

DREAM

REALITY

**ANLAGE-
ÜBERBLICK**

JANUAR 2025

**Realitäts-
Check!**

Inhalt

- 03 **Editorial**
Das Gewissen der Märkte
- 04 **Unsere Einschätzung**
Traum und Wirklichkeit
- 07 **Zentralbanken**
Von der Realität eingeholt
- 08 **Kapitalmarkt**
Bellende und schweigende Hunde
- 10 **Aktien**
Risiken im Auge behalten
- 11 **Alternative Anlagen**
Behäbiger Schweizer Immobilienmarkt
- 12 **Unsere Positionierung**
Optimismus ja, Euphorie nein
- 13 **Fokusthema**
Das Jahr der Immobilienanlagen
- 14 **Unsere Prognosen**
Warten auf Präsident Trump

Das Gewissen der Märkte

Liebe Anlegerinnen und Anleger

Donald Trumps Wirtschaftspolitik wird der amerikanischen Konjunktur in den kommenden zwölf Monaten ein «Sugar High» verschaffen. Deregulierung und Steuersenkungen treiben das Wachstum in der kurzen Frist genauso an, wie die geplanten Handelsbarrieren die heimische Produktion unterstützen. Die Frage stellt sich allerdings, ob die US-Wirtschaft diesen Support überhaupt nötig hätte. Sie läuft nämlich auch ohne fiskalpolitische Unterstützungsmassnahmen schon ansprechend rund. Derzeit schätzt die Fed Atlanta in ihrer Echtzeitschätzung Atlanta Fed GDPNow, dass die US-Wirtschaft im letzten Quartal des abgelaufenen Jahres um rund 2,5% gewachsen ist, ein Tempo, das sie auch 2025 in etwa halten dürfte. Es wären aber auch ohne wirtschaftspolitischen Support wohl noch immer äusserst robuste 2% geworden. Der trumpsche Wachstumsbooster wäre also nicht unbedingt nötig, umso mehr, als er nicht umsonst zu haben ist. Wie jede Medaille hat auch diese ihre Kehrseite.

Werfen wir einen Blick zurück: Die grösste Inflationswelle der vergangenen Jahrzehnte zwang die amerikanische Notenbank Fed dazu, die Zinsen mit seltener Vehemenz anzuheben. Ziel: Die nach der Pandemie überhitzte amerikanische Wirtschaft abzukühlen, um die ausser Kontrolle geratene Inflation zu bändigen. Das tat die Fed mit Erfolg. Die Inflation sank zuerst rasch, dann harzig, in Richtung der Zielmarke von 2%, die gefürchtete Rezession blieb aus. Ein historisch seltenes Soft Landing zeichnete sich ab.

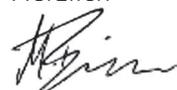
Dieses setzt Donald Trump nun aufs Spiel. Nicht konjunkturseitig, hier winkt der angesprochene Wachstumsbooster. Aber eben mit der Kehrseite der Medaille, der Inflation. Ein erneuter Teuerungsanstieg ist der Preis für die angestrebte Konjunkturbeschleunigung. Und nicht der einzige: Wer die Steuern senkt, muss das Geld für den Staatsbetrieb anderweitig besorgen, beispielsweise über die Aufnahme neuer Schulden. Wachstum auf Pump also.

Das kann bei Bedarf sinnvoll und nötig sein, übertreibt man es allerdings, nehmen die Risiken in Form eines gigantischen Schuldenbergs immer mehr zu.

Die Aktienmärkte kümmern sich vorerst wenig um diese Risiken des fiskalpolitisch orchestrierten Wachstumsschubs. Wenn aber nicht die Aktienmärkte, wer schaut denn hin? Sicher die Fed, die im Dezember schon angedeutet hat, dass die Zinsen infolge der gestiegenen Inflationsrisiken weniger schnell sinken könnten, als bisher erwartet. Die eigentlichen Wächter einer nachhaltig ausgerichteten US-Wirtschaftspolitik sind aber die Bondmärkte. Sie werden rebellieren, falls Donald Trump es mit dem Wachstumsbooster zulasten der Preisstabilität und der Staatsverschuldung übertreibt – der Anstieg der 10-jährigen Treasury-Renditen von 3,6 auf 4,6% in den letzten Monaten des vergangenen Jahres zeugt vom wachsamem Auge des Bondmarkts. Es wäre nicht das erste Mal, dass der Bondmarkt eine fiskalpolitisch allzu sorglos agierende Regierung mit massiven Zinssprüngen diszipliniert. Der als «Great Bond Massacre» in die Geschichte eingegangene Ausverkauf auf dem amerikanischen Treasury-Markt 1994 zeugt genauso von der Funktion der Bondmärkte als Wächter einer nachhaltigen Fiskalpolitik und Gewissen der Märkte, wie die als «Liz-Truss-Moment» bekannte Rebellion an den Bondmärkten des Vereinigten Königreichs 2022.

Während die Aktienmärkte also weiterhin – und bis zu einem gewissen Grad mit Recht – auf die Vorteile der US-Wirtschaftspolitik fokussieren, üben die Bondmärkte (erste) Kritik. Anlegerinnen und Anlegerinnen tun gut daran, auch auf sie zu hören. Donald Trump ebenso.

Herzlich



Michael Birrer

Leiter Research & Advisory

Traum und Wirklichkeit

Im Vergleich zum Dezember präsentiert sich das Konjunkturmilieu zum Jahresbeginn kaum verändert. Eine gute Gelegenheit also, das Augenmerk auf die Unwägbarkeiten von 2025 zu richten. Denn es stehen Realitäts-Checks an.

Der erste Monat des neuen Jahres steht ganz im Zeichen der Vereidigung Donald Trumps als 47. Präsidenten der USA. Der Republikaner steht ab dem 20. Januar zum zweiten Mal an der Spitze der wirtschaftlich und militärisch mächtigsten Nation der Welt.

Für Gegner wie auch für Verbündete der USA beginnt mit dem Amtsantritt des alten neuen Präsidenten eine Zeit der Unsicherheit. Denn wenn es eine Berechenbarkeit bei Donald Trump gibt, ist es seine Unberechenbarkeit. Diese Unberechenbarkeit stellt aber nicht nur für den politischen Betrieb in Washington eine Herausforderung dar, sondern ist gleichzeitig auch die Achillesferse vieler Regierungen, Wirtschaftsvertreter und Finanzmarkt-Akteure rund um den Globus. Neigen sie doch dazu, sich zu sehr auf den erwünschten optimalen Output zu fokussieren und unangenehme, aber ebenso mögliche Ergebnisse auszublenden. Heisst im Falle von Donald Trump der verbreitete Gedanke, dass die angedrohten Strafzölle und handelspolitischen Konfrontationen bestimmt nicht in befürchtetem Ausmass bevorstünden. Die Suppe werde schliesslich immer heisser gekocht wie gegessen, und letztlich gehe es Trump ja immer um einen Deal, richtig?

