

Executive Summary

- Der designierte US-Präsident Donald Trump kann seine Politik mit der Unterstützung beider Kammern uneingeschränkt umsetzen, was in extremis inflationär wirken kann.
- «America First» wird sich positiv auf das amerikanische Wachstum auswirken. Die internationalen Effekte hängen von der konkreten Umsetzung der Massnahmen ab, wie auch den Gegenmassnahmen – wie das Beispiel China zeigt.
- Von den westlichen Notenbanken werden im 2025 zusätzliche Zinssenkungen zur Konjunkturstützung erwartet, während sich die BOJ weiter von der Nullzinspolitik abwenden dürfte.
- Tiefere Finanzierungskosten werden auch aufgrund der teils hohen und steigenden Staatsverschuldung begrüsst.



Fokusthema

Treibt eine zweite Trump-Ära die Inflation?

- Nach dem Bekanntwerden des Wahlsieges von Donald Trump und dem Gewinn beider Kammern haben einige Indikatoren einen Inflationsschub eingepreist. Die Inflationserwartung über ein Jahr wie auch die Inflationserwartung über fünf bis zehn Jahre der Universität Michigan nehmen ein neuerliches Aufflammen der Inflation vorweg.
- Die im «Project 2025» geplante restriktive Migrationspolitik wird den Arbeitnehmerpool und die Verfügbarkeit von Arbeitskräften reduzieren, wodurch der Druck auf Löhne und Inflation wieder zunehmen wird.
- Ebenso kann sich der geplante Ausbau von Konjunkturpaketen preistreibend auf Produktionsgüter auswirken. In Kombination mit den versprochenen Steuersenkungen können über das höhere Haushaltsdefizit die Renditeaufschläge und die Finanzierungskosten steigen.
- Die angekündigten Strafzölle gegen nicht kooperationswillige Handelspartner bewirken zusätzliche Einnahmen, bergen aber auch ein nicht unerhebliches Inflationsrisiko. China kontert bereits mit einem Lieferstopp von strategischen Rohstoffen und Produktionsgütern.
- Grundsätzlich bildet sich die Inflation seit der pandemiebedingten Güterverknappung und den Lieferengpässen kontinuierlich zurück. Spekulationen über einen neuerlichen Inflationsanstieg wie in den 70er-Jahren haben sich bisher nicht konkretisiert.

- Inflationsdämpfend kann sich die Beendigung der Kriege sowie die Steigerung der Produktivitätseffizienz dank technologischem Fortschritt auswirken.

US-Inflation und Erwartungen der Universität Michigan in % (10 Jahre)

