

# Market

Dezember 2024

# 2025

Fühlen Sie  
sich zuhause



## WKB

VERMÖGENSVERWALTUNG

wkb.ch



*Mathias Cotting*

**Mathias Cotting, CFA**  
Chefökonom

2 Vorwort

3 Einschätzung der wirtschaftlichen Situation

4 Wie haben sich die Finanzmärkte entwickelt?

5 Anlageklassen im Fokus

6 Positionierung und Veränderungen

7 Kommentar zu den Anlageentscheidungen

8 Übersicht Performance

**Mitwirkende**

Mathias Cotting, CFA, Chefökonom  
Andrin Albrecht, Ökonom

**Vorwort**

Sitten, 25. November 2024

## Bietet 2025 eine bessere Ausgangslage als 2024?

### Nichts ist so stark wie die Wirtschaft

Im Jahr 2022 begann die weltweite Inflation ihren rasanten Anstieg und erreichte in einigen Ländern historische Höchststände, die seit den 1980er Jahren nicht mehr gesehen worden waren. Als Reaktion darauf begannen die Zentralbanken mit einem koordinierten Prozess der Erhöhung der Leitzinsen, der in seinem Ausmass und seiner Geschwindigkeit historisch war. Parallel dazu kam es vor den Toren Europas zum ersten Mal seit dem Zweiten Weltkrieg zu einem offenen Konflikt sowie im Jahr 2023 dann auch im Nahen Osten. Angesichts all dieser Entwicklungen, ist es beeindruckend, dass die Weltwirtschaft keine Rezession oder gar einen deutlichen Abschwung erlebt hat. Dies ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen, insbesondere auf die Lohnerhöhungen, die einen Teil der Inflation ausgleichen konnten. Tatsächlich sind die Löhne in den USA seit 2021 um etwa 15% gestiegen, fast so viel wie die Preissteigerung. Im Vergleich zu den hohen Leitzinsen hat die weit verbreitete Verwendung von Festzinsen die Haushalte und Unternehmen teilweise vor höheren Finanzierungskosten geschützt.

Es gab keine Rezession, obwohl die Befürchtungen durchaus vorhanden waren. Infolgedessen haben sich globale Aktien in den letzten Jahren gut entwickelt und seit 2021 bis heute fast +40% (einschliesslich Dividenden, in Lokalwährung) erzielt. Ist mit dieser starken Performance auch im 2025 wieder ein gutes Jahr an den Börsen zu erwarten?

### Die positiven Faktoren aus dem Jahr 2024 werden weiterhin bestehen bleiben

Obwohl die Befürchtungen durchaus vorhanden waren, gab es keine Rezession. Die Haushalte haben ihre Schulden immer noch mit Festzinsen abgesichert, sodass in dieser Hinsicht keine Überraschungen zu erwarten sind. Ausserdem sind die mittel- und langfristigen Zinssätze im Vergleich zu den Spitzenwerten von 2023 etwas gesunken. Zweitens bleibt die Inflation seit Anfang 2024 auf einem niedrigen Niveau. Die Konsumenten sind nicht übermässig verschuldet (im Vergleich zu den Jahren vor 2008) und weisen daher eine insgesamt gesunde Bilanz auf. Für Unternehmen sind die Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt durch die niedrigen Kreditprämien weiterhin günstig. Diesbezüglich gibt es also nichts Neues, ausser das für 2025 die bestehende Kontinuität weiter erwartet werden darf.

Es stellt sich die Frage, ob es neue Faktoren gibt, die die Wirtschaft im Jahr 2025 stützen werden.

### 2025 bietet eine bessere Ausgangslage als 2024

Es lassen sich mehrere Faktoren aufzählen. Erstens befanden wir uns mit der künstlichen Intelligenz in einer Welt voller Versprechungen. Im Jahr 2024 erzielte das mittlerweile ikonische KI-Unternehmen Nvidia einen Umsatz von 60 Milliarden US-Dollar, weit mehr als erwartet und mit einem sehr starken Anstieg von 25 Milliarden US-Dollar im Jahr 2023. Dies bestätigt einen echten Trend, dass Unternehmen in künstliche Intelligenz investieren, mit dem Potenzial, die Produktivität der Wirtschaft in wenigen Jahren zu steigern.

