

Ausblick 2025: Amerika im Fokus

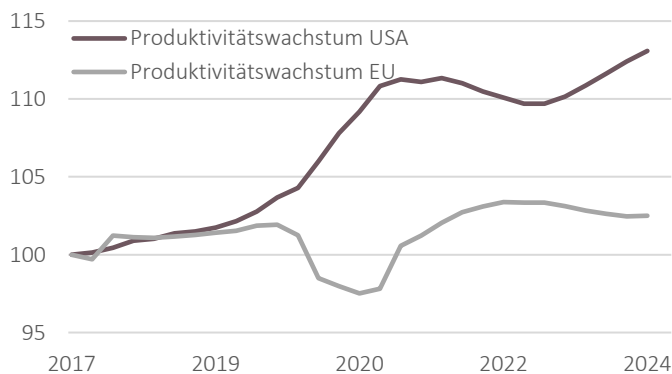
Wirtschaftsfreundliches Amerika als Taktgeber

Thomas von Rohr und Marco Rubli

Politische und wirtschaftliche Unsicherheiten prägen das globale Umfeld. Geopolitische Spannungen und ein intensiver Technologiewettbewerb zwischen den Vereinigten Staaten von Amerika (USA) und China verstärken diese Unsicherheiten. Die erneute Wahl Donald Trumps zum Präsidenten beinhaltet aber eine klare Botschaft: Die USA bleiben zentraler Taktgeber der Weltwirtschaft und der internationalen Politik. Themen wie Energieunabhängigkeit, Immigration, Technologieführerschaft und die gesunkene Kaufkraft der Bürger prägen die zukünftige politische Ausrichtung. Trotz der Kontroversen, die mit Trumps Politik einhergehen, festigt der deutliche Wahlerfolg der Republikaner den wirtschaftsfreundlichen Kurs der USA.

Der Kontrast zwischen den USA und Europa könnte kaum grösser sein. Während Amerika technologische Fortschritte in Produktivitätsgewinne ummünzt, kämpft Europa mit hohen Energiekosten, zunehmender Regulierung und einem fragmentierten Binnenmarkt, was Innovation bremst. Auch China sieht sich mit einer Wachstumsverlangsamung und einer schwächeren Exportnachfrage konfrontiert. Amerikas Dominanz erhöht den Wettbewerb und zwingt andere Volkswirtschaften, ihre Strategien und den Zugang zu internationalen Märkten anzupassen. Das mag kurzfristig schmerzhaft sein, könnte ihre Wettbewerbsfähigkeit aber nachhaltig stärken und die Grundlage für zukünftiges Wachstum schaffen.

Grafik 1: Vergleich Produktivitätswachstum USA und EU*



Quelle: Bloomberg, Statista, Belvalor; *gleitender Durchschnitt vierteljährlicher Produktivitätszuwachsrate, indiziert (30.09.2017 - 30.09.2024)

Die «America First»-Strategie der USA beinhaltet indes auch Risiken. Ein ausgeglichener Haushalt ist unter Präsident Trump nicht zu erwarten. Eine wohl weiterhin expansive Steuer- und Ausgabenpolitik in Kombination mit möglichen Zöllen, könnte die immer noch leicht erhöhte Inflation erneut anfachen und die erhofften Zinssenkungen hinauszögern. Die Staatsverschuldung – bereits über 36'000 Milliarden US-Dollar (USD) oder 120% des Bruttoinlandprodukts – dürfte weiter ansteigen. Dies birgt langfristige Risiken für die wirtschaftspolitische Flexibilität und die globale Finanzstabilität.

Die wirtschaftsfreundliche Politik und die positiven Wachstumsaussichten der USA sind überzeugend. Aus Anlegersicht stellt die hohe Bewertung der Aktienmärkte jedoch einen Wermutstropfen dar, da sie das kurzfristige Potenzial für weitere deutliche Kursgewinne begrenzt.

Grafik 2: Bewertung des amerikanischen Aktienmarktes*



Quelle: Bloomberg, Belvalor; *Basis: monatlich; Gewinne: Konsensschätzungen für kommende 12 Monate (30.11.2004 - 30.11.2024)

Das Jahr 2025 wird von geopolitischen Konflikten begleitet und vom Versuch neuer Weichenstellungen in Politik und Wirtschaft geprägt werden. Gleichzeitig bieten Produktivitätsgewinne, technologische Fortschritte und mögliche geopolitische Entspannungen Chancen. Tiefere Zinsen fördern das Wachstum, sorgen jedoch aus Anlegerperspektive, vor allem in Schweizer Franken (CHF), für einen erneuten Anlagenotstand. Trotz der genannten Unsicherheiten bleiben wir unserer langfristigen Anlagestrategie treu und sehen Aktienmarktkorrekturen als Gelegenheit, gezielt zusätzliche Investitionen zu tätigen.

