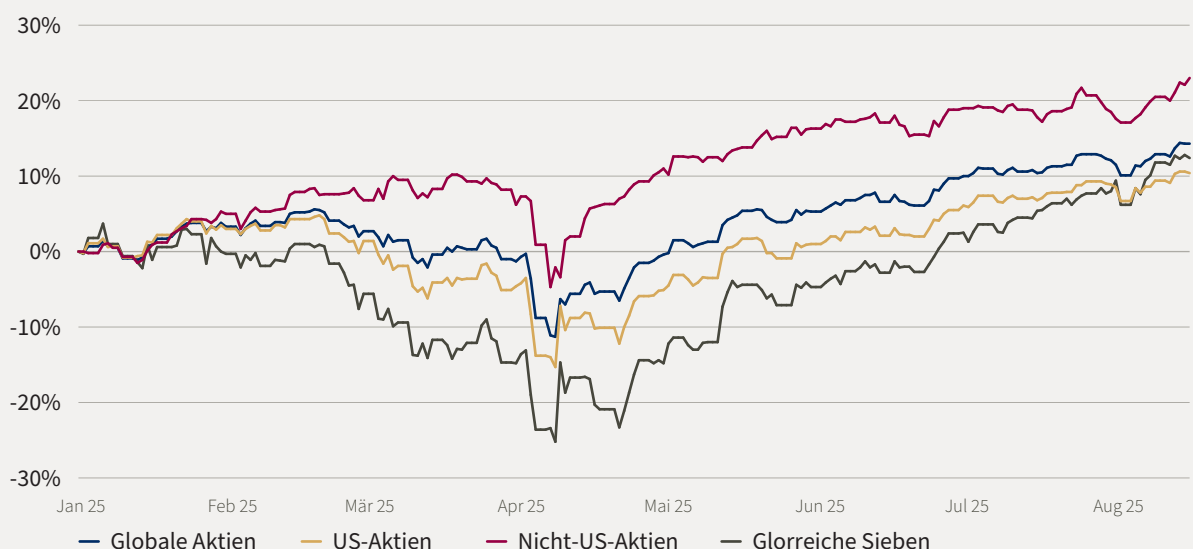
Die von den "Glorreichen Sieben" angeführte Erholung mag solider sein, als man zunächst annehmen mag. Aber bedeutet das, dass es richtig ist, den Aufschwung der anderen, gerade weniger angesagten Segmenten des globalen Aktienmarktes abzuschreiben?

RATIONALER ÜBERSCHWANG

Im Jahr 1996 prägte der damalige Vorsitzende der Federal Reserve Alan Greenspan in seinen berühmten Kommentaren zur Börse den Begriff des "irrationalen Überschwangs." Damals stiegen die Aktienkurse und Handelsvolumina sprunghaft an, als die Anleger einer zunehmenden Dynamik hinterherliefen, die sich dann zur "TMT"- (Technologie, Medien, Telekommunikation) oder "Dotcom"-Blase entwickeln sollte. Das Ertragswachstum blieb weit hinter den optimistischen Erwartungen zurück und die Bewertungen hatten sich von der Realität entkoppelt. Als die Blase dann platzte, folgte eine schmerzhaft ernüchterung.

ABBILDUNG 1: 2025: DIE V-FÖRMIGE ERHOLUNG DER AKTIENMÄRKTE

(in USD, Veränderung in %)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

Anmerkung: Der Begriff "Glorreiche Sieben" bezeichnet die Unternehmen NVIDIA, Microsoft, Meta, Apple, Alphabet, Amazon und Tesla.

Ein Echo der Dotcom-Ära - Überschwang und Hype - klingt heute wieder durch. Meme-Aktien erleben einen rasanten Höhenflug; andere Unternehmen profitieren mit fragwürdigen Kryptowährungsstrategien von der Bitcoin-Begeisterung und rufen damit Erinnerungen an Neugründungen hervor, die 2000 einfach ein “.com” an ihren Namen hängten. In jüngster Zeit hat die Bedeutung der Kleinanleger zugenommen, die vielleicht ein Drittel des täglichen Volumens ausmachen, was die in den letzten Monaten beobachteten aggressiven Käufe bei Rücksetzern zumindest teilweise erklären könnte.

Diese Entwicklung ging mit einer immer stärkeren, aussergewöhnlichen Marktkonzentration einher. Die zehn grössten Aktien, von denen acht technologieorientiert sind, machen zwei Fünftel des US-Aktienmarktes aus (Abbildung 2) bzw. mehr als ein Viertel des breiteren MSCI World All-Country-Index. Vielleicht noch bemerkenswerter ist, dass die beiden grössten Aktien jeweils kurzzeitig mit mehr als 4 Bio. Dollar bewertet wurden, was zusammengenommen fast der gesamten Grösse des MSCI-Index für Kontinentaleuropa entspricht.

Allerdings sind Mitläufertum und ein konzentrierter Markt nicht unbedingt Indizien für eine ausgeprägte Marktblase. Für eine derartige Entwicklung müssten wir wahrscheinlich einen weiteren exponentiellen Anstieg und deutlich überzogene Durchschnittsbewertungen sehen.

Gleichwohl ist der S&P 500 Index unbestritten teuer – sowohl im Hinblick auf seine eigene Entwicklung als auch im Vergleich zu anderen regionalen Aktienmärkten. Unser zyklisch bereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE) in den USA liegt mit einem Aufschlag von *einem Fünftel* deutlich über seiner Trendentwicklung und damit im obersten Bewertungssperzentil der letzten hundert Jahre. Andere ertrags- oder bilanzbasierte Kennzahlen signalisieren ein ähnlich hohes Niveau, das nur noch von dem der Dotcom-Phase übertroffen wird.

Die höheren Bewertungen sind bis zu einem gewissen Grad gerechtfertigt. Eine kontinuierliche Neubewertung der Multiplikatoren in den letzten Jahrzehnten fiel mit einer Phase zusammen, in der die Realzinsen überwiegend zurückgegangen sind, während die Rentabilität gestiegen ist. Heute gehören US-Unternehmen zu den profitabelsten aller Zeiten: Eine Kombination aus soliden Gewinnzuwächsen und verhaltenem Kapitalbedarf hat dazu geführt, dass ihre Eigenkapitalrendite tendenziell sowohl die früherer US-Unternehmen als auch die der meisten Industrieländer übertrifft – und dieser Vorsprung hat sich in den letzten Jahren zunehmend

ABBILDUNG 2: GEWICHTUNG DER ZEHN GRÖSSTEN US-AKTIE IM S&P 500-INDEX



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, S&P Global

vergrössert. Gleichzeitig sind die realen Finanzierungskosten – selbst nach der Normalisierung der Zinsen – auf einem historisch niedrigen Niveau geblieben. Intuitiv lässt sich vertreten, dass bessere und profitablere Unternehmen bei einer Diskontierung mit niedrigen Realzinsen höhere Bewertungskennzahlen rechtfertigen könnten. Dabei ist die Median-US-Aktie deutlich billiger, als der Index vermuten lässt, wobei die Rentabilität im Allgemeinen auch entsprechend niedriger ist (Abbildung 3).