Zweitens war 2024 ein historisches Jahr, was die Wahlen auf globaler Ebene betrifft. Mit den US-Wahlen im Rücken ist die politische Landschaft für 2025 klarer geworden, auch wenn in Deutschland vorgezogene Wahlen anstehen. Ausserdem könnte es 2025 weniger geopolitische Überraschungen geben als in den letzten Jahren.

Drittens geben die Regierungen seit einigen Jahren besonders viel Geld aus, indem sie umfangreiche Konjunkturprogramme durchführen. «Next Gen EU» in Europa, und der «Inflation Reduction Act» in den USA zählen dazu. Diese Pläne wurden zwar bereits im 2021, 2022 oder sogar 2023 angekündigt und sind nicht neu. Ein Aspekt wird hingegen unterschätzt: Die geplanten Ausgaben erstrecken sich noch über das Jahr 2025 und die folgenden Jahre.

Schliesslich senken die Zentralbanken die Zinsen weiter. Dieser Trend wird sich im nächsten Jahr fortsetzen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die weltweiten Wirtschaftsaussichten gut sind und der Ausgangspunkt für 2025 als einer der attraktivsten seit 2022 gelten kann. Es wird jedoch Nuancen geben. Wir erwarten eine dynamische Wirtschaft in den USA, während sich Europa weniger stark entwickeln wird. Nun bleibt abzuwarten, wie schnell und inwieweit dieses Szenario eintritt und wie es sich auf die Finanzmärkte auswirken wird.

Sicher ist, dass nicht alle Entwicklungen gleichmässig verlaufen werden. Das Jahr 2025 wird ein ebenso vielfältiges und aufregendes Jahr werden wie die Jahre zuvor.

# Einschätzung der wirtschaftlichen Situation

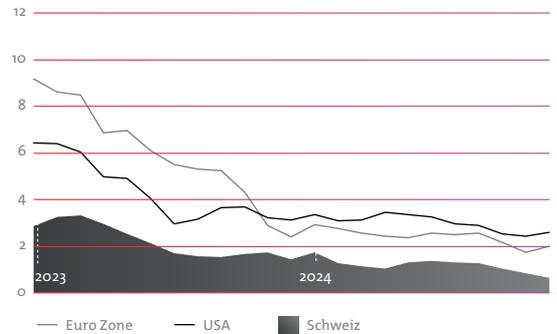
**Die Inflation bleibt in Europa und noch mehr in der Schweiz gedämpft. Nach der Wahl Trumps erwarten die Finanzmärkte, dass die Leitzinsen in den USA nun etwas weniger stark gesenkt werden.**

## Die Inflation in Europa und der Schweiz bleibt auf niedrigem Niveau

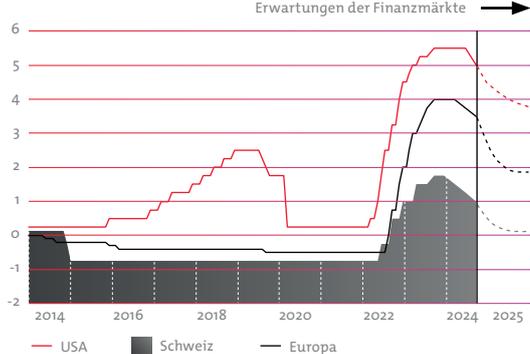
Im Oktober lag die Inflation in den USA, Europa und der Schweiz bei 2,6%, 2% bzw. 0,6%. Hiezulande lassen die derzeit sehr niedrigen Inflationsraten das Gespenst negativer Zinsen wieder aufkommen. Angesichts der uns vorliegenden Daten halten wir diese Perspektive derzeit für verfrüht. In den USA stehen nach den Wahlen viele Fragen im Raum. Werden die Einfuhrzölle den Inflationsdruck wieder ansteigen lassen? Aus wirtschaftlicher Logik ist dies sehr wahrscheinlich. Tatsächlich dürften einige Unternehmen ihre Preise erhöhen, um die Einfuhrzölle auf Produkte in den USA auszugleichen. Auch dieser Effekt sollte unserer Meinung nach nicht überschätzt werden, denn 2016 hatte Trump bereits die Einfuhrzölle erhöht, ohne dass es in den folgenden zwei bis drei Jahren zu einem Inflationsschub gekommen wäre.

