

Globale Anlagestrategie

Erstes Quartal 2025

Übersicht

Weltwirtschaft und Kapitalmärkte

- ❑ Das Wirtschaftswachstum in den USA ist robust, während es sich in Europa und China am unteren Ende der Erwartungen bewegt. Diese Konstellation wird 2025 weiter bestehen.
- ❑ Die US-Außenhandelspolitik ist derzeit die wesentliche Unbekannte. Es ist eine Vielzahl von Szenarien denkbar: Im Basisszenario sehen wir primär deutlich höhere Zölle auf Importen aus China, weshalb wir die Wirtschaftsprognosen 2025 ausserhalb Chinas nur wenig angepasst haben.
- ❑ Aufgrund der verhaltenen Konjunktur sinken die Zinsen in Europa rascher und stärker als in den USA, was gleichzeitig den US-Dollar stützt. Es sind nach wie vor Anleihen guter Bonität mit mittleren Laufzeiten empfehlenswert.
- ❑ Konjunkturell und bezüglich Gewinnwachstum bleibt die US-Börse am besten gestützt. Wir gehen zudem davon aus, dass die Wirtschaftspolitik in den USA so ausgestaltet wird, dass die US-Börse kurzfristig nicht ausgeprägt negativ beeinflusst wird. Für Europas Börsen ist der fundamentale Datenkranz durchgezogen, aber nicht negativ: Fokus auf Qualitäts-Wachstumswerte, Aktien mit hoher Dividendenrendite und Unternehmen mit hohem Umsatzanteil in den USA, idealerweise mit entsprechender Produktion vor Ort.

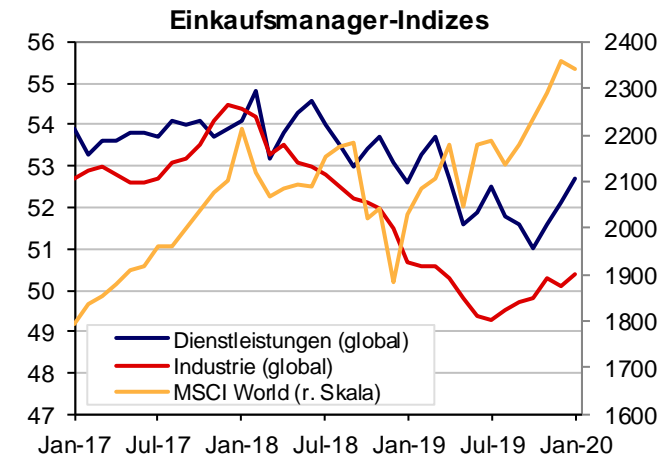
Inhalt

Teil 1: Performance-Übersicht	Seite 4
Teil 2: Weltwirtschaft – 2025 auf etablierten Pfaden	Seite 5
Teil 3: Geldpolitik – Divergierende Zinspfade	Seite 22
Teil 4: Anleihen – Recht günstiges Umfeld in Europa	Seite 24
Teil 5: Weltwährungen – US-Wirtschaft stützt den Dollar	Seite 32
Teil 6: Hedge Funds und Immobilien	Seite 35
Teil 7: Aktienmärkte – Wenig veränderte Konstellation	Seite 37
Teil 8: Rohstoffe – Etwa stabil, ausgenommen Gold	Seite 52
Teil 9: Anlagestrategie – Noch nicht am Ende des Zyklus	Seite 55

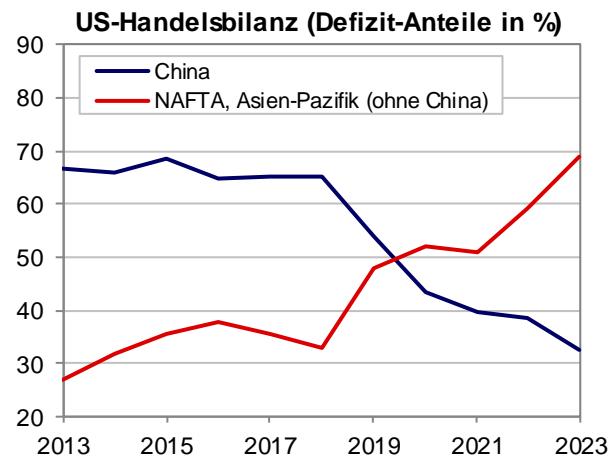
USA: Handelskonflikt mit China seit 2018

Die Vereinigten Staaten haben seit Anfang 2018 unter Trump und später auch unter der Administration Biden in mehreren Schritten die Importzölle auf chinesischen Produkten erhöht. Während sich das gesamte US-Handelsbilanzdefizit in Relation zur Wirtschaftsleistung in dieser Zeit wenig verändert hat, ist das Defizit mit China gesunken, jenes mit anderen Ländern (u.a. Vietnam, Mexico und Kanada) im Gefolge der erwarteten Umgehungsstrategien aber gestiegen.