Das lässt die Vermutung zu, dass die Fundamentaldaten und nicht die Stimmung den Ausschlag für die jüngsten Renditen gegeben haben könnten. Nur die Konzentration ist für die kurzfristige taktische Perspektive wenig hilfreich. Es gibt zahlreiche globale und historische Beispiele für Märkte, die weniger diversifiziert sind oder wo Agglomerationen zu einer engen Marktführung geführt haben. Konzentration kann ein Zeichen für unausgewogenen Wettbewerb oder geheime Absprachen sein, kann aber auch die technologischen Gegebenheiten und die Dynamik des sich entwickelnden Produktzyklus widerspiegeln.

Natürlich bedeutet ein enger Markt nicht, dass auch unsere Portfolios eng sein müssen. Eine echte Diversifizierung ergibt sich aus dem Besitz verschiedener Geschäftsbereiche - und genau das bieten einige der grossen technologieorientierten Unternehmen von heute.

DAS WETTRÜSTEN IN DER KI

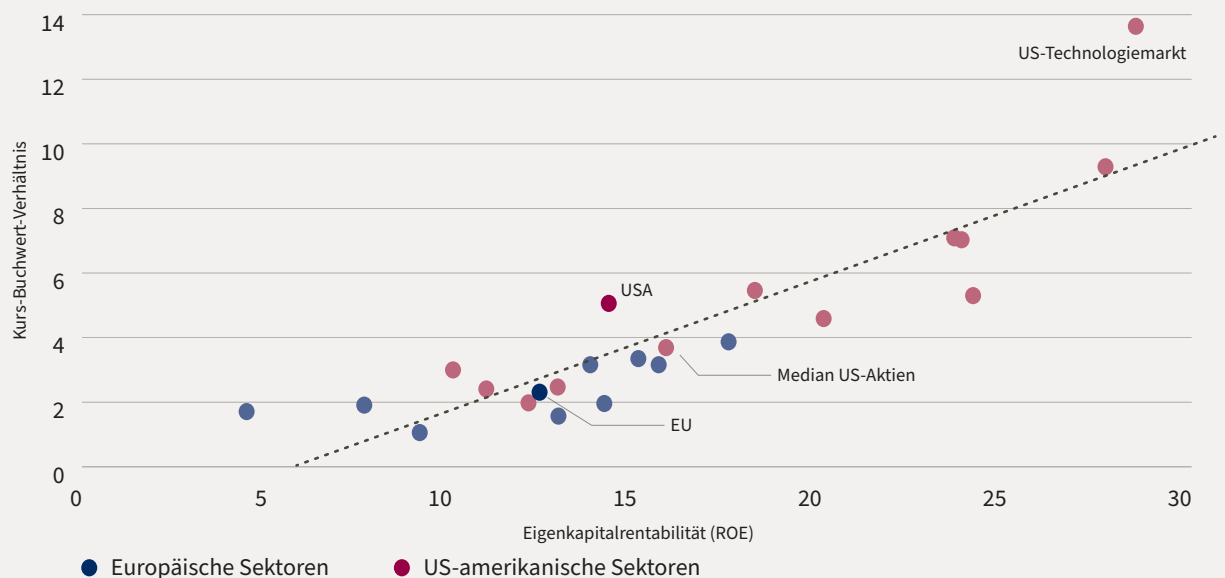
Die KI ist innerhalb weniger Jahre aus dem Hintergrund ins Rampenlicht gerückt. Die Bandbreite der derzeitigen Begeisterung reicht von reinem Überschwang bis hin zu völligem Hype.

Ein breiter angelegter wirtschaftlicher Aufschwung durch KI-gestützte Produktivitätssteigerungen zeichnet sich jedoch noch nicht ab. Die Investitionsausgaben, die diese Fortschritte bewirken sollen, tauchen jedoch bereits in den volkswirtschaftlichen Daten auf und so trug der Capex-Aufwand in der ersten Hälfte des Jahres 2025 stärker zum Produktionswachstum der USA bei als die Verbraucherausgaben.

Im Hintergrund nimmt die Zahl der KI-Anwendungen zu. Routinemässige Verwaltungsaufgaben lassen sich immer zuverlässiger digitalisieren und auch bei unserer eigenen Arbeit verwenden wir verschiedene Tools zum automatisierten Extrahieren (*Scrapen*) von Daten sowie dem

ABBILDUNG 3: DIE REGRESSIONSLINIE - KEINE GROSSEN AUSREISSER?

US-amerikanische und europäische Sektoren



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

Zusammenfassen von Dokumenten und Berichten. Der viel gepriesene und lang erwartete “KI-Wendepunkt”, der die Transformation unseres Alltags bewirken soll, scheint aber noch in weiter Ferne zu liegen.

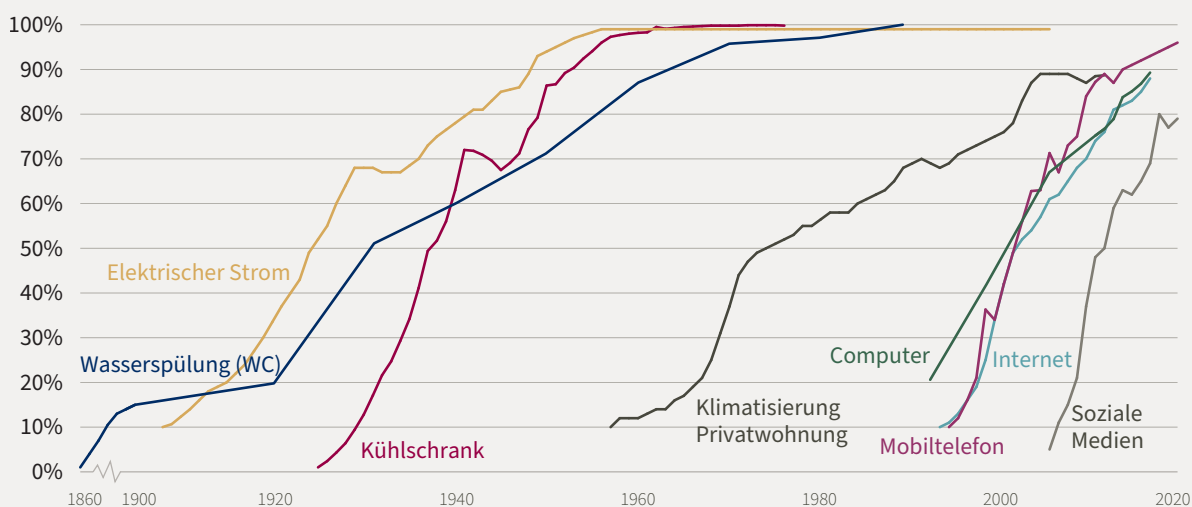
Befürworter werden darauf hinweisen, dass die Technologie diffus ist und dass der Einfluss der KI wahrscheinlich subtiler sein wird als bei früheren Innovationen. Wenn es dann tatsächlich so weit ist, wird die Verbreitung wahrscheinlich auch schneller voranschreiten. Möglicherweise sind die Einführungskurven der bisherigen Technologien kein geeigneter Vergleich (Abbildung 4). Die Rede von der AGI, der allgemeinen künstlichen Intelligenz, ist jedoch noch verfrüht. Die Computerwissenschaft ist dem Verständnis des menschlichen Bewusstseins bisher nicht nähergekommen als in der Vergangenheit. Das Bewusstsein wird möglicherweise ein Phänomen bleiben, das sich nicht berechnen lässt, wie so vieles andere auch. Dabei sind bei den Problemen, die sich berechnen lassen, Vertrauen, Zuverlässigkeit und veränderte Gewohnheiten der Menschen notwendige Voraussetzungen für eine breite Akzeptanz.