Volkswirtschaftliches Umfeld

Das Jahr 2025 steht vor dem Hintergrund eines globalen Wirtschaftsumfelds, das sowohl Chancen als auch erhebliche Herausforderungen mit sich bringt. Die US-Wirtschaft bleibt widerstandsfähig, gestützt durch robuste Konsumausgaben und signifikante fiskalpolitische Anreize, die durch das umfassende Konjunkturpaket unter der Präsidentschaft Joe Bidens initiiert wurden. Die staatliche Schuldenfinanzierung bleibt jedoch ein zweischneidiges Schwert, das die langfristige wirtschaftspolitische Flexibilität der USA einschränkt.

Grafik 3: BIP und Inflation 2024E und 2025E in %*

	Bruttoinlandprodukt (BIP)		Inflation	
	2024E	2025E	2024E	2025E
Welt	3.1	3.1	4.6	3.5
USA	2.7	2.0	2.9	2.3
Eurozone	0.8	1.3	2.3	2.0
Deutschland	-0.1	0.7	2.4	2.1
Grossbritannien	0.9	1.4	2.5	2.3
Schweiz	1.5	1.5	1.1	0.8
Japan	-0.2	1.2	2.5	2.0
China	4.8	4.5	0.4	1.1

Quelle: Bloomberg, Belvalor, Stand: 30.11.2024; *Schätzungen der Veränderung gegenüber dem Vorjahr

Die Wahl Donald Trumps sorgt für zusätzliche Dynamik. Seine wirtschaftsfreundliche Politik, darunter mögliche neue Steuererleichterungen und ein klarer Fokus auf die Binnenwirtschaft, wird kurzfristig weitere Wachstumspulse setzen. Allerdings birgt seine unberechenbare politische Linie erhebliche Risiken für die Finanzmärkte. Potenziell protektionistische Massnahmen belasten globale Lieferketten, verschärfen geopolitische Spannungen und erhöhen den Inflationsdruck.

Eine wachsende US-Wirtschaft hat für Präsident Trump oberste Priorität

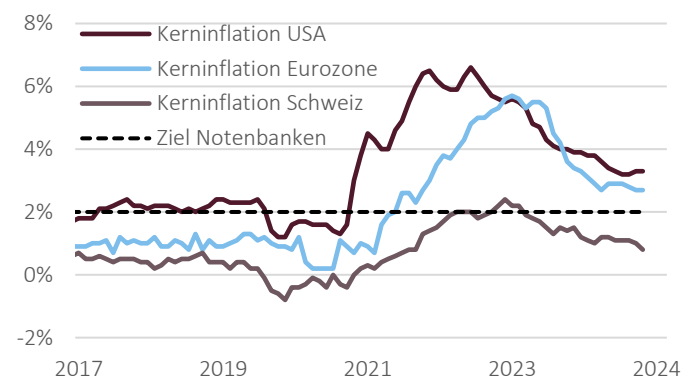
Europa tut sich mit dem Wandel schwer und ist mit politischen Uneinigkeiten konfrontiert, die notwendige Reformen blockieren. Dies bremst nicht nur das Wachstum, sondern auch die Fähigkeit, von technologischen Fortschritten und globalen Handelsströmen zu profitieren oder diese mitzugestalten. In China zeigt sich eine deutliche Wachstumsverlangsamung, verursacht durch eine kriselnde Immobilienwirtschaft und eine schleppende Erholung der Inlandsnachfrage. Chinas Rolle als globaler Wachstumstreiber schwindet und fiskalpolitische Stimuli dürften daran wenig ändern. Hinzu kommt der demografisch bedingte Bevölkerungsrückgang, eine Herausforderung, der sich auch Europa stellen muss.

Die Schweizer Wirtschaft zeigt sich trotz der Schwäche in der Eurozone, besonders in Deutschland, relativ widerstandsfähig. Wesentliche Stützen sind defensive Branchen wie der Pharmasektor, moderat gestiegene Inputpreise, ein stabiler privater Konsum und die Zuwanderung. Die niedrigen Zinsen und die politische Stabilität in der Schweiz schaffen eine starke Grundlage für wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit. Dennoch ist die Schweiz nicht vollständig immun gegenüber der anhaltenden Schwäche im Euroraum.