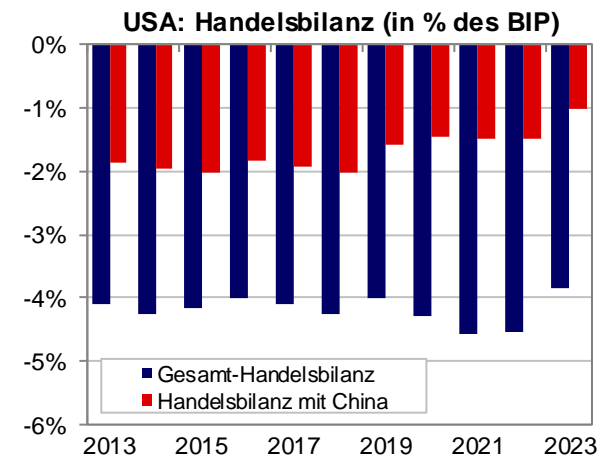
Der Rückgang des globalen Industrie-Einkaufsmanager-Indexes 2018 und 2019 dürfte zu einem guten Teil den mit den Zollerhöhungen verbundenen Unsicherheiten geschuldet gewesen sein. Demgegenüber hat der Handelskonflikt mit China die Börse (MSCI World) im Gefolge der Ankündigung höherer Zölle nur am Rand belastet, die schwächere Industriekonjunktur war dennoch ein Faktor hinter dem Rückschlag Ende 2018.



Quelle: S&P Global



Quelle: Bureau of Economic Analysis



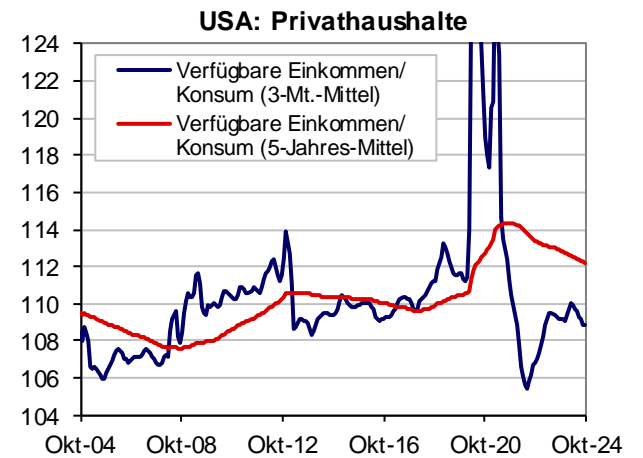
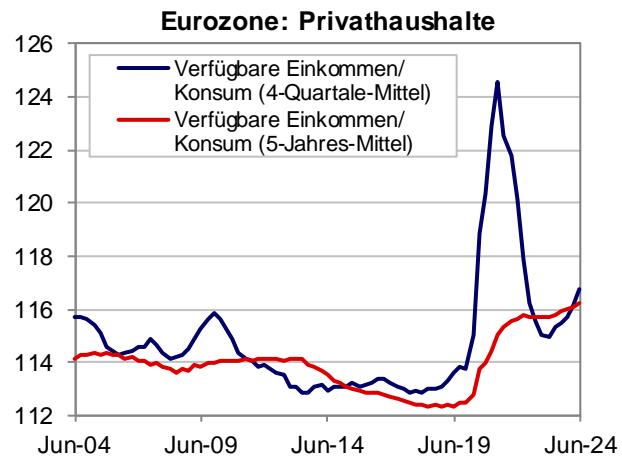
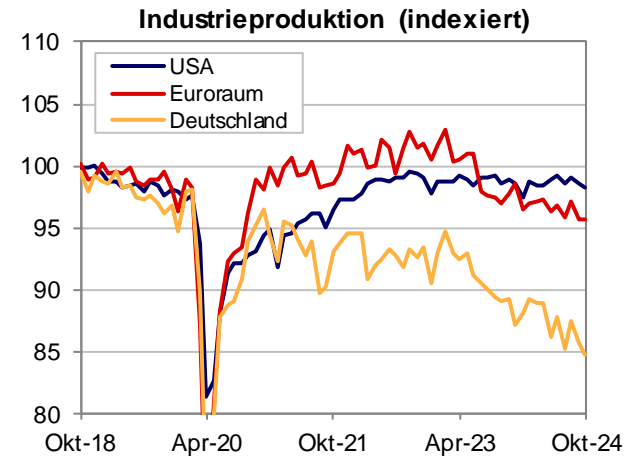
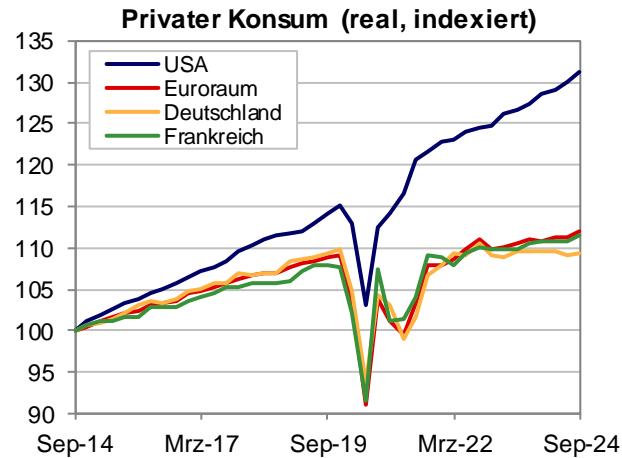
Quelle: U.S. Census Bureau, BEA