Trotzdem hat die Erwartung (Hoffnung?) auf eine baldige drastische Automatisierung und KI-gestützte Effizienzsteigerung ein schnell wachsendes Ökosystem mit grossen Sprachmodellen, riesigen Rechenzentren und neuen Energiequellen entstehen lassen. Die Investitionsausgaben der vier grossen “Hyperscaler” Alphabet, Amazon, Meta und Microsoft werden in diesem Jahr wahrscheinlich den Capex-Wert aller anderen US-Industrien und des Energiesektors übersteigen. Meta baut ein Rechenzentrum in der Grösse Manhattans, während Microsoft das stillgelegte Kernkraftwerk Three Mile Island wieder in Betrieb genommen hat, um seinen wachsenden Energiebedarf zu decken. Ganz im Zentrum dieser KI-Revolution steht natürlich NVIDIA - der GPU-Hersteller kontrolliert zwei Drittel des Marktes und ist einer der Hauptnutznießer dieser Ausgaben.

Das Marktführungsverprechen des First-Mover-Vorteils und der Datenbeherrschung motiviert die Hersteller der notwendigen Tools, zu denen die dominierenden Halbleiterhersteller und Hyperscaler gehören, zu weiteren Ausgaben. Fehlallokationen von Kapital und

ABBILDUNG 4: VERBREITUNG NEUER TECHNOLOGIEN IN DER VERGANGENHEIT | “S-KURVEN”

Anteil der US-Haushalte an der Nutzung bestimmter Technologien (%)



Quelle: Rothschild & Co, Our World in Data

Anmerkung: Stand der Daten: Ende 2019. Die typische “S-Kurve” beginnt mit wenig Steigung (“Neuland”), gefolgt von einem starken (eventuell überproportionalen) Wachstum und erreicht schliesslich ein Plateau, wenn der Markt einen Sättigungsgrad erreicht.

Überinvestitionen sind dabei allerdings echte Risiken, die an die anfänglichen Ausgaben für die Telekommunikation im Dotcom-Boom erinnern. Glücklicherweise unterscheidet sich die heutige Entwicklung deutlich von dieser Blase: Es gibt keinen IPO- oder M&A-Rausch, und die Ausgaben werden aus bestehenden Cashflows finanziert (nicht durch Neuemissionen von Aktien oder Anleihen – tatsächlich sind alle diese Unternehmen schuldenfrei).

Ein Grossteil der Investitionen geht von einer exponentiell steigenden Nachfrage nach Rechenleistung aus: Der Einsatz von KI-Modellen wird sich voraussichtlich erheblich beschleunigen. Einige KI-Kenner glauben, dass hier das Jevons-Paradoxon (das vielleicht weniger paradox ist, als es klingt) zum Tragen kommen wird: Höhere Effizienz und niedrigere Kosten fördern eine höhere Nachfrage. So kann sich der Wettbewerb entfalten und Effizienzgewinne für neue Marktteilnehmer schaffen. Als Anfang des Jahres das chinesische DeepSeek-Modell vorgestellt wurde, war es Berichten zufolge wesentlich kostengünstiger und erforderte deutlich weniger Rechenleistung. Wenn dies tatsächlich eine Bedrohung darstellt, könnten der wirtschaftliche Burggraben, der die Wettbewerbsvorteile der Big-Tech-Unternehmen schützt, enger sein als bisher angenommen. Das liesse ein demokratischeres Ergebnis für die Verbraucher, aber ein vielleicht weniger profitables für die führenden Anbieter vermuten.

Konkreter formuliert: Eine der ursprünglichen Attraktionen der Megacap-Technologiewerte war ihre enorme operative Leverage. Eine dauerhafte Verlagerung hin zu einer kapitalintensiveren und konkreteren Produktion könnte dieses begehrte Merkmal schwächen. Eine schnelle Obsoleszenz könnte bedeuten, dass die Unternehmen vor der Sisyphusaufgabe stünden, immer grössere Kapitalinvestitionen tätigen zu müssen - nur um auf der Stelle zu treten.

Es gibt viele Gründe dafür, dass die heutigen Gewinnspannen, die sogar noch grösser sind, als wir es in den letzten Jahrzehnten erlebt haben, vielleicht nicht mehr tragbar sind. Das Gewinnwachstum könnte sich in Zukunft normalisieren und die Analysten scheinen diese Ansicht zu teilen (Abbildungen 5 und 6).

ABBILDUNG 5: INDEXIERTES GEWINNWACHSTUM (100 = DEZ. 2014)

Ist-Zahlen (2014 bis 2024) und Prognosen (2024 bis 2028)

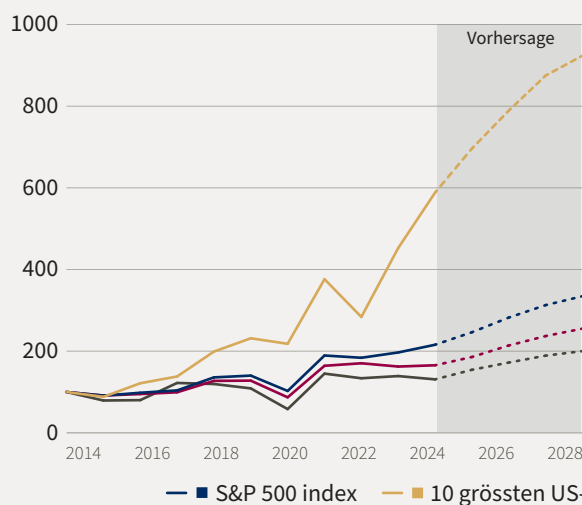
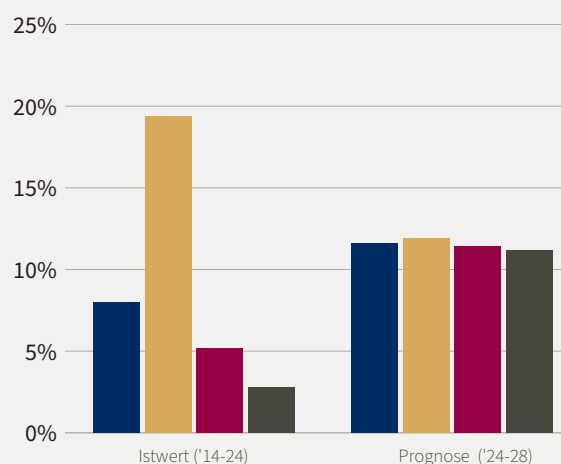


ABBILDUNG 6: GEWINNWACHSTUM, ANNUALISIERT

(%)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

Anmerkung: Die Daten wurden in USD berechnet und auf der Grundlage der Nettoeinkünfte der S&P 500-Index-Unternehmen für das jeweilige Kalenderjahr zusammengestellt. Die Vorausschätzungen basieren auf Konsensschätzungen von Bloomberg.