Trump 2.0: Es spricht wenig für Mässigung

Diese Sichtweise ist nicht ungefährlich. Sie verkennt dreierlei: Erstens ist «America First» Trumps oberste Maxime und er ist geradezu besessen von einem neuen «Golden Age». Dafür wird er ungeachtet weltwirtschaftlicher Kollateralschäden alles unternehmen. Und wenn Trump der Meinung ist, ein umfassendes Strafzollregime zähle zu den geeigneten Massnahmen, dann werden diese auch erhoben. Die Obsession eines

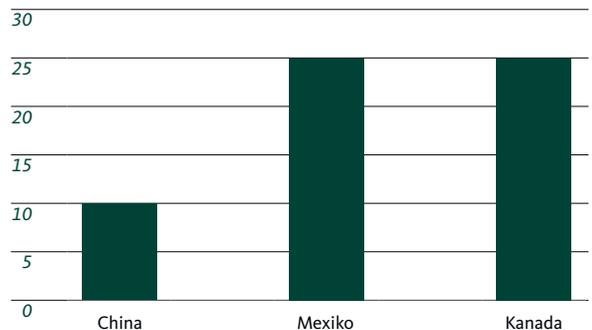
erneuten goldigen US-Zeitalters ist kaum Verhandlungsmasse bei seinem Deal-Making.

Zweitens braucht man nur zurück zur ersten Amtszeit Trumps zu schauen. Handelskrieg? Kaum im Amt, trat der Republikaner diesen mit voller Wucht los. Seine Vorstellung von fair und unfair verteidigte er entgegen allen internationalen Entwürfen und Protesten aus dem eigenen Umfeld mit kompromisslosen Protektionismus-Massnahmen. Warum sollte Trump in seiner zweiten Amtszeit einen gemässigten Kurs fahren?

«Eine der ersten Amtshandlungen»

Zusätzliche Importzölle, die Trump gleich zu Beginn seiner Präsidentschaft erheben möchte, in %

Quellen: Bloomberg, Migros Bank



Womit wir beim dritten Punkt angelangt wären: Nicht nur ist es Tatsache, dass US-Präsidenten während ihrer zweiten Amtszeit grundsätzlich weniger kompromissbereit sind, sondern es ist ebenso Fakt, dass Donald Trump auf dem bisherigen Höhepunkt seiner Popularität zum zweiten Mal ins Weisse Haus einziehen wird. Sein Wahlsieg war weder eine wackelige Zitterpartie wie 2016 noch lässt sich länger von einem Ausrutscher der Geschichte sprechen. Nach vier Jahren Präsidentschaft, nach weiteren vier Jahren Omnipresenz in den Medien, nach Gerichtsprozessen, Schlammschlachten und einem unversöhnlich ge-

fürten Wahlkampf war und ist Donald J. Trump für niemanden in den USA ein unbeschriebenes Blatt. Die Amerikanerinnen und Amerikaner wählten ihn im vollen Bewusstsein um seine Person. Und dies mit einer Deutlichkeit, die nicht nur eine Niederlage, sondern eine regelrechte Demütigung der Demokraten bedeutete.

Keine Wiederwahl-Überlegungen mehr, ein beeindruckendes Wahlergebnis und eine republikanische Mehrheit in beiden Kongresskammern – Trump verfügt damit über eine Ausgangslage, die einem Persilschein gleicht. Unter diesen Vorzeichen auf eine Mässigung des streitlustigen Präsidenten zu setzen, erscheint etwas blauäugig.

Erwarten wir daher, dass die angedrohten Strafzölle unausweichlich sind? Nein. Angesichts Trumps Unberechenbarkeit kann das Schwingen der Zollkeule durchaus taktisches Kalkül sein. Dieser Möglichkeit aber eine überwältigende Wahrscheinlichkeit zuzuschreiben, erachten wir als gewagt. Angesichts der gemachten Überlegungen erscheint ein Trump'sches «Jetzt erst recht!» ebenso wahrscheinlich und sollte als Szenario keinesfalls vernachlässigt werden.

Die Welt ist ab dem 20. Januar somit mit einem Realitäts-Check konfrontiert, dem ein gewisses Katerstimmungspotenzial innewohnt. Es droht ein hartes Erwachen aus der flauschigen Traumwelt – und zwar nicht nur hinsichtlich Donald Trump. Der Wunsch als Vater des Gedankens ist vielmehr so verbreitet, dass die eine oder andere Konsternation nicht verwunderlich wäre.

Hoffen auf ein Fussfassen der KI

Beispiel Finanzmärkte: Der KI-Boom an den Aktienbörsen nahm 2024 so richtig Fahrt auf und scheint weit von einem Verebben entfernt zu sein. Und das obschon Bewertung und tatsächlicher Gewinn der entsprechenden Unternehmen immer weiter auseinanderklaffen. So kletterten allein im vergangenen Jahr die Aktienkurse der *Magischen 7* um durchschnittlich 67 Prozent, während die entsprechenden Gewinne um 30 Prozent zulegten. Dass der Rallye aber trotzdem (noch) nicht der Schnauf ausgeht, hat viel mit der Hoffnung zu tun, dass die KI-Welle endlich auf weitere Wirtschaftsbereiche jenseits

der Big Tech überschwappen möge. Wird dieses Fussfassen 2025 gelingen? Man wird sehen.

Erfasst die KI-Welle auch den breiten Markt?

Kursperformance, indiziert (100 = 01.01.2024)

Quellen: Bloomberg, Migros Bank



Taiwan: Wiederholt sich die Geschichte?

Beispiele für einen anstehenden Realitäts-Check gibt es aber auch abseits der Finanzmärkte. In der Geopolitik etwa. So scheint die Welt bewusst wegzuschauen, wenn es um Chinas Taiwan-Absichten geht. Dass Peking seit je nicht den geringsten Hehl daraus macht, seine Interessen hinsichtlich der Insel mit allen Mitteln durchsetzen zu wollen, dass die chinesischen Provokationen im südchinesischen Meer immer häufiger und unverfrorener stattfinden, dass grossangelegte Militärmanöver der chinesischen Streitkräfte offen den Charakter von Blockade- und Invasionsübungen aufweisen – die Internationale Gemeinschaft reagiert mit bemerkenswerter Gleichgültigkeit, die an ein eigentliches Appeasement erinnert.