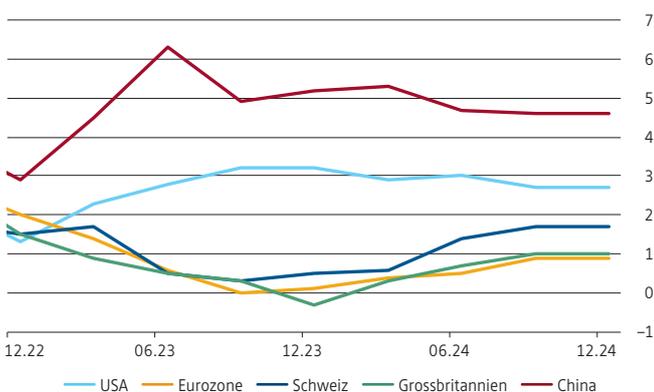


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

USA mit Wachstum – Europa mit Erholungspotenzial

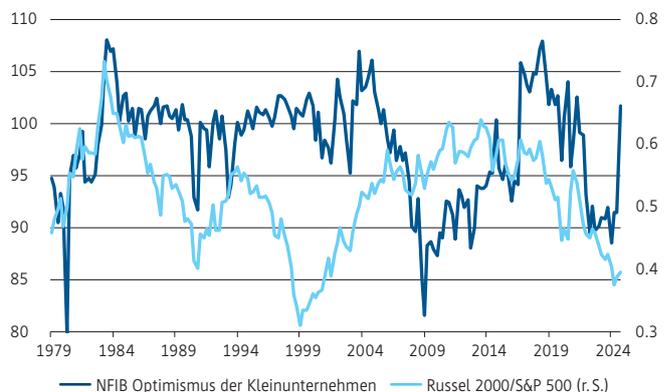
- Wir gehen aktuell für 2025 von einem moderaten Wirtschaftswachstum aus: USA 2,1%, Deutschland 0,7%, Frankreich 0,9%, Japan 1,2%, China 4,5%, Schweiz 1,5%.
- Die Weltwirtschaft hat sich in den letzten Monaten bemerkenswert widerstandsfähig gezeigt. Trotz Entspannung an den Arbeitsmärkten bleibt die Situation robust und die Erwerbsquote hoch.
- Im Hinblick auf sinkende Inflationsraten werden die Zentralbanken die finanziellen Rahmenbedingungen weiter lockern und die Konjunktur stützen. Der Anstieg des realen Haushaltseinkommens belebt das Verbrauchervertrauen – vor allem in den USA. Hier werden von der zweiten Amtszeit von Donald Trump zusätzliche positive Impulse für das Wirtschaftswachstum erwartet, die darüber hinaus von fiskalpolitischen Massnahmen begleitet werden. Der Optimismus amerikanischer Kleinunternehmen steigt und lässt einen überproportionalen Anstieg der Aktienindizes von kleinkapitalisierten Unternehmen erwarten.
- In Europa ist die politische Situation fragil. In Frankreich und Deutschland haben Macron und Scholz ihre Mehrheitsverhältnisse im Parlament verloren. Dringend erforderliche Entscheide scheitern an Partikularinteressen der Parteien.
- Neben der geographisch unterschiedlichen Lage zwischen den boomenden USA und dem angeschlagenen Europa und China, sind auch weiterhin die Sektoren unterschiedlich positioniert. Das verarbeitende Gewerbe befindet sich weiter in einer Schwächephase, während der Dienstleistungssektor mehrheitlich in der Wachstumszone verharrt. Dabei kommen aber sogar aus dem robusten amerikanischen Dienstleistungsbereich divergierende Signale von ISM und S&P Global, wobei letzterer sich auf kurzfristigere Veränderungen fokussiert und im November auf ein Jahreshoch anstieg.
- China bleibt vorerst den Beweis schuldig, dass die Stützungs-pakete der Notenbank und des Politbüros die Volkswirtschaft und insbesondere den privaten Konsum beleben können.
- Geopolitische Spannungen belasten den Ausblick. Wie rasch das Versprechen von Donald Trump, die Kriege zeitnah zu beenden, umgesetzt werden kann, ist fraglich.

Wachstum Bruttoinlandprodukt in % (2 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

US Small Business Optimism vs. relativer Chart Russell 2000/S&P 500 (45 Jahre)

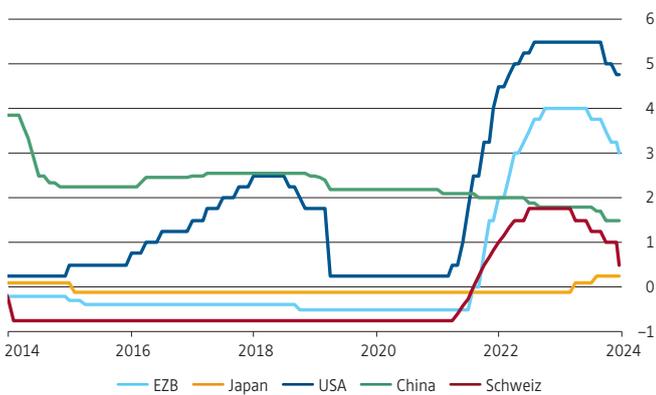


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Weitere Zinssenkungen – weniger als erwartet?