ES GIBT IN DIESEM MARKT NICHT NUR DIE GLORREICHEN SIEBEN

Das alles schmälert aber nicht das langfristige Potenzial der KI oder die grundlegende Qualität der US-Technologieunternehmen: Viele Unternehmen in der Dotcom-Phase hatten nur geringe Umsätze, geschweige denn Gewinne, und waren übermäßig verschuldet. Allerdings sei noch einmal auf diese wichtige Tatsache hingewiesen: Viele gute (oder verbesserte) Nachrichten sind bereits in den Kursen enthalten, daher dürfte es für die Bewertungen jetzt weniger Luft nach oben geben.

In der Realität gibt es zwischen den Markterwartungen und der Umsetzung neuer technologischer Innovationen oft eine Verzögerung. Die KI ist ein weites Feld, und die Chancen liegen jenseits der von den Glorreichen Sieben dominierten Tools. Die Geschichte zeigt, dass die langfristigen Nutzniesser neuer Technologien wie Drucktechnik, Kanalbau, Schienenverkehr, Verbrennungsmotoren, einfache Telefonie und Internet nicht die Anbieter, sondern die Nutzer sind.

Gleichzeitig haben andere Regionen 2025 dem US-amerikanischen Aktienmarkt, insbesondere Europa, Japan und China, den Rang abgelaufen. Diese Entwicklung fällt dazu noch mit einer Phase zusammen, in der die US-Regierung angeblich versucht, die liberale internationale Nachkriegsordnung neu zu gestalten. Wenn es die Zölle zulassen, könnte Europa, ganz vorne Deutschland, wirtschaftlicher Nutzniesser eines Plans zur Aufrüstung und zu Investitionen im Inland sein. Auch wenn der KI-Trade nicht ins Stocken gerät, werden sich die relativen Wachstumsaussichten und Erwartungen dennoch verschieben.



Inflation - das alte und immer neue Thema

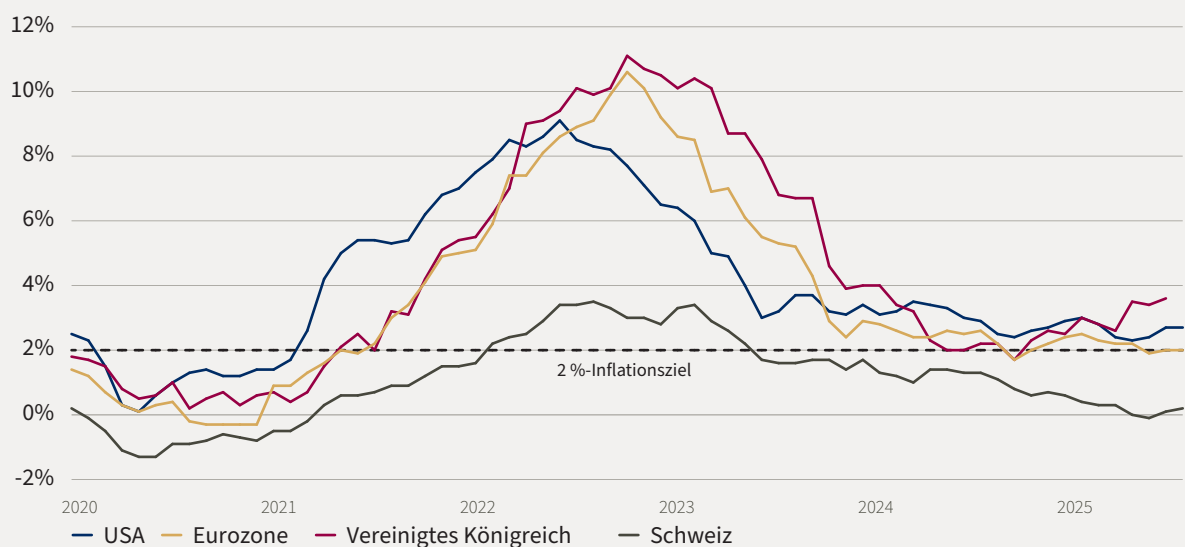
Das Inflationsrisiko könnte wieder ansteigen. Die am US-Verbraucherpreisindex (CPI) gemessene Inflation ist in den letzten Monaten leicht gestiegen, nachdem sie das 2 %-Ziel nicht wieder erreichen konnte. Auf dieser Seite des Atlantiks ist die Inflation im Vereinigten Königreich stärker gestiegen - auf fast das Doppelte ihres Zielwerts - während sie auf dem Kontinent moderater geblieben ist, insbesondere in der Schweiz (die ohnehin nie wirklich ein echtes Inflationsproblem hatte – siehe Abbildung 7).

Wir haben schon früher darauf hingewiesen, dass sich die Inflation in den Industrieländern in der letzten Phase ihres Rückgangs als etwas hartnäckig erweisen könnte, und tatsächlich hat sie sich weitgehend in dem von uns erwarteten Bereich von 2 bis 4 % bewegt. Obwohl wir der Meinung waren, dass dies für Unternehmen mit starker Preisgestaltungsmacht tragbar sein sollte, was auch bisher so eingetroffen ist, könnte die Lage heikler werden, wenn die Inflation noch weiter anzieht. Dies spricht derzeit für eine gewisse Vorsicht im Hinblick auf die Geldpolitik. Die begrenzte Abwälzbarkeit der Zölle könnte sich allmählich bemerkbar machen.

Der Verbraucherpreisindex (VPI) wird auf der Grundlage von vier Hauptkategorien berechnet: Nahrungsmittel, Energie, Waren und Dienstleistungen (letztere haben in den Warenkörben der Industrieländer in der Regel das grösste Gewicht).

ABBILDUNG 7: GESAMTINFLATIONS RATEN (VPI)

Im Jahresvergleich (%)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

TRUMPS ZÖLLE

Man kann wohl darüber streiten, ob “Zoll” tatsächlich das schönste Wort im Wörterbuch ist (wie Präsident Trump zu sagen pflegt). In diesem Jahr wurde es aber auf jeden Fall häufig verwendet. Der effektive (oder tatsächliche) Zollsatz der USA ist von knapp über 2 % im Jahr 2024 auf fast 10 % im Juni 2025 gestiegen, und während das endgültige Ziel noch unklar ist, da die Handelsgespräche mit vielen Ländern noch nicht abgeschlossen sind, gehen einige Schätzungen davon aus, dass er sich ab diesem Zeitpunkt sogar verdoppeln und den höchsten Satz seit den Smoot-Hawley-Zöllen der 1930er Jahren erreichen könnte (Abbildung 8).