## Inflation in der Schweiz im Oktober auf niedrigem Niveau

Jährliche Veränderung, in %



## Historische Leitzinsen und Erwartungen der Finanzmärkte



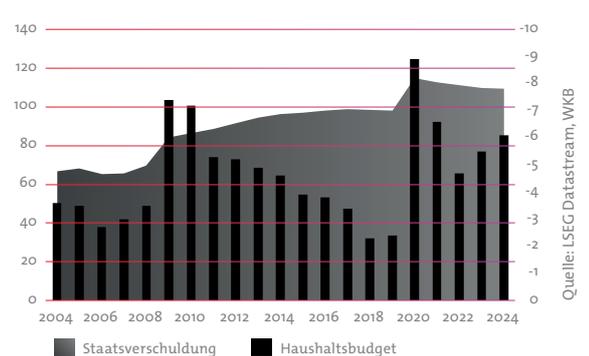
## Finanzmärkte richten die Zinssenkungserwartungen in den USA neu aus

Die Erwartungen an die Geldpolitik bis Ende 2024 bleiben unverändert; die Federal Reserve wird die Zinsen im Dezember höchstwahrscheinlich erneut senken. Der Vorsitzende der US-Notenbank, J. Powell, hatte jedoch im November mitgeteilt, dass es nicht notwendig sei, die Zinssenkungen zu überstürzen. Infolgedessen und nach den US-Wahlen passten die Finanzmärkte die Erwartungen an den Leitzins in den USA etwas an, der bis Ende 2025 zwischen 3,75% und 4% liegen soll (derzeit 4,75%). Für den alten Kontinent und die Schweiz liegen die Erwartungen für Ende 2025 bei 1,75% in Europa (derzeit 3,25%) und zwischen 0% bis 0,25% in der Schweiz (derzeit 1%). Was die Wirtschaft betrifft, so dürfte die erwartete Politik von Donald Trump das US-Wirtschaftswachstum stützen. Darüber hinaus bleiben die Aussichten für die Weltwirtschaft positiv. In seinem jüngsten Bericht vom Oktober bestätigte der Internationale Währungsfonds (IWF) die Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft.

## Frankreich wird durch seinen Schuldenberg gebremst

Nach den Prognosen der Analysten wird die Staatsverschuldung in Frankreich Ende 2024 voraussichtlich 109,50% des BIP betragen. Der von der Regierung vorgelegte Haushaltsentwurf für 2025 enthält Einsparungen in Höhe von bis zu 60 Milliarden Euro, die durch Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen ein Defizit von 5% des BIP im Jahr 2025 ermöglichen sollen. Die Steuererhöhungen konzentrieren sich auf die Unternehmen, während die privaten Haushalte weitgehend von Steuererhöhungen verschont bleiben werden. Es ist keineswegs sicher, dass das 5%-Ziel erreicht wird. Die Regierung verfügt nicht über die erforderliche Mehrheit, um den Haushalt zu verabschieden, und muss möglicherweise bei einigen der heikelsten Massnahmen Kompromisse eingehen, um zu verhindern, dass die konservativen Parteien dagegen opponieren. Folglich werden die Senkung der Steuerausgaben und die Erhöhung der Steuern das Wirtschaftswachstum in Frankreich und damit auch in Europa weiter belasten.

## Die Staatsfinanzen in Frankreich



## Trumps Rückkehr: Welche neuen Wirtschaftstrends?

Zur Überraschung vieler Beobachter hat Donald Trump seine Rückkehr ins Weisse Haus auf beeindruckende Weise geschafft. Die US-Aktienmärkte dürften von der Agenda des neuen Präsidenten profitieren, da die Steuersenkungen für Unternehmen zu höheren Gewinnen führen werden. Auch die Einfuhrzölle dürften steigen. Diese Massnahme könnte

nach Ansicht von Experten leicht inflationär wirken, ohne dass dies zu einem weiteren starken Anstieg der Inflation führen würde. Schliesslich könnte die geplante Immigrationspolitik den Arbeitskräftemangel auf dem US-Arbeitsmarkt aufrechterhalten.