Dies ist insbesondere aus europäischer Sicht verwunderlich. Denn trotz vorausgehender eindeutiger Rhetorik seitens Moskaus, trotz der gewaltsamen Annektierung der Krim, ja selbst trotz massiven russischen Truppenaufmarsches an der ukrainischen Grenze reagierten die Europäer erstaunt, als Russland vor drei Jahren schliesslich in die Ukraine einfiel. Vor diesem Hintergrund muss die Frage gestattet sein, ob sich die Geschichte im Falle Taiwans wiederholt. Die Frage ist aber derart unbequem, dass man ihr lieber aus dem Weg geht. Denn ruft man sich in Erinnerung, welche kurzfristigen Verwerfungen allein schon der Überfall auf die globalwirtschaftlich unbedeutende Ukraine verursachten, mag man sich die Auswirkungen gar nicht vorstellen, wenn die zweitgrösste Volkswirtschaft den mit Abstand wichtigsten Chiphersteller angreifen sollte. Auch

hier: Wir wollen eine militärische Eskalation der Taiwan-Frage keinesfalls verschreien. Die Kopf-in-den-Sand-Taktik scheint uns angesichts des möglichen Impacts einer Situationsverschärfung wenig angemessen.

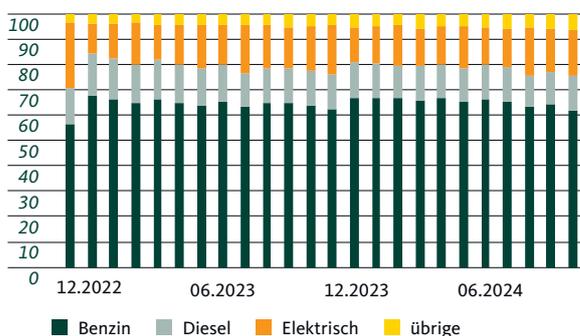
Energiewende: Europas (Alb-)Traum

Es kann nicht sein, was nicht sein darf. Dies scheint oft auch das Kredo bei der Energiewende zu sein. An hoch gesteckten Ambitionen mangelte es insbesondere der europäischen Politik nicht. Doch der Realitäts-Check ist auch in diesem Themenfeld unausweichlich, wenn er nicht bereits eingesetzt hat. Schleppende E-Auto-Verkäufe, die ohne staatliche Subventionen kaum vom Fleck kommen. Eine Automobil-Industrie, die einen Grossteil ihrer Produktionsinfrastruktur voreilig auf die Elektromobilität umstellte. Ein Elektrizitätsnetz, das in weiten Teilen zunehmend mit der dezentralen und schwankenden Stromerzeugung durch Sonne- und Windenergie überlastet ist. Immer rigidere Nachhaltigkeitsvorschriften, die für die Unternehmen zum bürokratischen Albtraum werden. Und als Konsequenz aus all dem eine europäische Industrie, die unter nicht konkurrenzfähigen Energiepreisen ächzt und in einem Regulierungsdickicht zu ersticken droht. Dieser Divergenz zwischen Anspruch und Wirklichkeit sollte man sich gerade auch aus Anleger-sicht bewusst sein.

Grüne Mobilität?

Autoverkäufe in Europa nach Antriebsart, in %

Quellen: Bloomberg, Migros Bank



Chinas Wirtschaftssystem in der Sackgasse

Die Distanz zwischen Wunsch und Realität ist auch in China beträchtlich. Dort ist die seit für Jahren gärende und spätestens seit dem Evergrande-Fiasko akut gewordene Immobilienkrise weiterhin ungelöst und lähmt damit das Wirt-

schaftswachstum. Zwar klammern sich Peking und viele Investoren an die Hoffnung, die angekündigten Zinssenkungen der Chinesischen Zentralbank könne der Konjunkturschwäche entgegenwirken. Doch angesichts der Dauer, für welche die Immobilienkrise die zweitgrösste Volkswirtschaft umklammert, wirken die Stützungs-massnahmen verzweifelt. Denn sie sind wenig wirkungsvoll gegen das Grundproblem eines auf extrem hoher Sparquote (und entsprechend schwachem Binnenkonsum) und gleichzeitig enormen Exportüberschuss beruhenden Wirtschaftssystems. Und sie sind mit Bestimmtheit machtlos gegen ein verschärftes US-Strafzollregime. Insofern besteht der Realitäts-Check für China in nichts weniger als der Frage, ob Peking die Sackgasse anerkennt und ob das Anstreben eines höheren Privatkonsums mehr als nur ein Lippenbekenntnis ist. Da eine Stärkung der Konsumentinnen und Konsumenten über kurz oder lange auch mit deren politischer Bedeutungszunahme einhergeht, ist die Antwort durchaus offen.

Realitäts-Checks, wohin man auch schaut. Einige der Unsicherheiten dürften sich im Laufe des neuen Jahres auflösen. Andere wiederum werden über 2025 hinaus andauern. Das gilt insbesondere für die Schweiz. Zwar ist in unserem Land aufgrund des direktdemokratischen Systems ein eigentliches Vogel-Strauss-Verhalten gar nicht möglich. Mehrmals im Jahr bezieht der Souverän auf allen Staatsebenen zu mal gewichtigeren, mal zu weniger gewichtigeren Fragen Stellung an der Urne. Der buchstäbliche Elefant im Raum verhält sich aber 2025 eher unauffällig: Die Beziehungen der Schweiz zur EU werden voraussichtlich erst 2026 im Parlament hitzig diskutiert und die drei Volksinitiativen (ein Zustandekommen vorausgesetzt), welche das nun mühselig ausgehandelte Abkommen endgültig zur Makulatur verkommen lassen könnten, gelangen ebenfalls frühestens im kommenden Jahr zur Abstimmung. Vor einem eigentlichen Realitäts-Check ist also auch die Schweiz nicht gefeit. Sie hat nur eine etwas längere Schonfrist.



Santosh Brivio

Senior Economist

Von der Realität eingeholt

Die Lockerungsabsichten der Zentralbanken fallen deutlich weniger ambitioniert aus als noch vor wenigen Monaten. Über der Zielmarke klebende Inflationsraten lassen die Notenbanker vorsichtiger werden.

In den USA wartete die Fed zwar im Dezember mit der dritten Zinssenkung in Folge auf. Gleichzeitig stimmte Fed-Chef Jerome Powell die Märkte aber auf eine langsamere Gangart und eine womöglich längere Senkungspause ein.

