

navigator

DER HALBJÄHRLICHE ANLAGEÜBERBLICK

RÜCKBLICK

Ein Schockmoment und die USA im Zentrum des Geschehens

Nach der Publikation schlechter US-Arbeitsmarktdaten (weniger neue Jobs als erwartet) Ende Juli 2024 korrigierten die Aktienmärkte weltweit innerhalb von drei Handelstagen um –4% bis –7%. Die Märkte erholteten sich aber in Rekordzeit wieder, und zwei Wochen später notierte der MSCI Welt auf einem neuen Allzeithoch. Ein fahler Beigeschmack blieb trotzdem, und die Juli-Korrektur war ein «Schuss vor den Bug», der daran erinnerte, dass Aktien immer noch mit Risiken verbunden sind. Das grosse Ereignis im zweiten Halbjahr war die US-Präsidentenwahl. Mit dem späten Rückzug von Joe Biden war

sie an Dramatik kaum zu überbieten. Tatsächlich schaffte Donald Trump das Husarenstück und wurde im November zum 47. Präsidenten gewählt. Die US-Aktienmärkte antworteten mit einem Kursfeuerwerk, und der US-Dollar erstarkte, während der Rest der Welt auf Tauchstation ging. Die Androhung von schmerzhaften Zöllen wog zu schwer. Bis zum Jahresende konnten sich Europa und die Schwellenländer knapp halten, während der Schweizer Markt zurückblieb. Trotz ausbleibendem Jahresendspurt in Westeuropa endete das Aktienjahr 2024 mit einer erfreulichen Performance.

AUSBLICK

Was bringt blass 2025?

Donald Trumps Wahl zum Präsidenten und die republikanische Mehrheit im Senat und im Repräsentantenhaus werden eine neue Ära der US-Wirtschaftspolitik einläuten. Innenpolitisch will man den Staatsapparat verschlanken und deregulieren. Aussenpolitisch verlangen die USA, dass Europa wirtschaftlich und in seiner Sicherheitspolitik unabhängiger wird. Dies kommt zu einem ungünstigen Zeitpunkt, da die zwei grössten Volkswirtschaften Europas, Deutschland und Frankreich, innenpolitisch blockiert sind. China dürfte ebenfalls mit mehr Gegenwind

rechnen und wird nicht darum herumkommen, die Wirtschaft stärker zu unterstützen. Die vielen Veränderungen werden unweigerlich zu Überraschungen führen und die Volatilität an den Aktienmärkten erhöhen. Für einen guten Start ins Aktienjahr 2025 müssen die weltweite Disinflation (Inflationsreduktion) und der damit verbundene Zinssenkungsprozess intakt bleiben. 2025 rücken die USA noch mehr ins Zentrum des Weltgeschehens, als sie dies bereits sind, und Investoren und Investoren werden sich unter anderem an der US-Politik ausrichten müssen.



HEINZ RÜTTIMANN
MARKT- UND ANLAGESTRATEGE

Ein Jahr der Chancen

2024 hat gezeigt, wie schnell sich Märkte anpassen können: Nach einer Korrektur Ende Juli folgten prompt neue Höchststände an den Märkten. Mit der Wahl von Donald Trump steht 2025 nun im Zeichen wirtschaftlicher und politischer Veränderungen. Diese könnten unweigerlich zu Überraschungen führen und die Volatilität an den Aktienmärkten erhöhen. Während die USA von protektionistischen Massnahmen profitieren könnten, stehen Europa und andere Regionen vor der Herausforderung, ihre Wettbewerbsfähigkeit zu sichern. 2025 bietet sowohl Chancen als auch Herausforderungen. Wachsamkeit ist daher das Gebot der Stunde, um Chancen optimal zu nutzen und Risiken frühzeitig zu minimieren. Wir sind zuversichtlich, dass kluge Entscheidungen ein erfolgreiches Jahr 2025 ermöglichen, und wünschen Ihnen eine informative Lektüre. ■