## Wie haben sich die Finanzmärkte entwickelt?

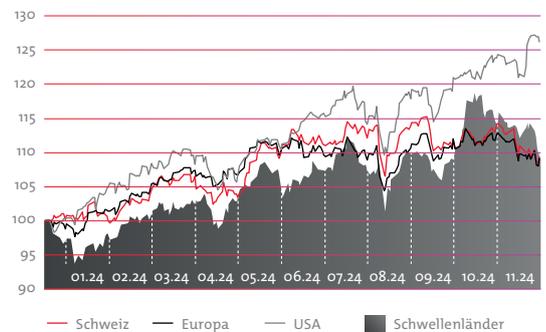
Die Wahl Trumps kommt US-Aktien zugute. Die Renditen von Staatsanleihen in den USA sind vor dem Hintergrund der US-Wahlen stark gestiegen.

4

### Die Wahl Trumps zeigt sich in den Renditen der verschiedenen Märkte

Die US-Märkte haben die US-Wahlen sehr gut aufgenommen. Aktuell verzeichnen diese eine Performance von über 25% seit Jahresbeginn. Basierend auf weiteren Steuersenkungen für US-Unternehmen, haben die US-Aktien neue Rekordhöhen erreicht. Die Schweizer und europäischen Börsen gaben unter dem klaren Wahlsieg von Trump etwas nach. Die Marktteilnehmer befürchten nämlich eine künftige Politik zugunsten der USA und insbesondere zum Nachteil Europas. Derzeit spekulieren die Marktteilnehmer über mögliche zukünftige politische Massnahmen. Auf chinesische Importe ist mit Zöllen von 20% bis 60% zu rechnen. Auch Europa könnte von Zöllen von 10% oder sogar 20% betroffen sein. Die Aktienmärkte der Schwellenländer haben sich konsolidiert, während China nach Bekanntgabe der geldpolitischen Unterstützung im September ein Konjunkturprogramm ankündigte, das nach Ansicht der Marktteilnehmer keine grosse Überraschung war.

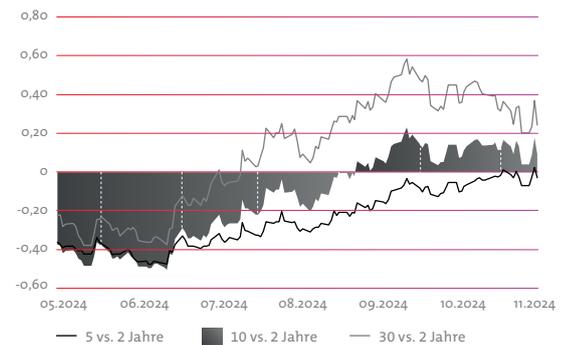
### Die amerikanischen Aktien haben ein neues Allzeithoch erreicht Gesamtrendite, Basis 100



### Die Zinskurve wird immer steiler

Die Zinskurve in den USA wird immer steiler, nachdem der Renditeabstand zwischen zwei- und zehnjährigen US-Staatsanleihen seit dem Spätsommer wieder in den positiven Bereich zurückgekehrt ist. Auch der Renditeabstand zwischen zwei- und fünfjährigen Staatsanleihen ist nun positiv. Der Anstieg der Renditen verstärkte sich insbesondere im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen. Im Rahmen des «Trump Trade» verkauften Anleger, die mit einem Sieg von Donald Trump rechneten, US-Staatsanleihen, wodurch deren Kurse fielen und die Renditen stiegen. Ein Grund dafür ist, dass die Finanzmärkte nun höhere Renditen für US-Staatsanleihen verlangen, weil die von Donald Trump angestrebte protektionistische Handelspolitik inflationär wirken könnte. Ausserdem führen höhere Staatsausgaben zu einem Anstieg der US-Staatsverschuldung, was das Risiko dieser Anleihen nochmals erhöht, zumindest aus Sicht der Inhaber dieser Anleihen.