Geopolitische Spannungen erhöhen die Inflationsrisiken

Rohstoffmärkte und geopolitische Entwicklungen bergen weiterhin das Potenzial, Inflationsdruck auszulösen. Das trifft vor allem rohstoffimportierende Volkswirtschaften wie Europa. Die Inflation bleibt daher ein wichtiges Thema, das aus Anlegersicht mehr Beachtung finden sollte. Besonders die Kerninflation (Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie) ist vielerorts noch über dem 2%-Ziel der Notenbanken. Dies schränkt den Spielraum für deutlich sinkende Leitzinsen vorerst ein. In der Schweiz ist die Inflation jedoch kaum noch ein Thema – hier stehen mittlerweile deflationäre Risiken im Fokus. Der anhaltend starke CHF und die solide Haushaltspolitik haben für Stabilität gesorgt, aber auch die Diskussion um mögliche Negativzinsen neu entfacht.

Grafik 4: Kerninflation* ausgewählter Volkswirtschaften



Quelle: Bloomberg, Belvalor; *Kernkonsumumentenpreisindex (Core CPI), Veränderung der Jahresrate auf monatlicher Basis (30.11.2017 - 30.11.2024)

Fortschritte bei der Lösung geopolitischer Konflikte könnten die derzeit verhaltene Investitionstätigkeit, insbesondere in Europa, spürbar beleben. Dies würde entscheidende Konjunkturimpulse setzen und hätte positive Effekte auf das volkswirtschaftliche Umfeld im Jahr 2025.

Währungen

Die Zinssenkungen der führenden Notenbanken hatten bis in den Sommer 2024 hinein kaum spürbare Auswirkungen auf die Wechselkurse, da sie weitgehend synchron verliefen und die Kerninflationen – mit Ausnahme der Schweiz – auf erhöhten Niveaus verharrten. Die Wahl Trumps und seine erwartete „America First“-Politik führten im vierten Quartal 2024 zu einer Aufwertung des USD, selbst gegenüber dem CHF. Gegenüber dem Britischen Pfund (GBP) gab der CHF ebenfalls leicht nach, während er gegenüber dem Euro (EUR) weitgehend stabil blieb. Gegen Ende des Jahres dürfte die Schweizer Nationalbank gezielt interveniert haben, um eine übermässige Aufwertung des CHF gegenüber dem EUR zu verhindern.

Der USD ist kaufkraftbereinigt überbewertet, wird aber durch das 2024 erneut robuste US-Wirtschaftswachstum sowie deutlich positive Realzinsen (Nominalzinsen abzüglich Inflation) gestützt. Die stark wachsende Staatsverschuldung und die im Vergleich höheren Inflationsraten dürften den Druck auf die US-Währung erhöhen. Wir gehen davon aus, dass die negativen Faktoren mittelfristig überwiegen und den USD schwächen werden.

Grafik 5: Entwicklung des EUR/CHF Wechselkurses



Quelle: Bloomberg, Belvalor; *tägliche Schlusskurse (30.11.2004 – 30.11.2024)

Der EUR bleibt strukturell schwach, da der Europäische Wirtschaftsraum aufgrund von Überregulierung und idealistischen Ansätzen sein wirtschaftliches Potenzial nicht ausschöpft. Im Gegensatz dazu sehen wir den CHF weiterhin als starke und stabile Währung. Die moderate Inflation, die hohe Wettbewerbsfähigkeit sowie die politische Stabilität und Rechtssicherheit sprechen klar für den CHF. Unsere Empfehlung bleibt daher, einen hohen Anteil an CHF in den Portfolios zu halten und Fremdwährungsrisiken selektiv abzusichern.

Zinsen / Obligationen

Der deutliche Rückgang der Inflation in den westlichen Ländern ist als Erfolg ihrer Zentralbanken zu werten. In der Schweiz wurde der Zielbereich von 0 bis 2% erreicht, während in den USA und im Euroraum der Wert noch

über der Zielmarke von 2% liegt. Aufgrund der Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung sind die Zinsen in den erwähnten Währungsräumen gesunken. Die restriktive Geldpolitik wurde daher bereits gelockert, was sich positiv auf die Wirtschaft auswirken sollte. Die Märkte gehen aktuell von weiteren Zinssenkungen im kommenden Jahr aus. Wir schätzen die erwarteten Niveaus der Leitzinsen bis Ende 2025 im CHF von 0%, USD 4% und EUR 2% als realistisch ein.