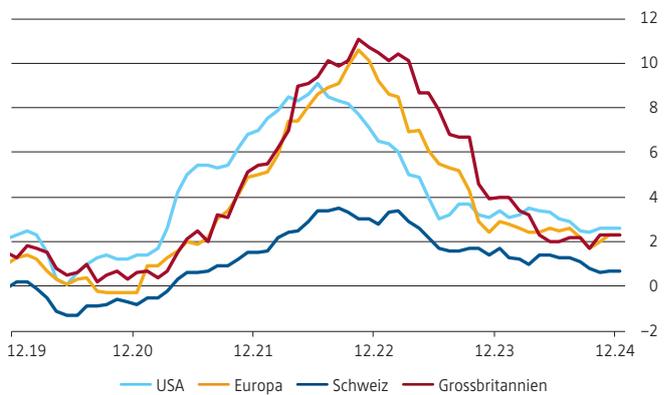
- Die sinkenden Inflationszahlen erlauben es den Notenbanken ihre Leitzinsen weiter zu senken und die Finanzierungsbedingungen zur Konjunkturstütze zu lockern.
- Der von der SNB bereits im März eingeleitete Zinssenkungszyklus hat die Leitzinsen von 1,75% auf 0,5% gesenkt. Der weitere Handlungsspielraum ist somit begrenzt, da wir nicht von erneut negativen Renditen am kurzen Ende ausgehen. Die Bremsspuren in der deutschen Industrie hinterlassen negative Effekte auch in der Schweizer Wirtschaft und bedürfen wohl weiterer Impulse der Notenbank im neuen Jahr.
- Die EZB hat die Einlagefazilität seit Juni ebenfalls kontinuierlich von 4% auf 3% gesenkt und wirkt damit dem schwachen Konsumentenvertrauen und der gebremsten Wirtschaftsaktivität entgegen.
- Die amerikanische Volkswirtschaft zeigt sich weiter resilient gegenüber den globalen konjunkturellen Abkühlungstendenzen. Der Arbeitsmarkt, die Konsumentenstimmung wie auch das Wirtschaftswachstum bilden eine solide Stütze. Dennoch wird bis Ende 2025 ein Abgleiten der Leitzinsen auf 4% eingepreist. Jerome Powell hat sich gegenüber politischen Einflüssen unmissverständlich als unabhängig erklärt. Trump hat von der Absicht, das Präsidium der Fed vorzeitig neu zu besetzen, Abstand genommen.
- Der Optimismus hinsichtlich der geldpolitischen Wende in China hält an und wird durch weitere Ankündigungen des Politbüros gestützt. Die Erwartungen der Investoren sind entsprechend hochgesteckt.
- Auf entgegengesetztem Pfad befindet sich die japanische Notenbank, wo sich die Zinsen nach ersten Erhöhungen weiterhin nahe der Allzeittiefs befinden. Die empfindliche Marktreaktion auf den letzten Schritt der BOJ erfordert eine gute Kommunikation. Die 10-jährigen Renditen auf Staatsanleihen halten sich hartnäckig über 1% und lassen eine zeitnahe Zinserhöhung erwarten.
- Obwohl mit der Ausnahme von Japan allgemein von weiteren Zinssenkungen ausgegangen wird, besteht das Risiko, dass eine wieder aufkeimende Inflation die eingepreisten Erwartungen bremsen kann.
- In einigen Ländern ist haushaltspolitisch Vorsicht geboten, angesichts der in den letzten Jahren gestiegenen Staatsverschuldung und eines erhöhten Schuldendienstes.