Westeuropa: Von Zurückhaltung geprägt

Anders als in den USA legt der private Konsum im Euroraum nur unwesentlich zu, und in Deutschland stagniert er sogar seit über zwei Jahren. Das Niveau der Konsumausgaben befindet sich auch deutlich unter dem Trend vor der Pandemie.

Die Einkommen legen im Euroraum zu, die Sparquote ist gleichzeitig ausserordentlich hoch, sogar mit steigender Tendenz (vgl. die Grafik mit den verfügbaren Einkommen in Relation zum Konsum).

Neben einem verhaltenen Konsum belastet v.a. Deutschlands Industriesektor die Konjunktur im Euroraum.

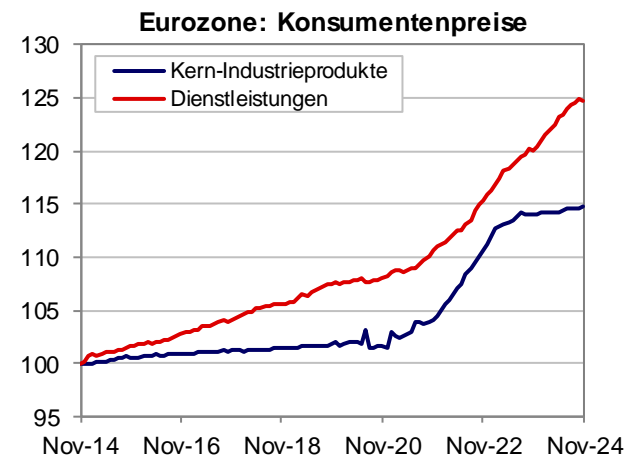
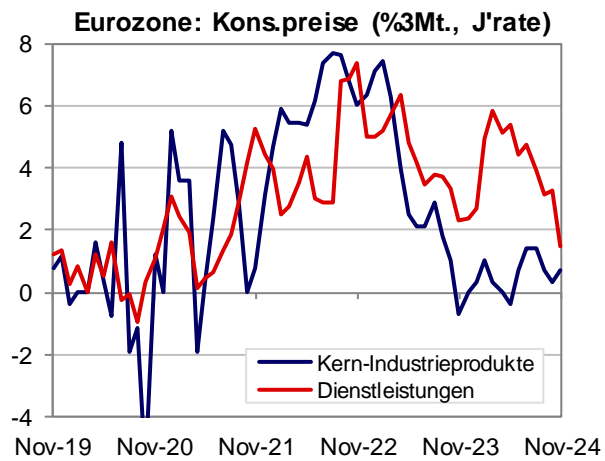
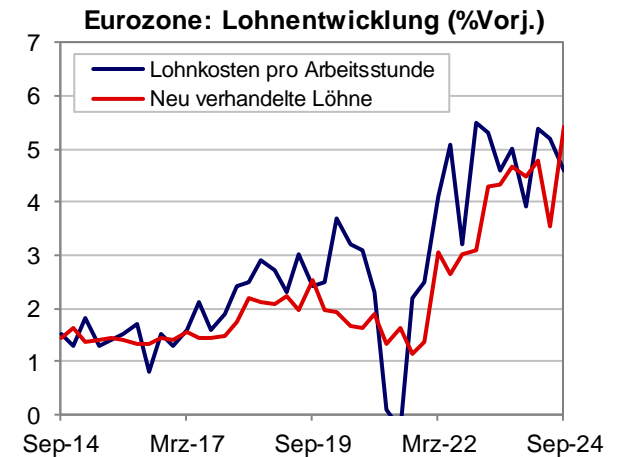
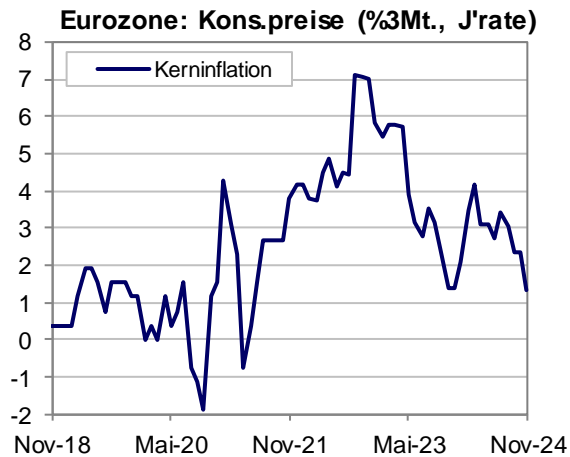