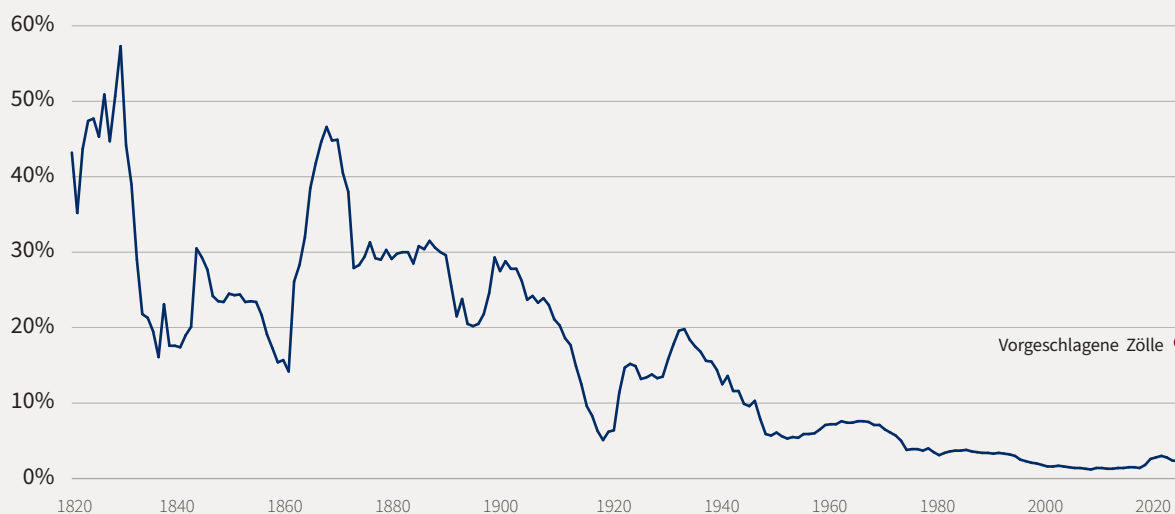
Ein Teil der Erhöhung der US-Zölle wird sich auf die inländischen Verbraucher auswirken, und zwar hauptsächlich über die Preise für Waren. Das bedeutet jedoch nicht zwangsläufig, dass die VPI-Inflation in den USA demnächst wieder in die Höhe schiessen und hoch bleiben wird.

Die Inflation der Verbraucherpreise für US-Güter ist in diesem Jahr nicht nennenswert gestiegen, obwohl bereits höhere Zölle in Kraft getreten sind. Das lässt darauf schliessen, dass die Kostenlast (zumindest zunächst) auf die Lieferkette verteilt und von dieser getragen wurde. Möglicherweise wurde die Teuerungsrate auch durch die geringere Importintensität der USA abgeschwächt: Die US-Wirtschaft ist relativ geschlossen, Warenimporte machen weniger als ein Fünftel des gesamten privaten Konsums aus (im Vergleich zu etwa 30-40 % in der Eurozone und im Vereinigten Königreich). Ausserdem muss der effektive Zollsatz möglicherweise gar nicht so stark ansteigen wie in Abbildung 8 ursprünglich dargestellt: Die Herkunft der Importe könnte unzutreffend angegeben werden, der Handel könnte über Länder mit niedrigeren Zöllen umgeleitet werden, einige Importgüter könnten substituiert werden, und wie bereits erwähnt, wird Trump möglicherweise weitere Handelsabkommen schliessen.

Sind Zölle überhaupt inflationär? Das scheint zunächst eine seltsame Frage zu sein: Sie treiben die Preise in die Höhe, warum sollten sie es also nicht sein? Der Begriff Inflation beschreibt einen anhaltenden Anstieg des allgemeinen Preisniveaus, Zölle hingegen bewirken zumindest zunächst eine einmalige Veränderung des relativen Preises der Importe. Wir würden jedoch argumentieren, dass sich Zölle letztendlich eher deflationär auswirken, da sie die Kaufkraft und die Wirtschaftstätigkeit verringern – zumindest so lange, bis die Einnahmen in Form von Steuersenkungen oder staatlichen Ausgaben wieder in den Wirtschaftskreislauf zurückfliessen.

ABBILDUNG 8: EFFEKTIVER US-ZOLLSATZ AUF DIE GESAMTEINFUHREN UND AKTUELLER VORSCHLAG

(1821-2025, %)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, U.S. International Trade Commission, U.S. Census Bureau, The Budget Lab at Yale

Hinweis: Der effektive Zollsatz auf die Gesamteinfuhren ist definiert als die erhobenen Zölle im Verhältnis zu den Gesamteinfuhren. Jährliche Daten von 1821 bis Jahr 2024. Die letzten effektiven Zolldaten sind vom Mai 2025. Die Schätzungen zu Zöllen stammen von The Budget Lab in Yale.

In Europa könnten sich die deflationären Auswirkungen sogar kurzfristig stärker bemerkbar machen, da die EU bisher nicht mit eigenen Vergeltungszöllen reagiert hat, während die europäischen Exporte von US-Zöllen betroffen sein werden. Das Ausmass des Wachstumseinbruchs hängt natürlich von verschiedenen Faktoren ab, wie dem Anteil der Exporte am BIP, der Exportabhängigkeit von den USA und dem endgültigen US-Zollsatz, alles Faktoren, die im Vereinigten Königreich, der Eurozone und der Schweiz unterschiedlich sind. Die Konsensschätzungen für das BIP-Wachstum deuten darauf hin, dass der negative Schock für diese Volkswirtschaften verkraftbar sein dürfte, so dass die deflationären Auswirkungen gering ausfallen könnten. Von grösserer praktischer Bedeutung ist vielleicht die umfassende Schwäche des US-Dollars, die den Deflationsdruck noch verstärkt, weil sie die europäischen Importe von vornherein verbilligt (für die USA ist es umgekehrt).