Leitzinsen ausgewählter Zentralbanken (10 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Inflationsraten: Jahresveränderungen in % (5 Jahre)



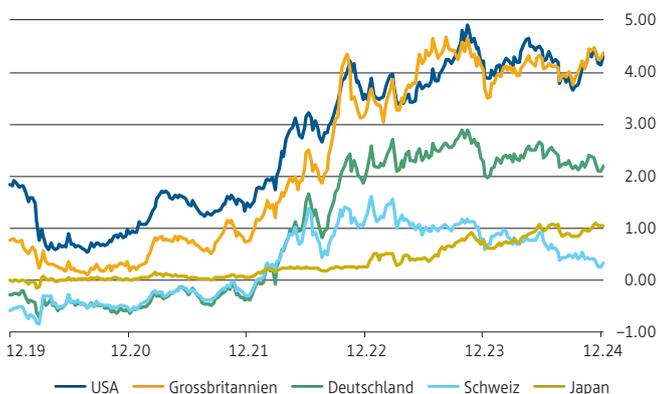
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: Beruhigung der Märkte nach der US-Wahl

- Nach der US-Präsidentenwahl haben sich die Anleihenmärkte weiter beruhigt. Aktuell liegen die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen in den USA bei 4,3%, in Deutschland bei 2,2% und in der Schweiz bei 0,3%.
- Die global steigende Staatsverschuldung bleibt zu Recht auf dem Radar der Marktteilnehmer. Es wird interessant sein zu beobachten, wie sich die Zentralbanken im Dilemma von Unterstützung der Wirtschaft, Minimierung des Schuldendienstes, Kontrolle der Inflation und Kontrolle der Anleihenmärkte verhalten werden.
- Die Zinsaufschläge auf hochverzinslichen und Unternehmensanleihen haben sich kaum verändert und sind tief. Wir erachten diese Anlageklasse weiterhin als nur moderat interessant.
- Wir bevorzugen Papiere mit hoher Bonität («Investment Grade» und Staatsanleihen).

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen (5 Jahre)

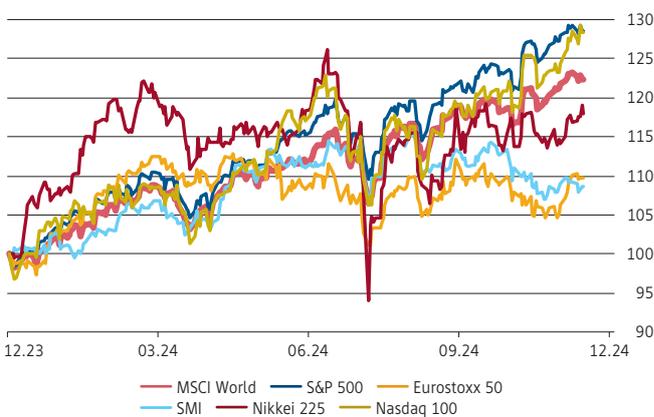


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktien: unterschiedliche Performanceentwicklung

- Nachdem die US-Aktienindizes schon im Vorfeld der Präsidentschaftswahl sehr freundlich tendiert hatten, sehen viele Amerikaner und auch die Wallstreet jetzt ein neues «goldenes Zeitalter» am Horizont, mit den USA unter Trump als Motor der globalen Wirtschaft. Entsprechend markieren die US-Märkte neue Höchststände. Die Zuversicht in den Märkten ist sehr gross.
- In Europa stellt sich die Situation deutlich anders dar, die hiesigen Märkte sind schon seit Ende des dritten Quartals unter Druck. Aufgrund der anhaltenden Schwäche im verarbeitenden Gewerbe in Deutschland und Italien bewegt sich Europa kaum vom Fleck und leidet unter seinen strukturellen Schwächen. Auch politisch besteht in einigen europäischen Ländern angesichts fehlender Mehrheitsverhältnisse eine anhaltende Patt-Situation.
- Für die weitere Entwicklung der Aktienmärkte bleiben wir weiterhin positiv, würden aber eine Konsolidierung ins Jahresende hinein nicht ausschliessen. Es bleibt weiterhin festzuhalten, dass Wachstumsaktien teilweise sportlich bewertet sind.
- Die geopolitische Lage (Ukraine, Mittlerer Osten, Taiwan) gibt weiterhin zu Besorgnis Anlass. Eine Eskalation würde die Aktienmärkte auf die Probe stellen.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2024, indexiert, in Lokalwährung