Die Fed ist ein gebranntes Kind

Die Finanzmärkte wurden damit von der Realität eingeholt und zur Raison gerufen: Nur weil sie beachtliche Zinssenkungen einpreisen, heisst das noch lange nicht, dass sie damit die Fed vor sich hertreiben können. Viel mehr erinnert sich die Spitze der US-Notenbank immer noch schmerzlich an 2021 und ihre zu späte Zinsreaktion auf den zu lange sträflich unterschätzten Inflationsanstieg.

Das erneute Begehen dieses Fehlers wollen die US-Notenbanker tunlichst vermeiden. Die inflationstreibende Wirkung der Trump-Politik sowie die sehr robust laufende US-Konjunktur lassen sie daher vorsichtig werden. Wir gehen deshalb davon aus, dass sie zunächst einmal die Auswirkungen der ersten paar Monate der neuen US-Regierung abwarten und frühestens im Sommer eine weitere Zinssenkung vornehmen werden. Da die US-Konjunktur dieses erhöhte Leitzinsniveau unbeschadet absorbiert und der Inflationsdruck erhöht bleibt, erwarten wir danach ein Stillhalten bis weit ins 2026 hinein.

EZB: Zum Handeln verdammt

Demgegenüber wird die EZB den Zinssenkungskurs fortsetzen und an den Sitzungen von Januar und März die Leitzinsen um jeweils 25 Basispunkte senken. Zwar ist auch in der Währungsunion die erhöhte Inflation weiterhin widerspenstig und die Risiken sind vor dem Hintergrund zunehmender Handelsstreitigkeiten nach oben gerichtet.

Aufgrund der mauen Konjunktur und der Verschuldungslage gewichtiger Mitgliedsstaaten, kann Frankfurt aber vorerst kaum von weiterer Lockerung absehen. Dennoch wird auch die EZB nicht umhinkommen, die Inflationsrisiken zu adressieren. Wir erwarten daher eine Tempodrosselung im Jahresverlauf und gehen bis Ende 2025 von insgesamt drei Lockerungsschritten um jeweils 25 Basispunkte aus.

SNB ist wieder eine Wundertüte

Nach der ungewohnten Kursabsteckung an der September-Sitzung, ist die SNB in jenen Modus zurückgekehrt, den sie am besten beherrscht: Sie ist wieder zur Wundertüte geworden: Es ist völlig offen, wie sie an ihrer nächsten Sitzung vom März entscheiden wird. Fakt ist, dass der SNB der starke Franken und die tiefe Inflationsrate ein Dorn im Auge sind und eine Zinssenkung daher sehr wahrscheinlich ist. Wir erwarten in unserem Basisszenario, dass die Lockerung 0,25 Prozentpunkte betragen wird, schliessen aber eine Senkung um 50 Basispunkte nicht aus. Sollten die Währungshüter zum zweiten Mal in Folge einen Jumbo-Schritt vollziehen, läge der Leitzins bereits im Frühjahr bei null Prozent. Ein Vorpreschen in negative Gefilde halten wir weiterhin für nicht zielführend. Die Auswirkungen für EUR/CHF und die Inflationsdynamik wären bestenfalls minimal, während die Kollateralschäden – Verzinsung der Sparguthaben, Druck auf die Vorsorgesysteme oder Preisbefeuern am Immobilienmarkt – gravierend ausfallen.



Santosh Brivio

Senior Economist

Bellende und schweigende Hunde

Der EZB sei Dank: Trotz politischen Turbulenzen und haushaltplanerischen Baustellen in Europa sendet der Kapitalmarkt kaum Warnsignale aus. Im Gegensatz dazu hat der amerikanische Kapitalmarkt begonnen, Alarm zu schlagen.

Sherlock Holmes verdanken wir die Frage, warum denn ein Wachhund nicht gebellt habe, obwohl er es eigentlich hätte tun sollen. Eine ähnliche Frage stellt sich bei Betrachtung des europäischen Kapitalmarkts: Zwar liegen in Deutschland, Frankreich oder Österreich gravierende Budgetstreits vor. Zwar sind strukturelle Defizite bei den Eurostaaten alles andere als eine Seltenheit. Und zwar ist ein Regierungs-Chaos von Den Haag bis Paris und von Berlin bis nach Wien anzutreffen. Aber dennoch sind am europäischen Kapitalmarkt kaum gestiegene Risikoaufschläge auszumachen.

«Oh mon dieu!»

Besonders augenfällig ist dies momentan bei den Papieren Frankreichs. Die Staatsverschuldung der zweitgrössten Eurozone-Volkswirtschaft ist mittlerweile auf rund 112 Prozent des BIPs geklettert. Ein Budgetüberschuss wurde in den letzten 45 Jahren kein einziges (!) Quartal erzielt. Für 2024 beträgt das Haushaltsdefizit 5,5 Prozent und dürfte im laufenden Jahr sogar auf 7 Prozent anwachsen. Reformen sind im Land der Demonstrationen ebenso schwierig wie das Regieren des aktuellen Kabinetts, das über keine Parlamentsmehrheit verfügt.

Und trotz all dieses Ungemachs dümpelt die Rendite der zehnjährigen französischen Staatsanleihe mit rund 3,3 Prozent nur gerade 70 Basispunkte über dem durchschnittlichen Niveau der letzten zwei Jahre. Der Spread – also der Risikoaufschlag – zur deutschen Bundrendite hat sich in diesem Zeitraum um gerade mal 42 Basispunkte ausgeweitet.

Die EZB wird's schon richten

Der Grund für diese sehr überschaubare Reaktion ist bei der Europäischen Zentralbank (EZB) zu suchen. Denn das Transmission Protection Instrument (TPI) erlaubt es der EZB, im Bedarfsfall unbeschränkt französische Anleihen zu kaufen, um die Zinsen in Schach zu halten. Das Kriterium hierfür? Ein nichtssagendes «ungerechtfertigt» bei der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen.

Die Anlegerinnen und Anleger wissen, dass der EZB im Zweifelsfall das Zusammenhalten der Eurozone wichtiger ist als die ordnungspolitisch korrekte Auslegung ihres Mandats. Damit bringt Frankfurt aber gleichzeitig den Zins als wichtigste Alarmglocke bei finanzieller Schieflage zum Verstummen. Der Hund bellt nicht mehr.