### Die Zinskurve wird weiterhin steiler Renditedifferenz zwischen verschiedenen Laufzeiten von US-Staatsanleihen, in %



«Die Finanzmärkte haben die Wahl von Donald Trump insgesamt gut aufgenommen.»

### Der Kreditmarkt bleibt solide

Die Kreditrisikoprämien setzten den Abwärtstrend in vielen Marktsegmenten fort, darunter auch in den Kategorien «Investment Grade» und «High Yield» in den USA. Tiefe Kreditprämien signalisieren eine positive Einschätzung zu den Wirtschaftsaussichten. Die Inflation normalisiert sich, allerdings auch nicht zu schnell, so dass der Zinssenkungsplan der Fed möglicherweise leicht angepasst werden muss. Ausserdem werden die Unternehmen bei der Steuerpolitik von Trumps künftigen Programm von niedrigeren Steuern und möglicherweise einem höheren Konsum profitieren. Die Kreditausfallraten sind auf einem niedrigen und stabilen Niveau. Daher bleibt der Kreditmarkt vor dem Hintergrund einer soliden Wirtschaft und der mit den US-Wahlen verbundenen Aussichten attraktiv.

### Die Risikoprämien zeigen keine Anzeichen von Stress Kreditrisikoprämie für US-Anleihen, in %



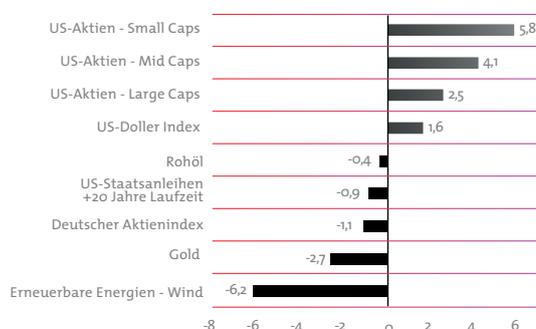
Quelle: ISEG Datastream, WKB

## Anlageklassen im Fokus

Die USA haben gewählt, die «Trump-Trades» haben geliefert. Bankaktien sowie kleine und mittlere Unternehmen in den USA dürften weiterhin profitieren. Europa und nachhaltige Energien wurden abgestraft.

### Die Trump Trades

Tagesveränderung ausgewählter Finanzmärkte am 06.11.2024, in %



### Trump ist zurück und die Anleger freuts

Donald Trump hat die Präsidentschaft gewonnen und mit der vollständigen Kontrolle über den Kongress haben sich die Märkte für die republikanische Welle an politischen Reformen positioniert. So sind Steuererleichterungen für Unternehmen (wobei der Steuersatz von derzeit 21% auf 15% gesenkt werden soll) generell günstig für US-Aktien. Diese Aussicht führte zu einem starken Anstieg des US-Aktienmarktes. Zunächst profitierten vor allem kleine und mittlere Unternehmen stark davon. Aktien aus dem Bereich der erneuerbaren Energien, vor allem Wind- und Solarenergie gaben dagegen stark nach. Gold litt unter Gewinnmitnahmen, da die geopolitischen Risiken unter Trump möglicherweise nachlassen könnten. In Europa befindet sich nun auch Deutschland in einer politischen Unsicherheit (vorgezogene Wahlen im Februar 2025). Infolgedessen verlor der deutsche Börsenindex an Boden.