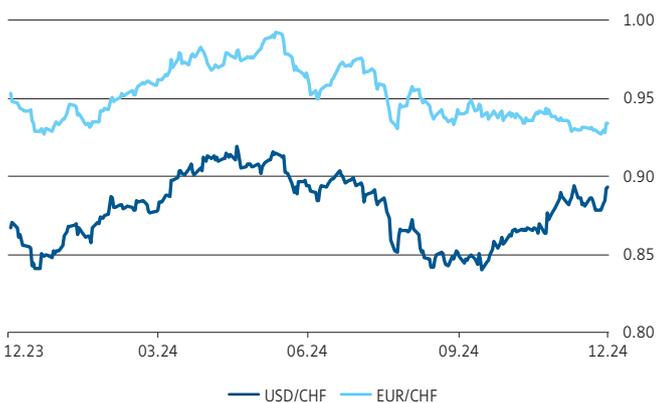
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

Währungen: US-Dollar neutral

- Nach dem deutlichen Wahlergebnis in den USA (Trump-Trade) hat sich der US-Dollar aufgewertet. Diese Bewegung legt nun eine Verschnaufpause ein. Über das ganze Jahr gesehen hat sich der handelsgewichtete Dollar somit um knapp 6% aufgewertet.
- Der EUR/CHF-Wechselkurs notiert seit einigen Wochen bei rund 0.93. Die relative Stärke des Schweizer Frankens ist angesichts europäischer Spannungen und geopolitischer Unsicherheiten nachzuvollziehen. Die deutliche Zinssenkung der SNB war damit grösstenteils eingepreist.
- Wir erwarten keine grossen Schwankungen unter den westlichen Währungspaaren.

Euro und Dollar gegen Franken, 1 Jahr

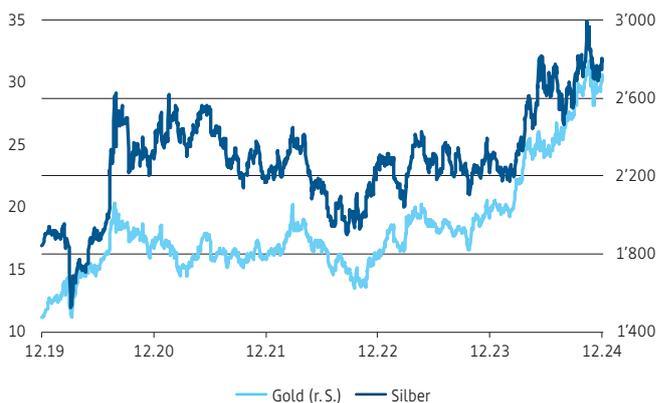


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gold: Überfällige technische Korrektur ist erfolgt

- Der Preis für eine Unze Gold hat nach dem Erreichen der Höchstkurse von über 2'800 USD anfangs November um knapp 10% korrigiert. Diese technische Korrektur war überfällig und hat die extrem überkaufte Situation bereinigt. Der Kilopreis liegt bei ca. 75'000 Schweizer Franken.
- Langfristig ist der wohl wichtigste Treiber weiterhin die stetig steigende Verschuldung auf allen Ebenen. Die noch stärker zunehmende fiskalische Lockerung verschiedener Staaten, aber auch die offensichtlich diesen Eingriffen zudienenden Zentralbanken wirken inflationär. Dies bedeutet eine schleichende Entwertung der Währungen und treibt somit die Nachfrage nach Realwerten wie beispielsweise Gold.
- Darüber hinaus spielt die angespannte geopolitische Lage eine wesentliche Rolle als Kurstreiber für Gold. In unsicheren Zeiten suchen Investoren traditionell nach sicheren Häfen. Edelmetalle erfüllen diese Funktion.
- Wir halten deshalb an Gold als wichtigen strategischen Portfoliobaustein fest.

Gold und Silber in \$ pro Unze (5 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es ist weder Angebot noch Aufforderung für den Kauf oder Verkauf von Produkten. Für Richtigkeit und Vollständigkeit wird keine Gewähr übernommen. Die Publikation entstand in Kooperation mit Aquila.