USA: Warnung vor dem bissigen Hund

Umso lauter schlägt der Wachhund in den USA an. Die Zinsen der zehnjährigen Staatsanleihen (Treasuries) stiegen in weniger als vier Monaten um einen ganzen Prozentpunkt an. Mit rund 4,6 Prozent liegen die Renditen der Treasuries damit so hoch wie zuletzt im Mai vor einem Jahr. Das ist insofern bemerkenswert, als im letzten Frühjahr der US-Leitzins auf einem historisch hohen Niveau von 5,25–5,50 Prozent lag. Seither hat die Fed die Geldpolitik bereits dreimal gelockert und den Leitzins auf eine Spanne von 4,25–4,50 Prozent gesenkt.

Damit dürften auch die allerletzten Zweifel an «Higher for Longer» ausgeräumt sein. Wer den Anlageüberblick regelmässig liest, weiss, dass wir un-

ter dieser Formulierung stets unsere Einschätzung zusammenfassten, wonach wir die marktimplizite Zinsrückgangserwartung als überzogen hielten. Unserer Meinung nach sorgten eine zu pessimistische Konjunkturerwartung, ein zu optimistischer Inflationsausblick und nicht zuletzt das Lechzen nach wieder günstiger Liquidität sozusagen für einen Blick durch die rosarote Zinsbrille. Der Wunsch war einmal mehr Vater des Gedankens.

Doch trotz dieser «Higher for Longer»-Erwartung, überrascht das aktuelle Renditeniveau selbst uns. Wir betrachten den markanten Zinsanstieg aber nicht per se als schlecht. Zwar verfolgen wir gerade auch mit Blick auf die Aktienbörsen die Entwicklung am Kapitalmarkt mit erhöhter Wachsamkeit. Gleichzeitig erachten wir die emporgeschwellten Anleiherenditen als Zeichen dafür, dass in den USA der Wachhund immer noch vorbildlich seinen Dienst erfüllt und bei drohendem Unbill Laut gibt.

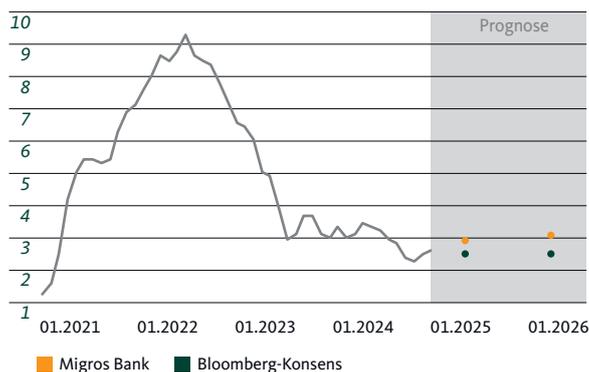
Keine unberechtigten Alarmsignale

Für dieses Bellen gibt es Gründe: Erstens wird das Steuer- und Ausgabeprogramm von Trump die amerikanische Staatsverschuldung von sowieso schon 100 Prozent des BIPs weiter anwachsen lassen. Mit einer geschätzten Neuverschuldung von 7.5 Billionen Dollar läge die US-Staatverschuldung am Ende von Trumps Amtszeit bei 121 Prozent des BIPs. Immer mehr Investoren treibt daher die Frage um, ob sich auch die dominierende Volkswirtschaft tatsächlich ungestraft in diesem Ausmass verschulden kann.

Zweitens werden die angekündigten Zölle zu einer erneuten Anheizung der Inflation führen. Auch wenn wir nicht von einem erneuten Teuerungsschock wie 2022 ausgehen: Der bereits schon hartnäckig erhöhte Preisauftriebsdruck nimmt mit Trumps Handelspolitik weiter zu, und das Fed-Inflationsziel von 2 Prozent bleibt in weiter Ferne. Das heisst aber auch, dass sich der Spielraum für weitere Zinssenkungen immer mehr einengt. Die Fed selbst hat ihre Lockerungspläne deutlich zurückgeschraubt, und an den Märkten ist für 2025 inzwischen nur ein weiterer Senkungsschritt vollständig eingepreist.

Das Inflationsgespenst ist noch nicht verscheucht

US-Teuerungsrate, in % ggü. Vorjahr Quellen: Bloomberg, Migros Bank



Werden die US-Schulden tatsächlich zum Problem, und kommt die Inflation mit einer unangenehmen Heftigkeit zurück? Der Realitäts-Check steht auch hier an. Zumindest der Kapitalmarkt nimmt bereits vorweg, wie dieser ausfallen wird.

Die Schweiz braucht keinen Wachhund

Während der Kapitalmarkt-Wachhund in der Eurozone im künstlichen Koma liegt, erfüllt sein US-Pendant vorbildlich seine Pflicht. Stellt sich die Frage, wie es denn um den Wächter in der Schweiz bestellt ist. Um beim Bild zu bleiben: Die Schweiz verfügt weder über einen Wachhund noch benötigt sie überhaupt einen solchen. Die Staatsfinanzen sind äusserst solide, die Schuldenbremse verhindert ausufernde Budgetdefizite und die Inflation bewegt sich in der Regel stabil innerhalb des Inflationsziels der SNB. Es gibt vor diesem Hintergrund keinen Grund für ein Alarmsignal in Form emporschiessender Zinsen. Mehr noch: Solange insbesondere die Unsicherheiten in Europa andauern, bleiben die hiesigen Staatsanleihen als sicherer Zufluchtsort gesucht und die Renditen der zehnjährigen Eidgenossen unter Druck. Das wird sich vorerst nicht ändern. Selbst wenn der Schweizer Kapitalmarkt eine Wachhund-Funktion besässe – für ein Bellen gäbe es weiterhin keinen Anlass.



Santosh Brivio
Senior Economist

Risiken im Auge behalten

Trotz der zwei starken Börsenjahre am US-Aktienmarkt und des Optimismus hinsichtlich pro-amerikanischer Wirtschaftspolitik Trumps sollte man wachsam bleiben und die Risiken im Auge behalten.

Optimismus eingepreist

Der S&P 500 Index hat in zwei aufeinanderfolgenden Jahren jeweils um mehr als 20% zugelegt, das kommt historisch gesehen nicht allzu häufig vor. Angetrieben wurde diese Rally durch den Optimismus der Anlegerinnen und Anleger im Hinblick auf die zurückgehende Inflation und die sanfte Landung durch die FED, sowie durch die Euphorie über den technologischen Durchbruch im Bereich der künstlichen Intelligenz. Von Letzterem haben vor allem Big-Tech-Aktien profitiert, die im Index hoch gewichtet sind und ihn dadurch besonders stark angetrieben haben. Zudem haben Marktteilnehmende im letzten Quartal ihre optimistischen Annahmen über positive Auswirkungen der Wirtschaftspolitik Donald Trumps auf die US-Wirtschaft eingepreist.