### Die Gewinnrenditen sind im Vergleich zu den Anleiherenditen niedrig

Gewinnrendite der amerikanischer Aktien und Rendite 10 jähriger Staatsanleihen, in %



### Wer wird am meisten profitieren: kleine oder grosse Unternehmen?

Die Aktienbewertungen der grossen US-Unternehmen sind heute im Vergleich zu den Jahren 2015-2019 deutlich höher, was sich auch in den viel niedrigeren Gewinnrenditen widerspiegelt. Eine niedrige Gewinnrendite (die mit hohen Bewertungen korrespondiert) schränkt den Spielraum für starke mittelfristige Kursanstiege ein. Allerdings haben Small Caps im Vergleich zu Large Caps bessere Aussichten. Sie werden nämlich die grössten Nutzniesser der Trump-Politik sein, da sie von einer stärkeren US-Binnennachfrage aufgrund eines höheren Wirtschaftswachstums, einer Verlagerung des Konsums auf inländische Produzenten sowie von tieferen Unternehmenssteuer profitieren dürften. Die grosskapitalisierten Unternehmen hingegen sind aufgrund ihrer hohen Erträge im Ausland (durchschnittlich ca. 50%) anfällig für einen zunehmenden Protektionismus der USA.

## US-Kavallerie am Horizont - wird der grosse Handelskrieg mit Trump Realität?

Trump findet Zölle mehr als grossartig; er bezeichnet sie als das schönste Wort im Wörterbuch. Wenn Trump die im Wahlkampf vorgeschlagenen Zölle einführt (mindestens 60% der Importe aus China, 10% bis 20% auf alle weiteren Importe, einschliesslich aus der EU), könnten die durchschnittlichen Zölle auf US-Importe von derzeit etwa 3% auf 18% steigen. Dies hätte eine starke inflationäre Wirkung, was wiederum schlecht für die Wirtschaft, die Aktienmärkte und die Anleihen wäre. Ausser Gold, das erneut davon profitieren würde.

Von dem obigen Extremszenario kehren wir zu einer realistischeren Erwartung zurück. Trump wird

eine aggressive Handelspolitik betreiben, vor allem gegenüber China. Was jedoch die Zölle von 10% bis 20% gegenüber den wichtigsten Handelspartnern betrifft, ist es wahrscheinlicher, dass Trump diese als Druckmittel in Verhandlungen einsetzen wird. So könnte Trump von Europa verlangen, seine Verteidigungsausgaben zu erhöhen. Auch die Interessen der amerikanischen Öl- und Gasindustrie könnten eine Rolle spielen, denn seit dem Stopp der russischen Gaslieferungen wird eine grosse Menge Flüssiggas von den USA an Europa verkauft. Daraus folgt, dass die angedrohten Einfuhrzölle wahrscheinlich nicht so schnell umgesetzt werden, wie sie während des Wahlkampfs angekündigt wurden.



## Kommentar zu den Anlageentscheidungen

Die US-Wirtschaft dürfte der grösste Nutzniesser der Trump-Agenda sein.



7

### Die Politik der USA wird sich ändern - wie wird sich das auf die Wirtschaft auswirken?

Donald Trump hat die Wahlen gewonnen und wird im Januar als 47. Präsident der Vereinigten Staaten sein Amt antreten. Damit wird er die Kontrolle über den Senat und das Repräsentantenhaus haben, d. h. vollen Handlungsspielraum für die Umsetzung der gewünschten Politik.

Wir konzentrieren uns auf die wichtigsten Veränderungen, die die US-Wirtschaft beeinflussen könnten. Positiv dürfte sein, dass die Steuerpolitik für US-Unternehmen gelockert wird, ebenso wie die Regulierungen im Banken- und Energiesektor. Was den Handel und die Aussenpolitik anbelangt, erwarten wir sehr unterschiedliche Ansätze. Trump schlug vor, die Zölle auf

Welt mit einem strukturell bedingten Arbeitskräftemangel (aufgrund der alternden Bevölkerung) ansteigen lassen.