DIE WAREN- UND ROHSTOFFKOMPONENTEN

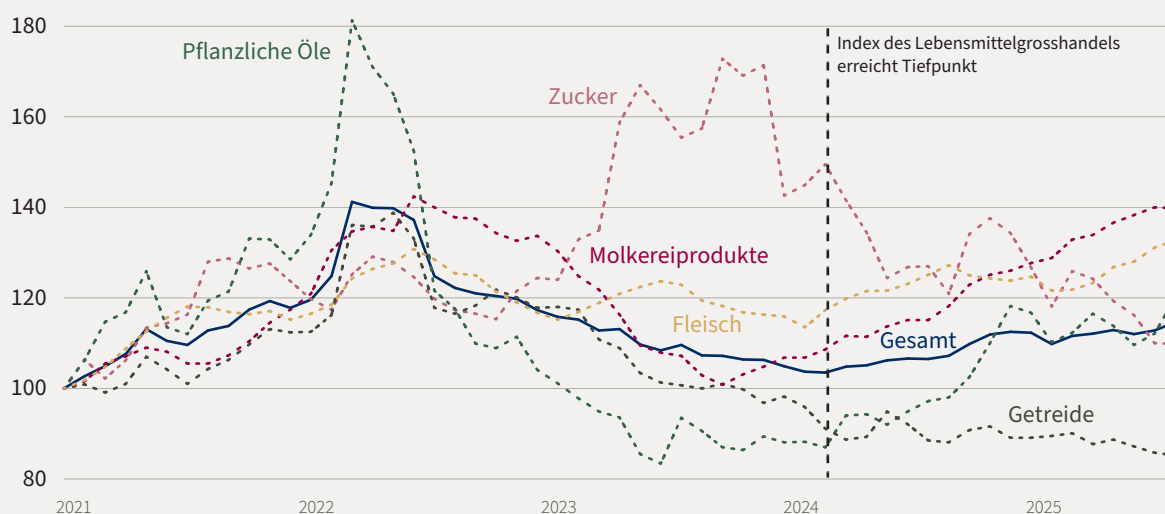
Die Entwicklung der Energie- und Lebensmittelpreise war indessen uneinheitlich.

Abgesehen von Zolleffekten ist die VPI-Inflation bei Lebensmitteln auf beiden Seiten des Atlantiks aus grundlegenden Gründen leicht gestiegen, am stärksten jedoch im Vereinigten Königreich (das sehr stark von Lebensmittelimporten abhängig ist). Auf globaler Ebene sind die Grosshandelspreise für Lebensmittel seit Anfang 2024 stetig gestiegen und laufen der Verbraucherpreisinflation für Lebensmittel in den Industrieländern in der Regel etwa neun Monate voraus. Erfreulicherweise scheint der Anstieg der Grosshandelspreise für Lebensmittel nicht so stark und breit angelegt zu sein wie der Preisschub nach der Pandemie im Jahr 2021 (Abbildung 9).

Die höheren US-Zölle werden voraussichtlich auch die Preise der meisten importierten US-Lebensmittel direkt (Rohprodukte) und indirekt (sonstige Materialien für die Verarbeitung und Verpackung) in die Höhe treiben. Allerdings machen die Lebensmittelimporte nach Angaben des US-Landwirtschaftsministeriums weniger als ein Fünftel der inländischen Ausgaben für Lebensmittel und Getränke aus, so dass die Auswirkungen der Zölle hier wahrscheinlich weniger sichtbar sein werden als bei der VPI-Inflation für Waren.

ABBILDUNG 9: WELT-NAHRUNGSMITTELPREISINDEX

Umbasierte Indizes (Januar 2021 = 100)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, Ernährungs- und Landwirtschaftsorganisation der Vereinten Nationen

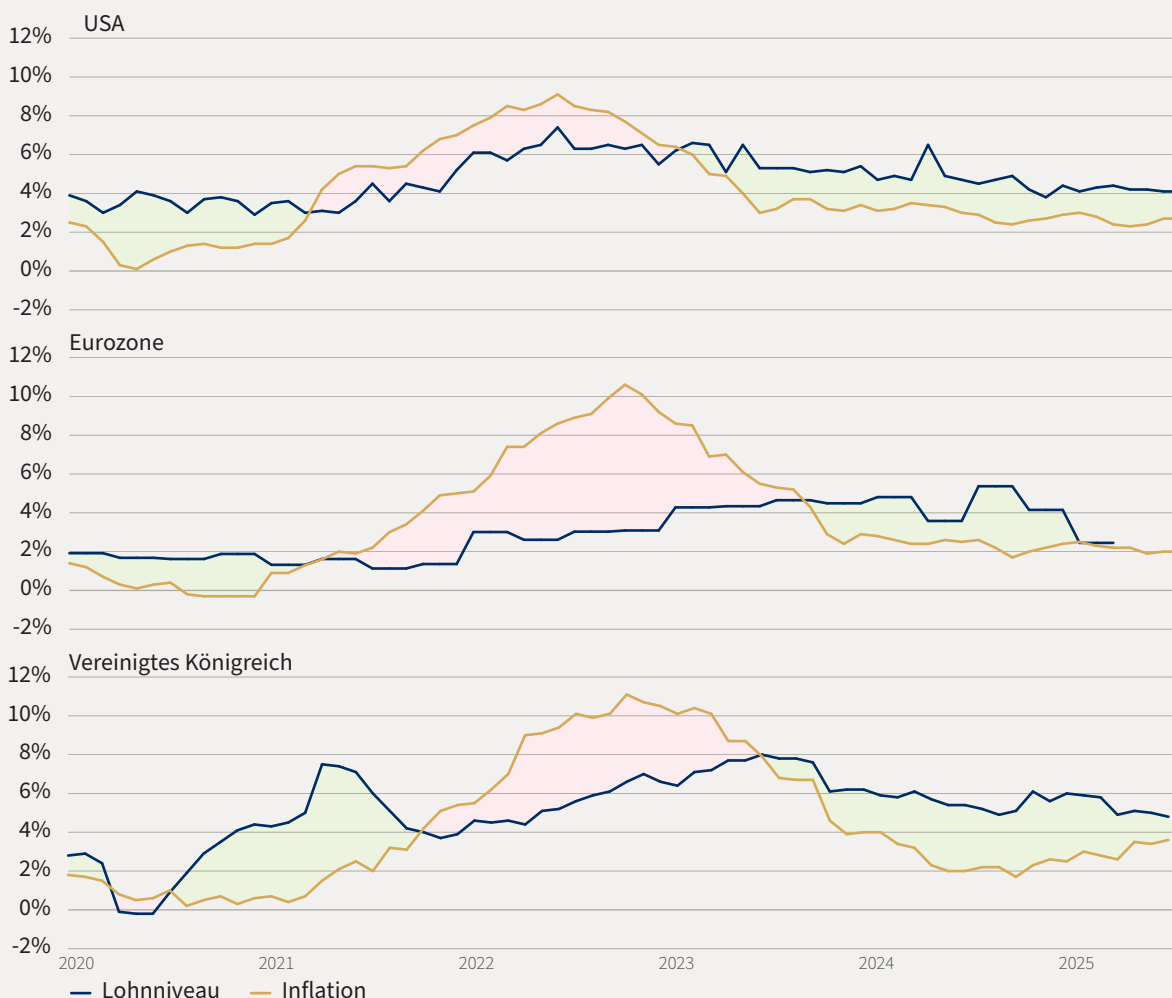
Die Entwicklung der Verbraucherpreisinflation im Energiesektor scheint dagegen eindeutig gedämpft zu sein: Die Verbraucherpreisindizes für Energie in den USA, dem Vereinigten Königreich und der Eurozone waren im Jahresvergleich rückläufig. Es ist unwahrscheinlich, dass sich die Zölle auf die VPI-Inflation im Energiesektor in den USA auswirken werden, da fast alle Energieerzeugnisse von den Zöllen ausgenommen sind (eine Ausnahme: ein 10 %iger Zoll auf kanadische Energie). Trotz des weitreichenden Konflikts ist der Preis für Brent-Rohöl in diesem Jahr in US-Dollar um mehr als ein Zehntel gefallen, während der europäische Referenzpreis für Grosshandels-Erdgas in Euro um ein Drittel gesunken ist. Das OPEC+-Kartell hat in diesem Jahr die Förderquoten erhöht und bei der Beilegung des Konflikts in der Ukraine hat es offenbar zaghafte Fortschritte gegeben.