Die Bewertungen am US-Aktienmarkt haben im Zug der Hausse ein hohes Niveau erreicht. Nicht nur grosse IT-Titel sind betroffen. Auch bei grossen US-Banken und Industrieunternehmen ist ein Bewertungs-Aufschlag gegenüber ihren Pendants in anderen Ländern zu verzeichnen. Dies macht den US-Aktienmarkt anfällig für potenzielle negative Überraschungen und beschränkt das weitere Renditepotenzial in gewissem Mass – insbesondere da sich potenzielle Risiken am Horizont abzeichnen.

Risiken werfen Schatten

Ein solches für den hochbewerteten und technologielastigen US-Markt bedeutsames Risiko ist das Zinsniveau. Trotz Leitzinssenkungen der Fed sind die langfristigen Zinsen in den USA in Erwartung einer Beschleunigung der Inflationsdynamik durch die trumpsche Wirtschaftspolitik deutlich gestiegen und notieren inzwischen mit 4,6% nur unmerklich unter dem Nachpandemiehoch von rund 5%. Sollten die langfristigen Zinsen aufgrund der inflationären Effekte der expansiven Fiskalpolitik und im Umfeld der angespannten Verschuldungssituation des US-Staatshaushalts im Jahresverlauf weiter deutlich ansteigen, wird das an den US-Aktienmärkten nicht spurlos vorbeigehen. Hohe Zinsen belasten die Unternehmen nicht nur über die erschwerten Finanzierungsbedingungen, sie wirken auch unmittelbar negativ auf die Unternehmensbewertungen der Analysten und damit tendenziell auf die Kursentwicklung.

US-Aktien werden zweifellos vom wirtschaftspolitischen Support profitieren – angesichts der Unwägbarkeiten im Umfeld der neuen US-Regierung tun Anlegerinnen und Anleger aber gut daran, ihre Positionen breit zu streuen und auch andere Regionen zu berücksichtigen.



Andrej Franz
Anlagespezialist

Behäbiger Schweizer Immobilienmarkt

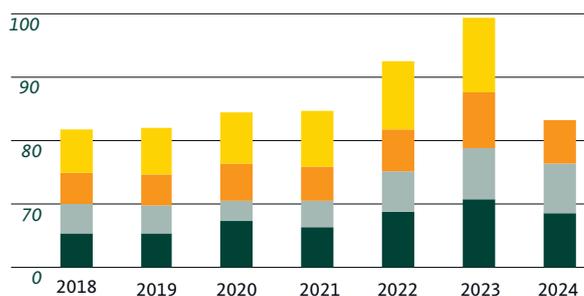
Verändertes Zinsniveau, politische Diskussion oder konjunkturelle Widerwärtigkeiten: Der Schweizer Immobilienmarkt lässt sich kaum davon beeindruckt. Er bleibt durch strukturelle Faktoren und langfristig stabile Trends geprägt.

Die Zuwanderungsdebatte prägt immer mehr die Schweizer Politik. Die Frage, wie viele Menschen unser Land verkraftet, gewinnt 2025 weiter an Brisanz.

Die Schweiz bleibt attraktiv

Bei den tatsächlichen Migrationszahlen hinterlässt die politische Diskussion aber auch 2025 (noch?) kaum Spuren. Die Schweiz bleibt insbesondere auch im angespannten europäischen Konjunkturmilieu ein attraktives Einwanderungsland. Der Zustrom an gut ausgebildeten Fachkräften wird somit auch in diesem Jahr nicht abreißen.

Die Zuwanderung in die Schweiz hält auf hohem Niveau an
Wanderungssaldo ständiger ausländischer Wohnbevölkerung
Quellen: SEM, Migros Bank



Damit ändert sich an einer der Haupttriebfeder für den Schweizer Immobilienmarkt wenig: Der nachfrageseitige Druck bleibt anhaltend hoch und belässt das Preisniveau insbesondere bei den Wohnliegenschaften gut nach unten abgestützt. Denn die starke Nachfrage trifft weiterhin auf ein Angebot, das massgeblich durch Knappheit geprägt ist. Zwar wird nicht zuletzt dank den wieder tieferen Zinsen die Bautätigkeit an Fahrt aufnehmen und die akute Flautephase der letzten Jahre hinter sich lassen. Ein eigentlicher Bauboom ist aber dennoch nicht zu erwarten. Hierfür sind

zwei Hauptgründe verantwortlich. Einerseits werden die verfügbaren Baulandreserven immer geringer, was das Neubaupotenzial limitiert. Andererseits haben viele institutionelle Anleger die reglementarisch vorgegebene maximale Immobilienquote bereits (nahezu) ausgereizt. Der erneut verschärfte Anlagenotstand kann sich somit nicht im gleichen Masse über den Immobilienmarkt entladen, wie dies beispielsweise während der letzten Negativzinsphase der Fall war.

Kein Preisrückgang

Der Nachfrageüberhang wird somit – wenn überhaupt – nur unwesentlich abnehmen. Das macht sich sowohl bei den Eigentums- als auch bei den Mietobjekten bemerkbar. Weder ist bei den Transaktionspreisen von einem Rückgang auszugehen noch dürften insbesondere die Angebotsmieten an begehrten Wohnlagen vor einer flächendeckenden Senkung stehen. Denn der im Jahresverlauf sinkende Referenzzinssatz wird vornehmlich auf die Bestandsmieten durchschlagen – und auch das nur mit Abstrichen.

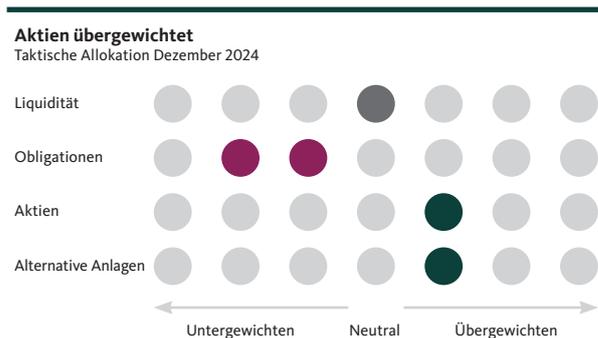
Am Wohnimmobilienmarkt verändert sich insofern kaum etwas. Das gilt auch beim Markt für kommerziell genutzte Immobilien. Bei den Büro- und Verkaufsflächen sorgen die strukturellen Umwälzungen wie Homeoffice oder E-Commerce für einen anhaltenden Preisdruck. Bei den Gewerbeflächen kommt der Gegenwind durch die angespannte Konjunkturlage dazu.