Die Themen des ersten Halbjahrs

KONJUNKTUR

Die weltwirtschaftliche Lage hat sich im vergangenen Halbjahr wie erwartet leicht verschlechtert. Unerwartet war jedoch die Verteilung des Wachstums. Wir gingen davon aus, dass ein sich stabilisierendes Europa eine Abkühlung in den USA kompensieren könnte. Tatsächlich kam es umgekehrt, und in der zweiten Jahreshälfte ist das US-Wachstum weiter gestiegen, während es in Europa weiter zurückgegangen ist. Die stark ungleiche Verteilung des globalen Wachstums hat das Potenzial, die Finanzmärkte in Bewegung zu versetzen, insbesondere, da die Unterschiede zwischen den Wirtschaftsregionen durch die zu erwartende US-Handelspolitik voraussichtlich noch grösser werden könnten. Zollerhö-

ungen sollen das Wachstum in den USA auf Kosten ihrer Handelspartner fördern. Dies dürfte konjunkturell jedoch auf globaler Ebene kein Nullsummenspiel ergeben. Nur die inflationäre Wirkung seiner Handelspolitik dürfte den designierten US-Präsidenten zum Umdenken bewegen, war doch die hohe Inflation eine wesentliche Ursache für seine Wahl. Hält er sich tatsächlich zurück und führt die US-Handelspolitik nicht zu einem gefährlichen Cocktail aus weltweit niedrigerem Wachstum und höherer Inflation, besteht berechtigte Hoffnung, dass die Anfang des Jahres 2024 erwartete Konvergenz der Wirtschaft in den USA, der EU und in China doch noch einsetzen könnte. Es gibt vorsichtige Anzeichen dafür. In Europa erholt sich das Verbrauchertrauen leicht, die Kreditvergabe scheint sich zu beleben, und die Einzelhandelsumsätze liegen über dem Vorjahresniveau. Auch in China nehmen die Anstrengungen zur Stabilisierung der Wirtschaft zu.

POLITIK

Nach den Wahlen ist vor den Wahlen, zumindest in Frankreich. Aber der Reihe nach: Nach den Wahlen in den USA stehen im Januar

zunächst die Amtseinführung des neuen US-Präsidenten und die Umsetzung dessen an, was er in den ersten Amtswochen zu erreichen versprochen hat. Seine Regierung ist entschlossen und loyal, und er wird keine 100 Tage benötigen, um sich zu etablieren. Dann folgt im Februar die Wahl in Deutschland. Sicher scheint nur, dass es keine Ampelkoalition und somit neue Kräfteverhältnisse zwischen den Parteien gibt. Deshalb ist es wahrscheinlich, dass die Regierungsbildung länger dauern wird, und es ist unklar, ob daraus eine reformfähige und -willige Koalition entstehen wird, die Deutschland wirtschaftlich stärken kann. Und dann ist da noch Frankreich: Die Neuwahlen nach den Europawahlen haben zu einer instabilen Mitte-Links-Regierung geführt, die an der Aufgabe der Haushaltksolidierung gescheitert ist. Neuwahlen im Frühsommer 2025, ein Jahr nach den letzten vorgezogenen Wahlen, sind nicht ausgeschlossen. Stabile Verhältnisse wären wichtig, um die Haushaltksolidierung in Angriff nehmen zu können, die der Anleiemarkt zu fordern beginnt.

AKTUELLE RENDITEN VON SCHWEIZER STAATSOBLIGATIONEN



Quelle: Rahn+Bodmer Co.

Die Märkte im Überblick

OBLIGATIONEN

Die Zinswende ist da, vor allem in der Schweiz. Die Finanzmärkte deuten bereits auf wieder zu erwartende negative Zinsen im Schweizer Franken hin. Die Performance 2024 der CHF-Obligationen war aufgrund der Zinssenkungen entsprechend gut, die Aussichten für 2025 sind entsprechend dem bereits wieder tiefen Zinsniveau verhalten. Zwar können Obligationen von guter Qualität in einem wirtschaftlichen Abschwung noch Sicherheit in einem Portfolio bieten, doch die Erinnerung an das Ende der letzten Negativzinsphase 2022 mit dem folgenden, schnellen Zinsanstieg und den daraus resultierenden Verlusten bei Obligationen mahnt zur Vorsicht. Alternative Wege könnten gefragt sein. Die Renditen im Euro und insbesondere im US-Dollar sind im Vergleich zum Schweizer Franken immer noch attraktiv, im Falle der USA sogar im Vergleich zu Aktienrenditen. Leider sind sie wegen der damit verbundenen Währungsrisiken fast ebenso riskant.