Sinkender Preisauftrieb bei den Dienstleistungen

Nach einem Inflationsschub, ausgelöst durch Industriegüter im Verlauf der Pandemie, hat sich die Güterpreis-inflation bereits 2023 wieder normalisiert. Mittelfristig sind, aufgrund des technischen Fortschritts und eines intensiven globalen Wettbewerbs, die Güterpreise vergleichsweise stabil.

Im Zeitablauf steigen demgegenüber die Preise der oft arbeitsintensiven und weniger von globalem Wettbewerb und Produktivitäts-Fortschritten geprägten Dienstleistungen (ein Beispiel ist der Gesundheitssektor). In den letzten Monaten waren hier und somit auch bei der Kerninflation gute Fortschritte erkennbar.

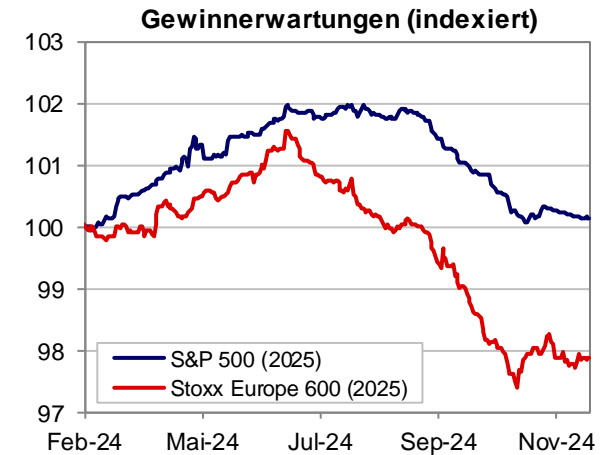
Die neu verhandelten Löhne sind demgegenüber erneut gestiegen. Bei verhaltener Konjunktur müsste dies den Inflationsabbau aber nicht zwingend belasten.



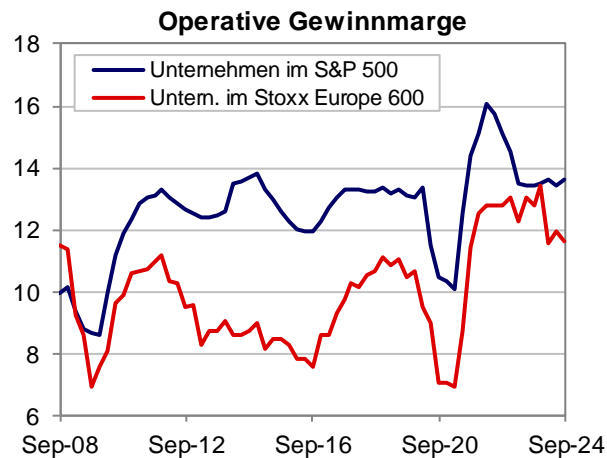
Unternehmensgewinne: Passables drittes Quartal

Im dritten Quartal 2024 waren Umsätze und Gewinne auf Indexebene in Europa im Vorjahresvergleich wenig verändert. In den USA haben sie um rund 5% zugelegt. Die Erwartungen wurden im Mittel etwa erfüllt, wobei ein gesenkter Ausblick ausgewählter Unternehmen für 2025 – in Europa waren es mehr als üblich – zu etwas reduzierten Analystenschätzungen geführt hat.