Santosh Brivio
Senior Economist

Optimismus ja, Euphorie nein

Die Konjunkturaussichten sind insbesondere in den USA weiter positiv. In anderen Wirtschaftsräumen präsentiert sich das Umfeld aber anhaltend herausfordernd und die Risiken bleiben bestehen. Eine gewisse Vorsicht ist ratsam.



Aktien

leicht übergewichtet

Das Konjunkturmilieu sowie die erwarteten Deregulierungsmassnahmen und Steuererleichterungen der Administration Trump lassen amerikanische Aktien vorerst weiterhin gut unterstützt erscheinen. Die enorm stolzen Bewertungen mahnen aber zur erhöhten Vorsicht. Insbesondere bei den durch die KI-Welle getriebenen Titeln muss das Gewinnwachstum beginnen, die Lücke zu den Kursanstiegen zu schliessen.

Europäische Aktien sind zwar deutlich günstiger bewertet. Das Konjunkturmilieu ist im Gegensatz aber wesentlich rauer als in den USA. Die Unsicherheit bezüglich neuer und schmerzhafter US-Strafzölle verschärft den durch den wirtschaftlichen Kriechgang verursachten Gegenwind zusätzlich. Vor diesem Hintergrund erachten wir das Umfeld als (noch) nicht gegeben, um von einem nennenswert positiven Überraschungspotenzial auszugehen. Aus diesen Überlegungen bewerten wir amerikanische gegenüber europäischen Aktien weiterhin als attraktiver.

Obligations

untergewichtet

Das erneute Schweizer Tiefzinsumfeld dauert vorerst an. Entsprechend schwierig gestaltet sich

die Suche nach Renditen im Investment-Grade-Segment. Im Ausland hat sich die Entwicklung der Kapitalmarktzinsen zum Teil von jener der Leitzinsen entkoppelt, womit Fremdwährungsanlagen weiterhin interessant sein können.

Alternative Anlagen

leicht übergewichtet

Eine Kehrtwende bei den steigenden Wohnimmobilienpreisen in der Schweiz zeichnet sich nicht ab. Das gesunkene Zinsniveau schlägt zudem mehr auf die Finanzierungsseite als auf die Mieten durch. Damit bleibt auch das Umfeld für Renditeliegenschaften grundsätzlich freundlich. Dies rechtfertigt die Beibehaltung der leichten Übergewichtung bei den Schweizer Immobilienanlagen. Gegenüber ausländischen Immobilien lassen wir hingegen weiterhin Vorsicht walten, auch wenn wir aufgrund des veränderten Zinsumfeldes die entsprechende Allokation ganz leicht über die neutrale Quote anheben.

Das Aufrechterhalten einer taktischen Goldquote erachten wir angesichts anhaltender Risiken weiterhin als angemessen, während wir aus den gleichen Gründen die leichte Untergewichtung bei den Rohstoffen beibehalten.



Santosh Brivio
Senior Economist

Das Jahr der Immobilienanlagen

Während der Schweizer Aktienmarkt (SPI) 2024 mit einer Performance von knapp 3 Prozent nur moderat zulegte, glänzten indirekte Immobilienanlagen wie Aktien und Fonds mit Wertsteigerungen von 18 bzw. 10 Prozent.

Die vier Zinssenkungen der SNB haben den Immobilienmarkt belebt. Immobilienaktien verzeichneten im Jahr 2024 einen Wertzuwachs von 10 Prozent. Immobilienfonds legten sogar um 18 Prozent zu. Diese Entwicklung ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen. Einerseits sanken die Hypothekarzinsen als direkte Folge der Leitzinssenkungen. Die 10-jährige Festhypothek der Migros Bank kostet mittlerweile 1,36 Prozent. Die 5-jährige Festhypothek beläuft sich auf 1,1 Prozent. Die günstigeren Finanzierungsbedingungen machen die Immobilienfinanzierungen erschwinglicher. Nicht nur für die Finanzierung, sondern auch für die Immobilienbewertung sind die niedrigen Zinsen positiv. Andererseits haben Immobilienanlagen gegenüber festverzinslichen Obligationen an Attraktivität gewonnen. Während eine zehnjährige Schweizer Staatsanleihe nur noch einen jährlichen Zinsertrag von 0,23 Prozent abwirft, lassen sich mit einem Immobilienfonds mit durchschnittlicher Ausschüttungsquote von derzeit 2,5 Prozent deutlich höhere Erträge erzielen.

Kapitalerhöhungen

Die hohe Attraktivität führt dazu, dass Immobilienfonds nach zweijähriger Flaute wieder Kapital aufnehmen. Für das gesamte Jahr 2024 belaufen sich die Kapitalerhöhungen der Schweizer Immobilienfonds auf rund 2 Milliarden Franken. Die Kapitalerhöhungen wurden dank rückläufigen Obligationenrenditen und gestiegenen Immobilienquoten der Pensionskassen aufgrund der soliden Aktienentwicklung gut vom Markt absorbiert. Da Fremdfinanzierungen von Banken tendenziell anspruchsvoller geworden sind, bietet der Kapitalmarkt eine willkommene Alternative. Nach stark gebremster Kapitalerhöhungsaktivi-

tät in den Jahren 2022 und 2023 ist diese Entwicklung umso bemerkenswerter.

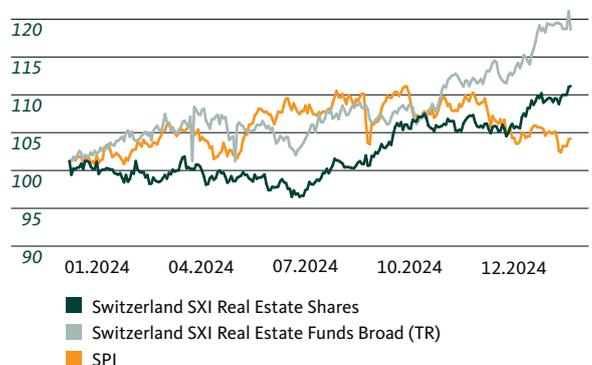
Hohe Agios der Immobilienfonds

Die hohe Wertentwicklung der Immobilienfonds hat auch dazu geführt, dass die Agios, die Aufschläge der Immobilienfonds auf den inneren Wert (Nettoinventarwert), stark angestiegen sind. Dieser Aufschlag hat sich inzwischen auf über 25 Prozent erhöht, was deutlich über dem historischen Durchschnitt liegt. Auch wenn die SNB die Zinsen nochmals senken dürfte und die Nachfrage nach Wohnraum hoch bleibt, dürften die hohen Agios vermutlich das Aufwärtspotenzial der Immobilienfonds begrenzen. Bei den Immobilienaktien sind die Agios hingegen noch deutlich kleiner. Sollte sich die Situation auf dem Schweizer Immobilienmarkt weiterhin positiv entwickeln, dürfte dies sich im Verlauf dieses Jahres jedoch noch ändern.