AKTIEN

Nach der Vereidigung von Donald Trump am 20. Januar 2025 dürften, wie bereits erwähnt, schnell erste wegweisende Entscheidungen fallen. Die grösste Gefahr besteht darin, dass Trumps Politik den Disinflationsprozess unterbrechen könnte. Die US-Zentralbank könnte dadurch gezwungen sein, auf die geldpolitische Bremse zu treten, also die Zinsen langsamer zu senken als erwartet oder sogar wieder zu erhöhen. Ein wichtiger Indikator hierfür ist die Entwicklung der Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen. Ein Renditeanstieg über geschätzte 4.8% würde die Aktienmärkte deutlich belasten. Europa ist wegen der Neuwahlen in Deutsch-

land und dem Politdebakel in Frankreich innenpolitisch bis Mitte 2025 mehr oder weniger blockiert. Mit der Machtübernahme von Donald Trump im Januar 2025 ist dies eine schlechte Ausgangslage, um auf ein neues US-Zollregime reagieren zu können. Europas Lichtblick für die Aktienmärkte besteht in weiteren Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank (EZB). Die Schweizer Exportwirtschaft wird ebenfalls direkt oder indirekt von US-Zöllen betroffen sein. Bei den Exportvolumen im Vergleich zu anderen Ländern spielt die Schweiz aber eine untergeordnete Rolle und dürfte daher nicht im Fokus der US-Handelspolitik stehen. Viel mehr belastet der starke Schweizer Franken die hiesigen Exportunternehmen.

Positionierung

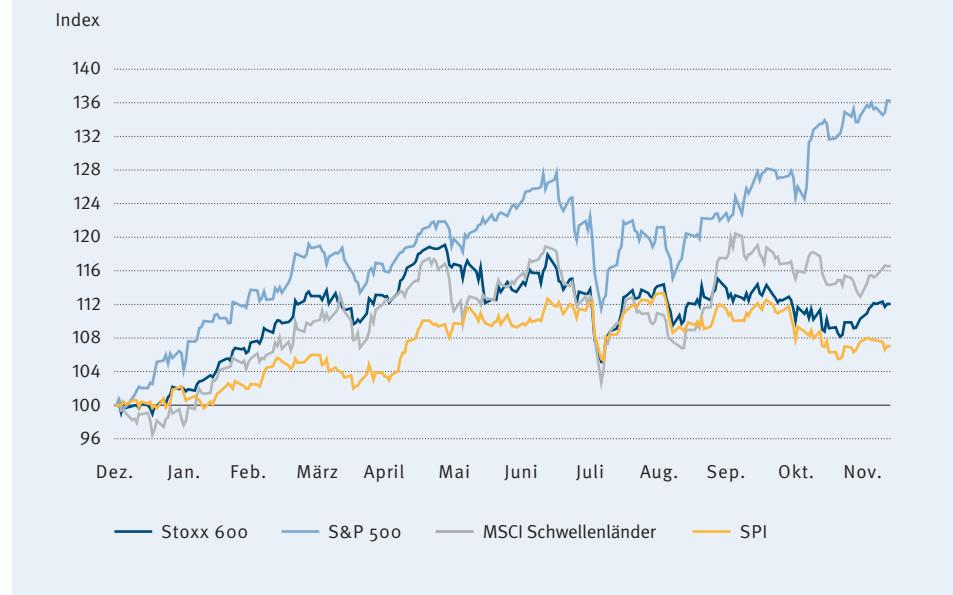
› Die noch offene Wirtschaftspolitik der neuen Trump-Regierung führt zu allerlei Spekulationen. In einem Aktienportfolio sollten die USA weiterhin eine zentrale Rolle einnehmen. Auf Sektorebene bevorzugen wir eine ausgewogene Positionierung, wobei die Informationstechnologie auch 2025 schwergewichtig vertreten sein sollte.