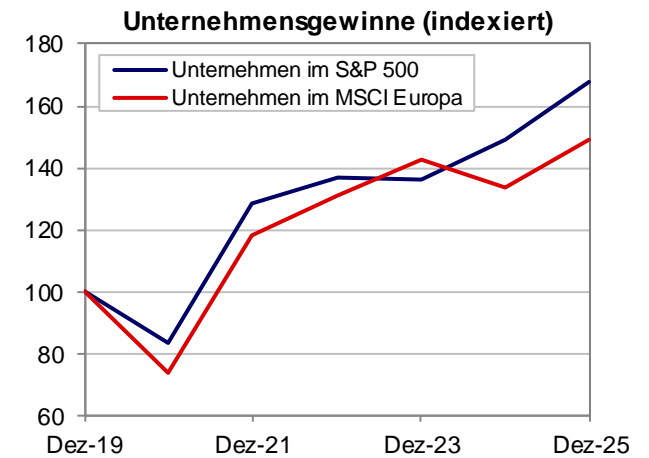
Gemäss Analystenschätzungen soll sich das Gewinnwachstum in den USA in den kommenden Quartalen stetig erhöhen, während der diesbezügliche Trend in Europa weniger eindeutig ist. Nach einem verhaltenen 2024 werden die Gewinne auch in Europa im Gesamtjahr 2025 aber wieder zulegen.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



Quelle: S&P Global, Stoxx

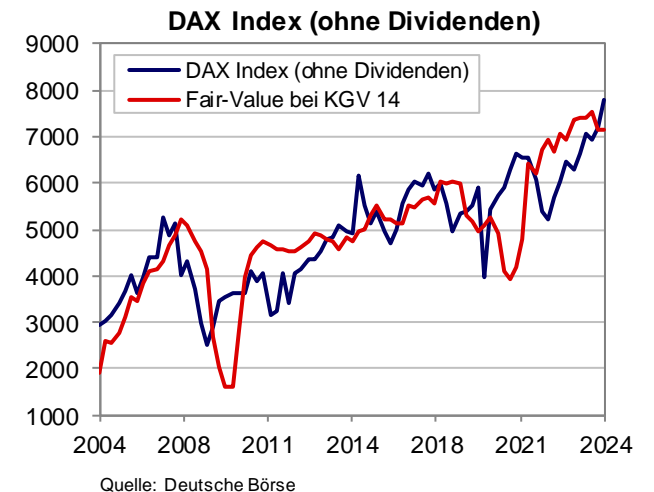
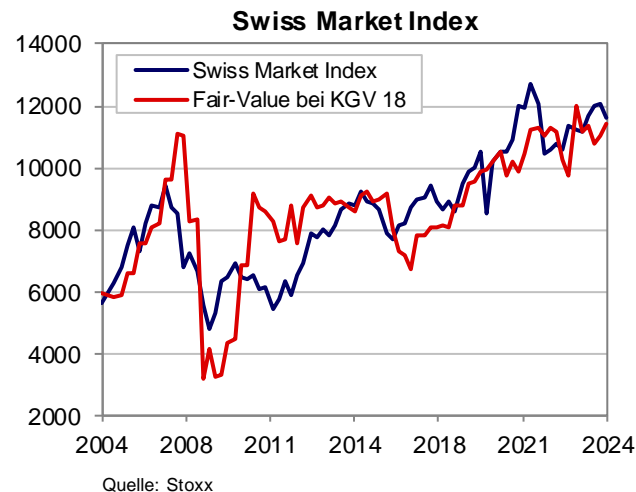
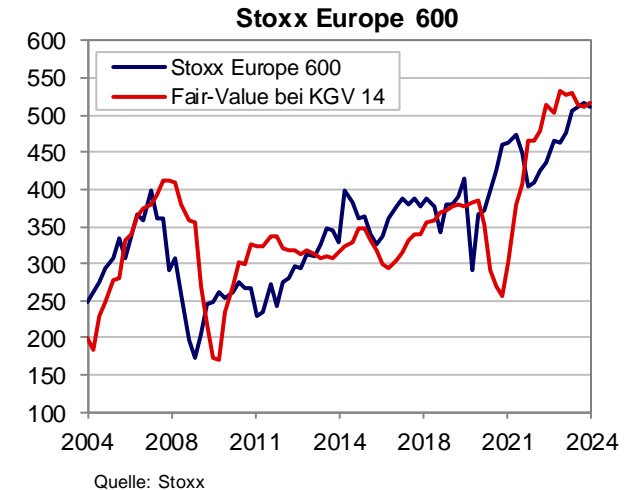


Quelle: Konsensschätzungen (Bloomberg)

Aktienmärkte und Bewertung: Europa

Die Grafiken zeigen die Entwicklungen des breiten Aktienindex Stoxx Europe 600, des deutschen DAX Index (mit 40 Unternehmen, Index ohne Dividenden, weshalb die Indexwerte nicht mit dem publizierten DAX Index übereinstimmen) und des Schweizer Marktes (Swiss Market Index, 20 Unternehmen).