ANGESPANNTE ARBEITSMÄRKTE

Die grösste VPI-Kategorie, die Dienstleistungsinflation, ist auch die kniffligste. In den USA und im Vereinigten Königreich stagniert sie bei knapp unter 4 bzw. 5 %, während sie in der Eurozone weiterhin über 3 % liegt.

ABBILDUNG 10: REALLOHNWACHSTUM

im Jahresvergleich (%)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, Refinitiv Datastream, Federal Reserve Bank of Atlanta, Europäische Zentralbank, UK Office for National Statistics

Teilweise sind länderspezifische Faktoren dafür verantwortlich, dass die Dienstleistungsinflation nach wie vor hoch ist. So macht beispielsweise der VPI für Wohnimmobilien in den USA, ein Mass für den Anstieg der Haus- und Mietpreise, ungewöhnlicherweise mehr als ein Drittel des gesamten Warenkorbs aus. Im Vereinigten Königreich hat der Steuer- und Ausgabenhaushalt vom letzten Herbst zu mehreren einmaligen Preiserhöhungen geführt (z. B. die Einführung einer Mehrwertsteuer auf Gebühren für private Schulen).

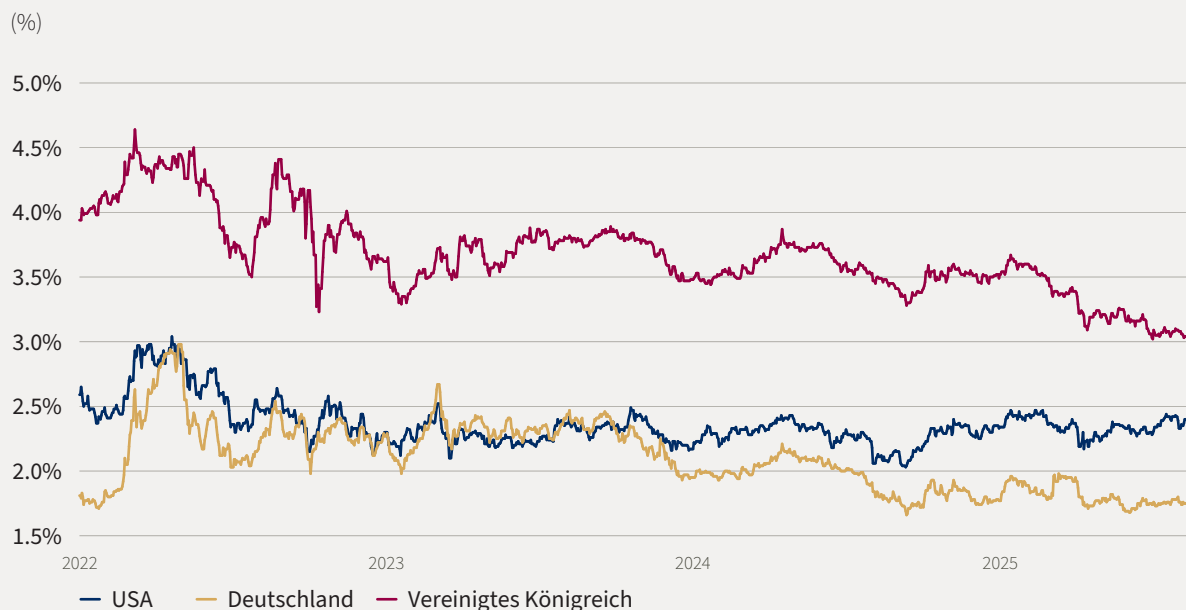
Generell ist die angespannte Lage auf den Arbeitsmärkten auch weiterhin die Hauptursache für die Inflation im Dienstleistungssektor. Die Arbeitslosigkeit ist nach wie vor niedrig, das Lohnwachstum liegt über dem Trend und übertrifft auch weiterhin die Inflationsraten in den USA, dem Vereinigten Königreich und der Eurozone (Abbildung 10). Die Löhne sind in der Regel der wichtigste Kostenfaktor für die Unternehmen des Dienstleistungssektors und haben auch dazu beigetragen, dass die Dynamik der Verbraucher - die Endnachfrage - intakt blieb. Aufmerksamen Lesern wird auffallen, dass das reale (oder inflationsbereinigte) Lohnwachstum in der Eurozone relativ schwächer ausgefallen ist, wobei die Daten in Abbildung 10 lückenhafter sind. Die nächste Aktualisierung könnte jedoch zeigen, dass sich das Reallohnwachstum in der Eurozone wieder positiver entwickelt, da die Arbeitslosenquote in der Eurozone nach wie vor auf einem Rekordtief liegt und die Verbraucherpreisinflation im Gegensatz zu den Inflationsraten in den USA und im Vereinigten Königreich sogar noch weiter auf 2 % gesunken ist.

Es ist unwahrscheinlich, dass die Zölle eine direkte Auswirkung auf die Inflation der US-Dienstleistungen haben, da sie hauptsächlich Warenimporte betreffen. Sie könnten jedoch eine gewisse Schwäche auf dem Arbeitsmarkt verursachen, was wiederum das Lohnwachstum etwas abschwächen könnte: Im Mai und Juni, als die Zollunsicherheit wahrscheinlich ihren Höhepunkt erreichte, ging die Zahl der Neueinstellungen in den USA deutlich zurück.

In den USA gibt es auch Risiken, die nicht mit den Zöllen verbunden sind. Wie wir schon früher hervorgehoben haben (siehe [hier](#)),³ könnte Präsident Trumps Umsetzung strengerer Einwanderungskontrollen und Abschiebungen für weitere Anspannungen am US-Arbeitsmarkt sorgen, obwohl es, wie immer, Nuancen dieser vorgeschlagenen Massnahmen gibt und der US-Arbeitsmarkt derzeit nicht betroffen zu sein scheint (abgesehen von der festgestellten Abschwächung bei den Beschäftigtenzahlen).