› Europas Wirtschaft ist im Kriechgang, und die Zölle sind eine Gefahr für die Margen der Exportindustrie. Das bedeutet, dass, zyklische Werte mit grösseren Risiken behaftet und eher unattraktiv sind. Das derzeitige Umfeld spricht für defensive Titel und Sektoren, die von weiteren Zinssenkungen profitieren können. Europa hilft vor allem der Diversifikation.

› Die Schweiz ist unser Heimmarkt. Um mögliche US-Zölle abfedern zu können, liegt unser Fokus auf internationalen Firmen, die bereits Produktionsstätten in den USA haben, oder auf Firmen mit einer Nischenstrategie und möglichst hoher Preismacht. Ebenfalls in einem Schweizer Aktienportfolio sind Firmen, die einen Grossteil des Umsatzes in der Schweiz erwirtschaften. Zu guter Letzt dürfen Dividendentitel und Immobilien als Stabilisatoren nicht fehlen.

Konklusion: Die USA bleiben der globale Leitmarkt, und ein ausgewogenes Portfolio ist derzeit mit einer erhöhten Aktienquote voll investiert. Dabei ist der Aktienteil breit diversifiziert mit Fokus auf liquide Titel.

PERFORMANCE AKTIENINDIZES 2024



Quelle: Rahn+Bodmer Co.



KONJUNKTUR – Die Hoffnungen auf einen in den USA, in Europa und in China breit abgestützten wirtschaftlichen Aufschwung haben sich nicht erfüllt. Der Unterschied zwischen den USA einerseits und Europa sowie China andererseits ist derzeit so gross wie selten zuvor. Ähnlich grosse Unterschiede beim Wirtschaftswachstum finden sich historisch nur in Krisenzeiten. Mit Blick auf die Auswirkungen der US-Handelspolitik und der politischen Ereignisse in Europa bleiben wir wachsam.

GELDPOLITIK – Bei grossen wirtschaftlichen Unterschieden sollte die Geldpolitik kaum einheitlich sein. Derzeit ist es dennoch so. Zuletzt haben die amerikanische Notenbank (Fed), die Europäische Zentralbank (EZB) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Zinsen gesenkt. Eine Phase der Unsicherheit an den Märkten könnte bevorstehen, wenn die Unterschiede auch in der Geldpolitik sichtbar werden und zum Beispiel die USA die Zinsen weniger stark senken würden als heute erwartet. Die stärksten geldpolitischen Impulse (insbesondere Zinssenkungen) sind aus dem wirtschaftlich schwachen Europa und aus China zu erwarten.

EUROPA – Im europäischen Einkaufsmanagerindex (PMI) finden sich kaum Hinweise auf eine Verbesserung der konjunkturellen Lage in Europa. Gleichzeitig keimt Hoffnung auf Besserung. Die Konsumentenstimmung und die Kreditnachfrage verbessern sich langsam, da die Reallöhne steigen und die Menschen damit wieder mehr verfügbares Geld haben. Bis dieser Faktor bei den Unternehmen ankommt, kann es allerdings noch dauern.

ASIEN – China bewegt sich langsam. Von einem grossen Tanker würde man nichts anderes erwarten. Aber es mehren sich die Anzeichen, dass die Entschlossenheit der Führung im Kampf gegen die Konjunkturschwäche zunimmt. Noch lassen sich die Anzeichen erst vereinzelt ausmachen. Sollte sich der Trend jedoch fortsetzen, könnten er weitreichende Folgen haben.