Daneben zeigen die Grafiken einen fairen Wert («Fair-Value»), wenn die durchschnittliche Bewertung der letzten 20 Jahre (d.h. das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis) als Bewertungsmaßstab verwendet wird. Die Börsen Europas zeigen derzeit keine wesentlichen Bewertungsanomalien.

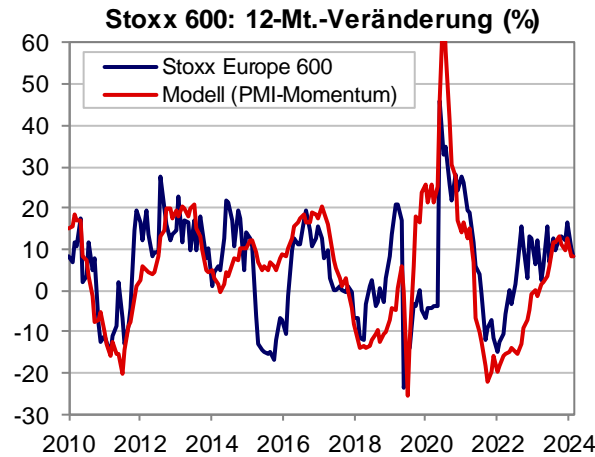


Wirtschafts- und Börsenmomentum

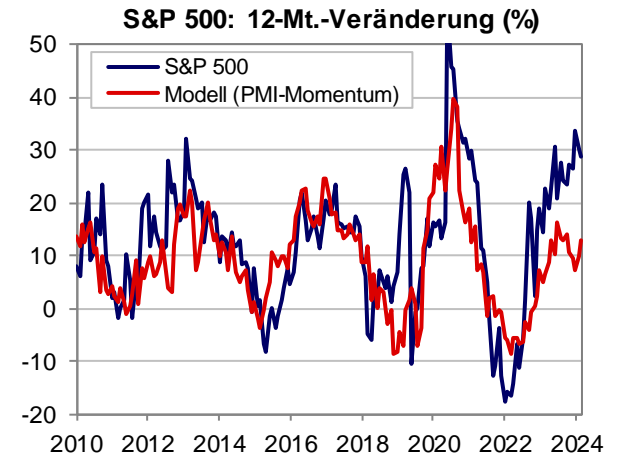
Die Börsen und die relative Performance von Zyklikern gegenüber defensiven Aktien folgen der konjunkturellen Dynamik, welche mittels Industrie-Einkaufsmanager-Indizes (PMIs) gut abgebildet werden kann.

Gemäss Modellanalyse legen die Börsen in Europa und den USA bei unverändertem bzw. steigendem PMI zu und sinken bei rückläufigem PMI (in Europa bereits bei einem Rückgang von etwa drei PMI-Punkten).

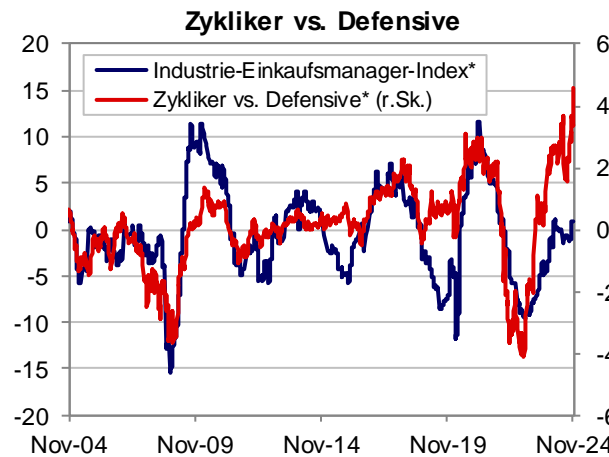
Der Verlust an konjunkturellem Momentum stellt derzeit eine gewisse Belastung für Europa dar, wobei berücksichtigt werden muss, dass viele grosse europäische Unternehmen nicht primär in Europa, sondern global tätig sind.