### Mehr Wachstum, mehr Defizit, mehr Inflation, höhere Zinsen und höhere Börsenkurse

All diese Veränderungen zusammengenommen könnte das globale Wirtschaftswachstum und die Inflation (vor allem in den USA) höher ausfallen. Dies stellt mittelfristig ein günstiges Umfeld für Aktien dar. Die Reaktion der Finanzmärkte Anfang November, als sich ein glaubwürdiges Ergebnis abzeichnete, ging eindeutig in diese Richtung. Die Aktienkurse stiegen in den USA am Wahltag um etwa 2% und in den letzten Wochen um 5 bis 6%. Auch zyklische und konjunkturanfällige Sektoren legten stark zu. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Reaktion der Märkte eine insgesamt positive Sichtweise bestätigt. Was die möglicherweise höheren Haushaltsdefizite unter Trump und den Anstieg der US-Schulden betrifft, sind so manche Befürchtungen aufgekommen. Wir halten diese Befürchtungen für übertrieben. Europa befindet sich dahingehend in einer schwierigeren Position, was den Handlungsspielraum für die Fiskalpolitik betrifft. Angesichts der Bedeutung der Finanzmärkte für Trump könnte ein allfälliger Druck auf die Börsen verbunden mit zu viel Defizit den künftigen Präsidenten dazu veranlassen, das Budget anzupassen, um die Märkte zu beruhigen. Daher nehmen wir die US-Wahl sowie die Finanzmärkte positiv auf und behalten unsere Übergewichtung in globalen Aktien bei.

«Gemäss dem Konsens bedeutet Trump für die Wirtschaft und Märkte mehr Wachstum, mehr Defizit, mehr Inflation, höhere Zinsen und höhere Börsenkurse.»

chinesische Importe von derzeit 20% auf 60% zu erhöhen und allgemeine Importzölle von 10% bis zu 20% einzuführen. Diese protektionistische Haltung verstärkt die wirtschaftliche Fragmentierung, was mittelfristig ein unterstützender Faktor für die Inflation ist. Die konservative Immigrationspolitik könnte sich auch auf den Arbeitsmarkt auswirken und könnte die Löhne in einer



**Mathias Cotting, CFA**  
Chefökonom



**Andrin Albrecht**  
Ökonom

# Übersicht Performance (Gesamtrendite)

8

Aktien	Seit 1 Monat (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in CHF)
Welt	2,2	21,4	28,0
Schweiz	-3,9	6,9	6,9
Eurozone	-2,1	8,7	8,9
USA	3,7	27,5	34,4

Obligationen	Seit 1 Monat (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in CHF)
Staatsanleihen	0,2	1,0	3,2
Unternehmensanleihen	-0,7	3,8	9,5
Entwicklungsländer USD	1,1	10,9	17,0

Zinsen	in %	Seit 1 Monat (absolute Veränderung)	2024 (absolute Veränderung)
3 Jahre - Schweiz	0,16	-0,18	-0,79
3 Jahre - Deutschland	1,94	-0,07	-0,36
3 Jahre - USA	4,20	0,15	0,20
10 Jahre - Schweiz	0,33	-0,13	-0,37
10 Jahre - Deutschland	2,20	-0,09	0,18
10 Jahre - USA	4,27	0,02	0,40

Währungen	Wechselkurs	Seit 1 Monat (%)	2024 (%)
EUR/CHF	0,931	-0,8	0,1
USD/CHF	0,888	2,5	5,5

Alternative Anlagen	Kurs/Preis	Seit 1 Monat (%)	2024 (%)
Immobilien indirekt Schweiz	203	3,5	14,2
Gold (USD/Unze)	2631	-4,0	27,4
Öl (WTI, USD/Fass)	69	-3,6	-3,5

Angaben vom 25.11.24

Quelle: LSEG Datastream, WKB

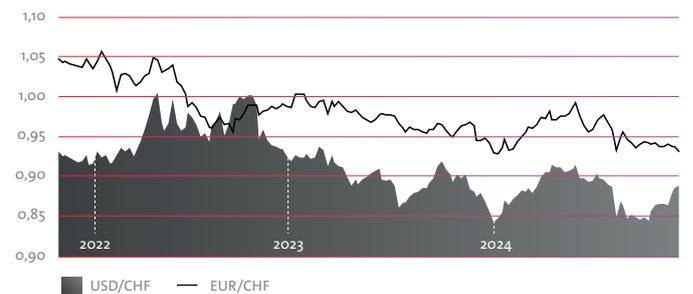
Schweiz und Welt (Preisindex)



Zinssätze für 10-jährige Staatsanleihen



Wechselkurse



Gold- und Immobilienpreise



Quelle: LSEG Datastream, WKB