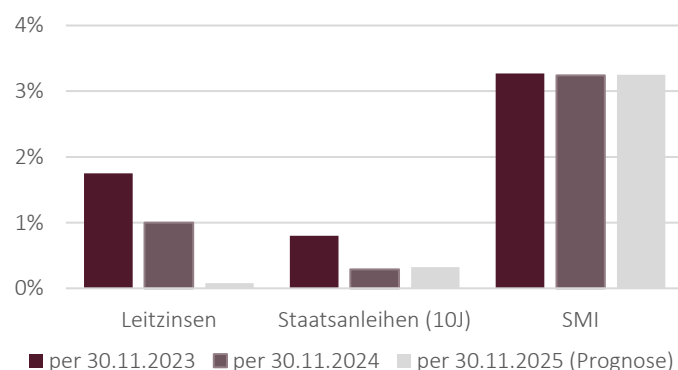
Eine Eintrübung der Wirtschaft – regional oder global – bleibt ein negatives Szenario für das Jahr 2025 und könnte eine Beschleunigung der Zinssenkungen und noch tiefere Zinssätze bedeuten. Andererseits ist eine zu aggressive Fiskalpolitik ein Risiko, da der Finanzmarkt mit höheren langfristigen Zinsen auf eine stark steigende Verschuldung reagieren könnte.

Das Renditepotenzial von Obligationen – besonders in CHF – ist merklich gesunken

Aus Anlegersicht präsentiert sich die Situation im Bereich der festverzinslichen Anlagen weniger attraktiv als vor einem Jahr. Das reale Risiko einer wieder ansteigenden Inflation ist momentan kaum im Markt diskontiert. Die Refinanzierungssätze (ohne Kreditaufschläge) im CHF sind merklich gesunken und tendieren über sämtliche Laufzeiten in Richtung 0%. Während diese Entwicklung für Kreditnehmer erfreulich ist, stellt sie für Anleger eine Herausforderung dar. Wir empfehlen daher, eine risikoarme Strategie zu fahren und in qualitativ solide Unternehmensanleihen mit Laufzeiten von bis zu fünf Jahren zu investieren. Für Investoren mit Referenzwährung USD, EUR und GBP ist das Segment der Unternehmensanleihen etwas attraktiver.

Angesichts der Marktprognosen, die keine baldige Trendwende bei der CHF Zinsentwicklung erwarten lassen, gewinnen Schweizer Qualitätsaktien mit Dividendenrenditen von über 3% an relativer Attraktivität.

Grafik 6: CHF Zinsen und Dividendenrendite SMI*

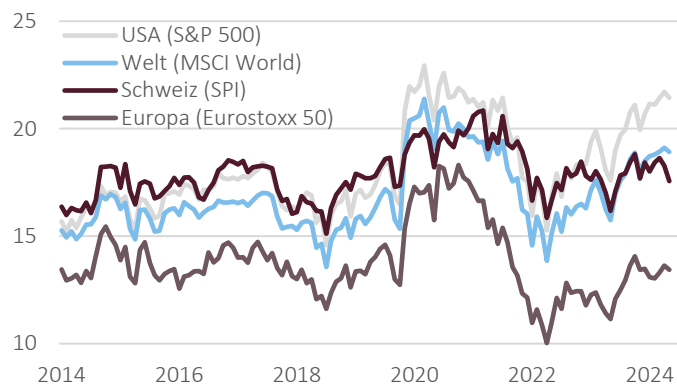


Quelle: Bloomberg, Belvalor; *Swiss Market Index; Prognose per 30.11.2024

Aktien

Die Anlageklasse Aktien hat sich im Jahr 2024 mehrheitlich positiv entwickelt. Wie in der nachstehenden Grafik ersichtlich, sind insbesondere am US-Aktienmarkt die Aktienkurse stärker als die Unternehmensgewinne gestiegen (Bewertungsexpansion). Die gestiegene Bewertung, geprägt durch die grossen US-Technologieunternehmen, erklärt allein rund die Hälfte der Entwicklung des US-Aktienmarktes. Die andere Hälfte ist auf Gewinnsteigerungen zurückzuführen. In Europa wie auch in der Schweiz fand nur eine moderate Bewertungsexpansion statt und Aktieninvestoren mussten sich mit tieferen Renditen begnügen.