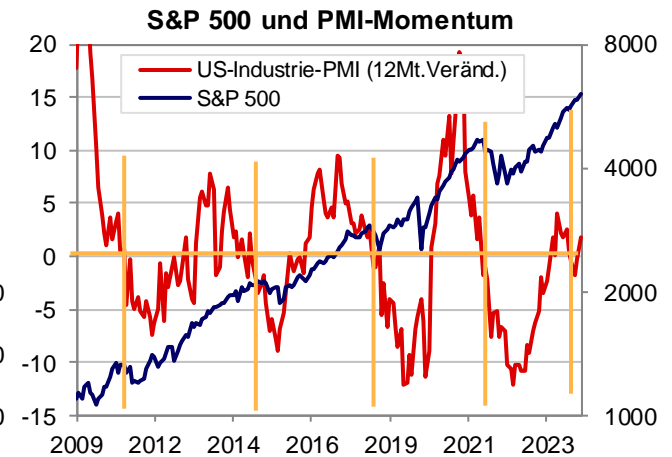
Quelle: S&P Global, Stoxx, eigene Berechnungen



Quelle: ISM, S&P Global, eigene Berechnungen



*Abweich. 24Mt.-Mittelwert. Quelle: Bloomberg, eig. Berechn.



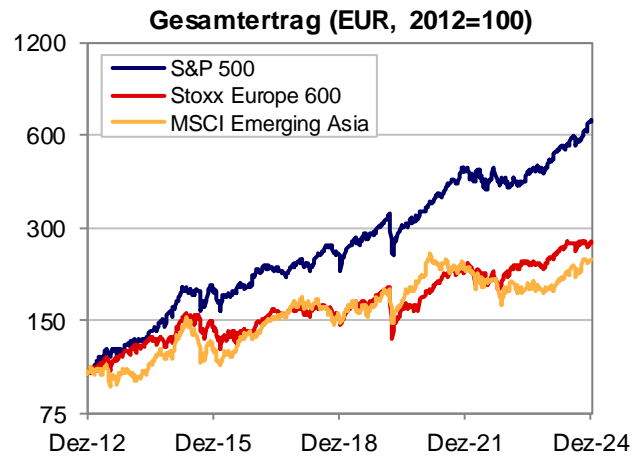
Quelle: ISM, S&P Global, eigene Berechnungen

Regionale Trends: Schlüsselfaktor Branchen-Mix

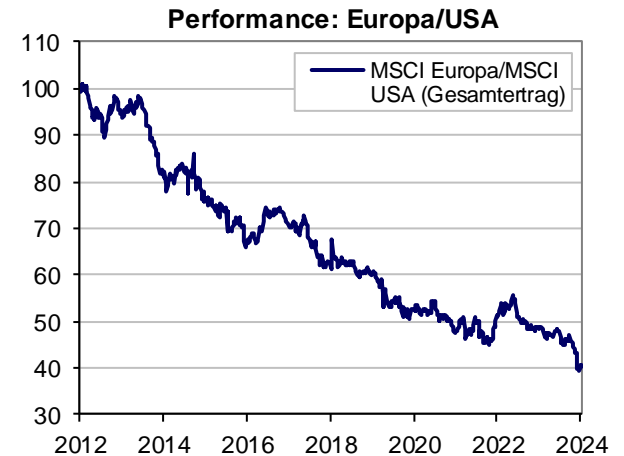
Die US-Börse (S&P 500) übertrifft langfristig Europa und die asiatischen Schwellenländer bezüglich Gewinne der Unternehmen und Performance. Der US-Markt ist defensiver als Europa (u.a. tieferer Anteil von Finanzwerten). Wenn Technologie-Aktien und technologienahe Branchen relativ gut abschneiden, ist die USA enorm im Vorteil (Gewichtung von rund 40%, gegenüber weniger als 10% in Europa).

Zu den Bedingungen einer Outperformance Europas – hier sind Value-Aktien stark vertreten – gehören eine gute Weltkonjunktur, hohe Anleiherenditen (positiv für Finanzwerte) und gute Rohstoffmärkte.

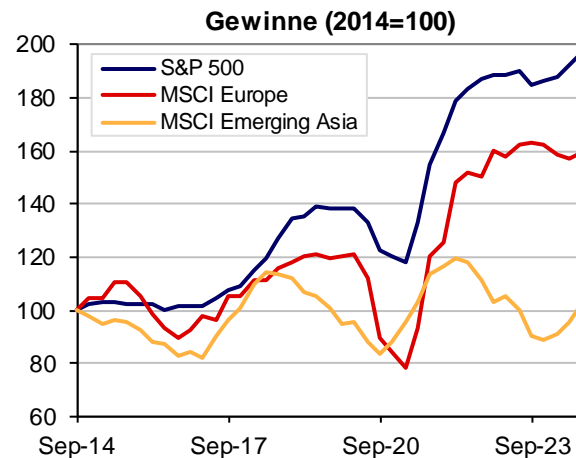
Auf Basis freier Cashflows ist Europa seit 2022 günstiger bewertet als die USA. Eine günstige Bewertung alleine dürfte aber für eine Outperformance nicht reichen.