³ www.rothschildandco.com/en/newsroom/insights/2025/07/wm-strategy-blog-trump-and-the-us-labour-market/

ABBILDUNG 11: 10-JÄHRIGE MARKTIMPLIZIERTE BREAKEVEN-RATEN



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

FAZIT: DIE INFLATION WIRD ÜBER DEM ZIELWERT VERHARREN

Insgesamt scheint es weiterhin unwahrscheinlich, dass die Inflation in den Industrieländern schon bald dauerhaft auf das Zielniveau zurückkehrt, wir sehen aber auch kaum eine Gefahr, dass sie wieder stark anzieht. Die Markteinschätzung der längerfristigen Inflationserwartungen in den USA bewegte sich in den letzten Jahren innerhalb einer engen Bandbreite, während sie für das Vereinigte Königreich und Deutschland sogar leicht rückläufig war (im Falle des Vereinigten Königreichs könnte es dafür allerdings teilweise auch technische Gründe geben, wie insbesondere den schrittweisen Übergang von der Bindung inflationsindexierter Staatsanleihen vom Einzelhandelspreisindex an den Verbraucherpreisindex – siehe Abbildung 11).

Wir gehen weiterhin davon aus, dass sich die Inflation in den Industrieländern noch eine Weile im Bereich von 2 bis 4 % bewegen wird, sofern der Handelskrieg in den USA nicht erneut eskaliert und die wirtschaftliche Robustheit erhalten bleibt.

Sollten wir Recht behalten, müssen die Zentralbanken möglicherweise vorsichtig handeln, insbesondere in den USA und dem Vereinigten Königreich, wo die Inflation hartnäckiger zu sein scheint – weitere Zinssenkungen könnten die Nachfrage ankurbeln. Auch die Europäische Zentralbank, die traditionell eine eher lockere Geldpolitik verfolgt, dürfte angesichts der deutlichen Lockerung der Haushaltspolitik wenig Spielraum für eine Senkung des Einlagensatzes haben: In Deutschland steht ein umfangreiches Ausgabenprogramm an.

Unsere Einschätzung, dass die Zinssätze nicht so weit fallen werden, wie die Märkte zu Beginn des Jahres erwartet hatten, war einer der Gründe für unsere oben erwähnte taktische Indifferenz gegenüber Aktien, Anleihen und Bargeld.



Wichtige Informationen

Dieses Dokument wurde von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited erstellt. Ausser mit ausdrücklicher schriftlicher Zustimmung von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited darf dieses Dokument weder ganz noch teilweise kopiert, vervielfältigt, verteilt oder an andere Personen weitergegeben werden. Dieses Dokument dient lediglich Informations- und Marketingzwecken und stellt weder eine persönliche Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder anderen Bank- oder Anlageprodukten dar. Dieses Dokument stellt keine rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung dar.

Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen, und es ist möglich, dass Sie den Betrag Ihrer ursprünglichen Investition nicht zurückerhalten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Anhaltspunkt für die künftige Wertentwicklung herangezogen werden. Investitionen mit dem Ziel der Rendite sind mit der Übernahme von Risiken verbunden: Die angestrebte Wertentwicklung kann nicht garantiert werden. Sollten Sie Ihre Ansichten bezüglich Ihrer Anlageziele und/oder Ihrer Risiko- und Renditetoleranz(en) ändern, wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenberater. Wenn eine Anlage ein Engagement in einer Fremdwährung beinhaltet, können Wechselkursschwankungen den Wert der Anlage und die daraus erzielten Erträge steigen oder fallen lassen. Die Erträge können auf Kosten der Kapitalerträge erzielt werden. Die Portfoliorenditen werden auf einer „Total Return“-Basis betrachtet, d. h. die Renditen ergeben sich sowohl aus dem Kapitalzuwachs oder der Wertminderung, die sich in den Kursen der Anlagen Ihres Portfolios widerspiegeln, als auch aus den Erträgen, die Sie in Form von Dividenden und Coupons aus diesen Anlagen erhalten. Die in diesem Dokument dargestellten Bestände in Beispiel- oder realen diskretionären Portfolios dienen lediglich der Veranschaulichung und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Wie auch der Rest dieses Dokuments dürfen sie nicht als Aufforderung oder Empfehlung für eine separate Anlage betrachtet werden.

Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Daten aus Quellen stammen, die als zuverlässig gelten, wird weder eine ausdrückliche noch eine stillschweigende Zusicherung oder Gewährleistung gegeben, und ausser im Falle von Betrug wird von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited keine Verantwortung oder Haftung in Bezug auf die Fairness, Genauigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Informationen, die diesem Dokument zugrunde liegen, oder für jegliches Vertrauen, das eine Person in dieses Dokument setzt, übernommen. Insbesondere wird keine Zusicherung oder Gewährleistung hinsichtlich des Erreichens oder der Angemessenheit der in diesem Dokument enthaltenen Zukunftsprognosen, Ziele, Schätzungen oder Vorhersagen gegeben. Darüber hinaus können alle in diesem Dokument verwendeten Meinungen und Daten ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Wo Daten in dieser Präsentation aus folgender Quelle stammen: MSCI, sind wir als Bedingung für die Nutzung verpflichtet, Sie darauf hinzuweisen, dass: „Weder MSCI noch irgendeine andere Partei, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der MSCI-Daten beteiligt ist oder damit in Verbindung steht, gibt irgendwelche ausdrücklichen oder stillschweigenden Garantien oder Zusicherungen in Bezug auf diese Daten (oder die Ergebnisse, die durch deren Verwendung erzielt werden), und alle diese Parteien lehnen hiermit ausdrücklich alle Garantien für die Originalität, Genauigkeit, Vollständigkeit, Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck in Bezug auf diese Daten ab. Ohne das Vorstehende einzuschränken, haften MSCI, seine verbundenen Unternehmen oder Dritte, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der Daten beteiligt sind oder damit in Verbindung stehen, in keinem Fall für direkte, indirekte, Folgeschäden, Schäden mit Strafcharakter oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn sie über die Möglichkeit solcher Schäden informiert wurden. Ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI ist die Weitergabe oder Verbreitung der MSCI-Daten nicht gestattet.“

Rothschild & Co Wealth Management UK Limited. Eingetragen in England unter der Nummer 04416252. Eingetragener Firmensitz: New Court, St Swithin's Lane, London, EC4N 8AL. Zugelassen und beaufsichtigt von der Financial Conduct Authority.

Dieses Dokument wird von Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, CH-8034 Zürich, in der Schweiz und im Ausland verbreitet. Die Verbreitung dieses Dokuments kann in bestimmten Ländern durch Gesetze oder andere Vorschriften eingeschränkt sein. Der Inhalt dieses Dokuments ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterliegen, die die Verbreitung dieses Dokuments oder der darin erwähnten Anlagestrategien verbietet. Dementsprechend sollten sich die Empfänger dieses Dokuments über alle geltenden rechtlichen und regulatorischen Anforderungen informieren und diese beachten. Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika versandt oder dorthin mitgenommen oder in den Vereinigten Staaten von Amerika oder an eine US-Person verbreitet werden. Der Begriff „Vereinigte Staaten“ umfasst die Vereinigten Staaten von Amerika, alle ihre Gliedstaaten, ihre Territorien und Besitzungen sowie alle Gebiete, die ihrer souveränen Rechtsprechung unterliegen.

Rothschild & Co Bank AG ist lizenziert und unterliegt der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA, Laupenstrasse 27, 3003 Bern, Schweiz (www.finma.ch).