Grafik 7: Kurs-Gewinn-Verhältnis* von Aktienindizes

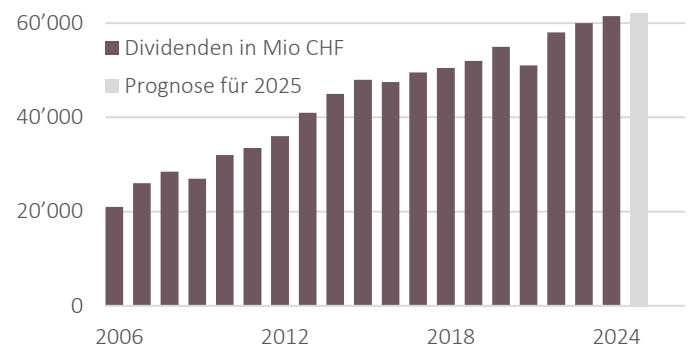


Quelle: Bloomberg, Belvalor; * Basis: monatlich (01.06.2014 - 30.11.2024); Gewinne: Konsensschätzungen für kommende 12 Monate

In Zeiten zahlreicher Unsicherheiten bleibt das Gewinnwachstum der Unternehmen ein positiver Lichtblick. Besonders in den USA zeigten Unternehmen 2024 eine beeindruckende Widerstandsfähigkeit, unterstützt durch technologische Fortschritte und eine starke Nachfrage. Diese Dynamik dürfte sich 2025, wenn auch moderater, fortsetzen. Der US-Aktienmarkt bleibt daher dank seiner Wachstumsmotiv und wirtschaftsfreundlichen Ausrichtung attraktiv. Allerdings drücken die hohen Bewertungen auf die Renditeerwartung.

Im stabilen und defensiv ausgerichteten Schweizer Aktienmarkt sehen wir weiterhin Chancen. Viele heimische Qualitätsunternehmen haben ihre Hausaufgaben gemacht und sind gut positioniert, um von einem neuen Konjunkturzyklus zu profitieren. Die Aktienbewertungen sind nicht teuer und die Erwartungen entsprechend moderat. Die Schweiz beheimatet zahlreiche Unternehmen, die sich flexibel an technologische und langfristige Veränderungen anpassen und von diesen Entwicklungen profitieren können. Dies bietet Anlegern chancenreiche Perspektiven. Attraktive Dividendenrenditen sprechen, wie bereits beschrieben, ebenfalls für Schweizer Aktien. Obwohl Dividendenausschüttungen nicht garantiert und Schwankungen unterworfen sind, steigen sie langfristig.

Grafik 8: Dividendensumme von Schweizer Unternehmen*



Quelle: Bloomberg, Belvalor; * Jährliche Dividendensumme in Mio CHF, Swiss Performance Index (SPI), 2006 – 2024, Prognose 2025

Wir sind überzeugt, dass die Anlageklasse Aktien auch aus heutiger Optik am besten geeignet ist, Kapital langfristig kaufkraftbereinigt zu schützen und zu vermehren. Die Erwartungen an zukünftige Gewinnsteigerungen sind zwar gestiegen, bewegen sich in den meisten Regionen jedoch auf einem vernünftigen und realistischen Niveau. Eine Belebung von Börsengängen (IPO-Markt) könnte sich zusätzlich positiv auf den Gesamtmarkt auswirken. Die Aussicht auf tiefere Zinsen ist für Aktieninvestoren zudem positiv. Wir empfehlen jedoch, eine gewisse Handlungsfreiheit und Flexibilität in die Anlagestrategie einzuplanen, da kurzfristige Rückschläge aufgrund von politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen erfahrungsgemäss immer wieder vorkommen.

Alternative Anlagen

Edelmetalle glänzten in der jüngsten Vergangenheit und die Preise von Gold wie auch Silber legten im Jahr 2024 stark zu. Zentralbanken in Asien und anderen Regionen haben begonnen, ihre Währungsreserven zu diversifizieren, um unabhängiger vom USD zu sein. Dieser Trend wird sich fortsetzen, wenn auch kaum im selben Tempo. Aus Diversifikations- und Absicherungsüberlegungen bleibt Gold als Beimischung empfehlenswert.

Privatmarktanlagen bleiben attraktiv. Direkte Investitionen bieten eine Illiquiditätsprämie, erfordern jedoch die Bereitschaft, über einen festgelegten Zeitraum nicht auf die Vermögenswerte zuzugreifen. Wir investieren sowohl direkt in ausgewählte Investmentlösungen als auch indirekt über Aktienengagements in führende Privatmarktspezialisten. Besonders Private Equity profitiert von den erwarteten niedrigeren Zinsen und den damit verbundenen geringeren Finanzierungskosten.

Kotierte **Immobilienunternehmen** am Schweizer Aktienmarkt erachten wir aufgrund des gesunkenen Zinsniveaus und den attraktiven Dividendenrenditen als interessant.