Das Jahr der Immobilienanlagen

Performance der kotierten Immobilienaktien und Immobilienfonds im Vergleich zum Schweizer Aktienmarkt, indiziert (100 = 02.01.2024)

Quellen: Bloomberg, Migros Bank



Andrea Bally

Anlagespezialistin

Warten auf Präsident Trump

BIP-Wachstum in % ggü. Vorquartal

	aktuell (3Q24)	4Q24	1Q25
Schweiz	0,4	0,4	0,4
Eurozone	0,4	0,2	0,2
USA (annualisiert)	2,8	2,5	2,2

BIP-Wachstum in % ggü. Vorjahr

	aktuell (2023)	2024	2025
Schweiz	1,2	1,2	1,6
Eurozone	0,4	0,8	1,1
USA	3,2	2,5	1,9

Konsumentenpreise in % ggü. Vorjahr

	aktuell (9.1.)	in 3M	in 12M
Schweiz	0,6	0,4	0,5
Eurozone	2,4	2,7	2,3
USA	2,7	2,9	3,1

Leitzinsen in %

	aktuell (9.1.)	in 3M	in 12M
Schweiz	0,50	0,25	0,00
Eurozone	3,00	2,75	2,25
USA	4,50	4,50	4,25

Renditen zehnjähriger Anleihen in %

	aktuell (9.1.)	in 3M	in 12M
Schweiz	0,5	0,3	0,3
Deutschland	2,6	2,6	2,4
USA	4,7	4,5	4,1

Währungen

	aktuell (9.1.)	in 3M	in 12M
EUR/CHF	0.94	0.93	0.93
EUR/USD	1.03	0.98	0.95
USD/CHF	0.91	0.95	0.98

Commodities

	aktuell (9.1.)	in 3M	in 12M
Rohöl (Brent) in USD pro Fass	76	78	80
Gold in USD pro Feinunze	2665	2675	2670

Quellen: Bloomberg, Migros Bank

Konjunktur

Zum Jahresbeginn präsentiert sich die globale Konjunkturlage in Wartestellung auf die zweite Amtszeit von Donald Trump. Während die amerikanische Wirtschaft durch die Politik des Republikaners vor einer Beschleunigung stehen sollte, dürfte der Gegenwind für die bereits angeschlagene Eurozone-Konjunktur weiter zunehmen. Somit wird auch für die Schweizer Wirtschaft die Lage ungemütlich bleiben.

Inflation

Die Inflationsrisiken sind insbesondere aufgrund der angekündigten US-Strafzölle nach oben gerichtet, die 2-Prozent Zielmarke rückt in die Ferne. Hierzulande verharren der Preisauftrieb innerhalb des SNB-Zielbandes von 0 bis 2 Prozent.

Zinsen

Die Leitzinsen werden in den USA und im Euroraum weniger stark sinken, wie die Märkte annehmen. Die Fed wird die Füsse für längere Zeit stillhalten, die EZB wird im Jahresverlauf zu einer Pause ansetzen. Die SNB wiederum senkt innerhalb des ersten Halbjahres den Leitzins auf 0 Prozent. Negative Zinsen erwarten wir vorerst nicht.

Die Renditen der Treasuries verharren ob der Unsicherheiten über die Trump-Politik vorerst oberhalb der 4%-Marke. Erhöht bleiben die Kapitalmarktzinsen auch in Europa, das Vertrauen auf die EZB verhindert aber ein drastisches Ansteigen. Die Schweizer Eidgenossen-Renditen bleiben unter Druck.

Währungen

Der Euro bleibt aus strukturellen Gründen unter Druck. Dagegen kommt auch die Geldpolitik nur sehr begrenzt an. Der Dollar bleibt aufgrund der Wirtschaftskraft und des Zinsvorteils der USA gut unterstützt.



Santosh Brivio

Senior Economist

Herausgeberin

Migros Bank AG
Investment Office
Postfach
8010 Zürich

Kontakt

Santosh Brivio, Senior Economist | santosh.brivio@migrosbank.ch
Valentino Guggia, Economist | valentino.guggia@migrosbank.ch

Redaktionsschluss: 7. Januar 2025

Disclaimer

Die in dieser Publikation der Migros Bank AG enthaltenen Informationen dienen zu Werbe- und Informationszwecken gemäss Art. 68 des Finanzdienstleistungsgesetzes. Sie sind nicht das Ergebnis einer (unabhängigen) Finanzanalyse. Die darin enthaltenen Informationen begründen weder eine Aufforderung, ein Angebot noch eine Empfehlung zum Kauf und Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Durchführung bestimmter Transaktionen oder zum Abschluss eines anderen Rechtsgeschäfts, sondern haben ausschliesslich beschreibenden, informativen Charakter. Die Informationen stellen weder ein Kotierungsinserat, ein Basisinformationsblatt noch einen Prospekt dar. Insbesondere stellen sie keine persönliche Empfehlung oder Anlageberatung dar. Sie berücksichtigen weder Anlageziele, das bestehende Portfolio noch die Risikobereitschaft oder Risikofähigkeit oder finanzielle Situation oder andere besondere Bedürfnisse der Empfängerin oder des Empfängers. Die Empfängerinnen und Empfänger sind ausdrücklich aufgerufen, ihre allfälligen Anlageentscheide aufgrund eigener Abklärungen inklusive Studium der rechtsverbindlichen Basisinformationsblätter und Prospekte oder auf der Informationsbasis einer Anlageberatung zu treffen. Die rechtsverbindlichen Produktdokumentationen sind, sofern diese vorgeschrieben und vom Emittenten bereitgestellt wurden, über migrosbank.ch/bib erhältlich. Die Migros Bank übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit bzw. die Vollständigkeit der vorliegenden Informationen und lehnt jegliche Haftung für allfällige Verluste oder Schäden irgendwelcher Art ab, welche durch den Gebrauch dieser Information entstehen könnten. Die vorliegenden Informationen stellen lediglich eine Momentaufnahme im aufgedruckten Zeitpunkt dar; es erfolgen keine automatischen, regelmässigen Anpassungen.