Unsere Investitionsuhr

Die Investitionsuhr zeigt ein Wachstum knapp unter dem inflationsneutralen Potenzialwachstum und eine expansive Geldpolitik an. Da es aber eine Investitionsuhr und keine Konjunkturuhr ist, bezieht sich das Wachstum auf die Unternehmensgewinne und die Einschätzung der Geldpolitik auf die Bewertungseffekte an den Finanzmärkten. Die Gewinne werden also nicht sprudeln, aber die schlechteren Alternativen und das

große Potenzial der Geldpolitik (ausserhalb der Schweiz) sollten die Aktien stützen. Auf den Einwand, dass die Uhr global ist, die Wirtschaft aber lokaler wird, entgegnen wir, dass die Wechselkurse zumindest einen Teil der Handelspolitik kompensieren und somit der Einfluss der Weltkonjunktur weiterhin die Gewinne der Grossunternehmen bestimmt. Bei der Aktienauswahl spielen diese Divergenzen jedoch eine Rolle.

Auswirkungen auf die Allokation

AKTIEN – Die Gesamtsituation spricht nach wie vor für Aktien. Die Unterschiede zwischen den Regionen sollten sich aber in der Auswahl zeigen. Ein leichtes Übergewicht in den USA und im US-Dollar ist angezeigt, Engagements in Europa sind währungsbedingt eher in der Schweiz zu suchen, und ausserhalb der Schweiz stehen Titel im Vordergrund, die eher defensiv sind und von Zinssenkungen profitieren.

OBLIGATIONEN – Das erreichte Zinsniveau macht Frankenobligationen rein von der zu erwartenden Rendite her unattraktiv. Geht man davon aus, dass sich die Inflation künftig im Durchschnitt auf dem Niveau der Vergangenheit (0.7%) bewegt, ist kaum mit realen Gewinnen zu rechnen. Im Portfoliokontext als Sicherheit vor einer wirtschaftlichen Abschwächung macht deren Einsatz jedoch Sinn. Grössere Chancen, währungsbedingt aber auch grössere Risiken bietet der US-Dollar.

WÄHRUNGEN – Mit der Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar verhalten sich die beiden Währungen gegenüber dem Schweizer Franken nicht mehr wie zuvor, sodass sich die Währungsrisiken im Mandat weniger addieren, sondern stärker diversifizieren. Dies dürfte so bleiben, es sei denn, die politischen Risiken nehmen so stark ab oder zu, dass die Safe-Haven-Funktion des Frankens gegenüber beiden Währungen stärker ins Gewicht fällt als die Zins- und Wachstumsdifferenzen zwischen Europa und den USA. Wir bevorzugen derzeit den US-Dollar.

GOLD UND SCHWEIZER IMMOBILIEN – Gold ist in einen Seitwärtstrend auf hohem Niveau eingetreten. Eine grössere Konsolidierung erwarten wir angesichts der weltweit latenten Risiken nicht. Schweizer Immobilien gewinnen mit sinkenden CHF-Zinsen an Attraktivität.

Heinz Rüttimann, Investment Office, +41 44 639 13 94, heinz.rueyttimann@rahnbodmer.ch
 Thorsten Küchler, Investment Office, +41 44 639 13 87, thorsten.kuechler@rahnbodmer.ch
 Rahn+Bodmer Co., Münstergasse 2, 8021 Zürich, +41 44 639 11 11, www.rahnbodmer.ch

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation dient ausschliesslich allgemeinen Informationszwecken. Sie stellt weder ein Angebot noch eine Beratung oder eine Empfehlung zur Beanspruchung einer Finanzdienstleistung, zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Abschluss einer anderen Transaktion dar. Anlegerinnen und Anleger sollten eine individuelle Beratung zur persönlichen Situation in Anspruch nehmen, bevor allenfalls basierend auf dieser Publikation ein Anlageentscheid getroffen wird. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und geäußerten Meinungen sind diejenigen von Rahn+Bodmer Co. zum Zeitpunkt der Redaktion und können jederzeit ändern. Die aufgeführten Informationen und Analysen beruhen auf banküblichen Informationsquellen. Rahn+Bodmer Co. übernimmt keine Garantie oder Haftung für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Hinweise auf die vergangene Performance bilden keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.