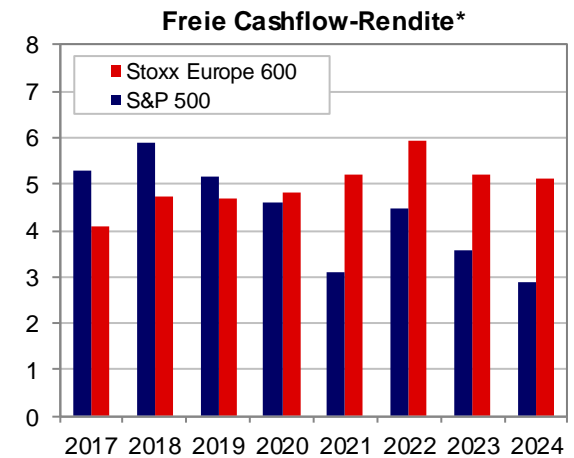
Quelle: S&P Global, STOXX, MSCI



Quelle: MSCI



Quelle: S&P Global, MSCI



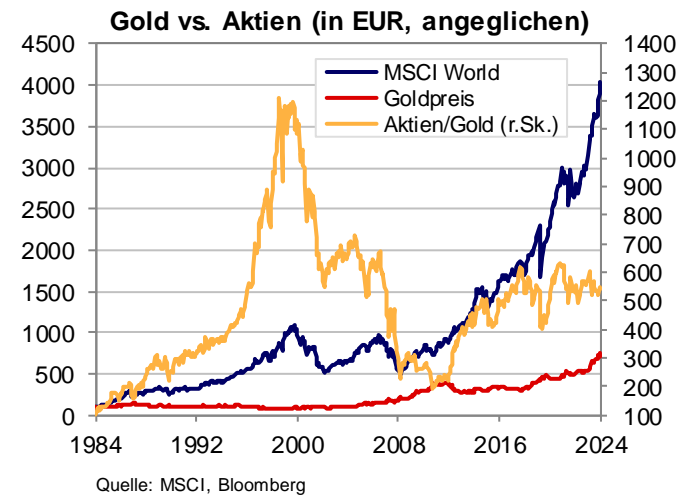
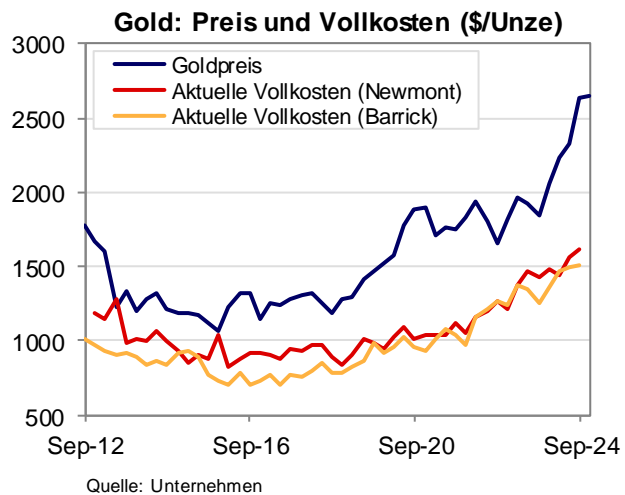
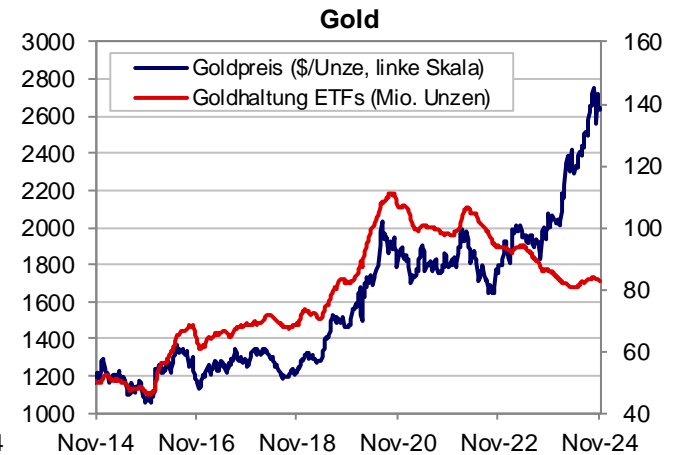
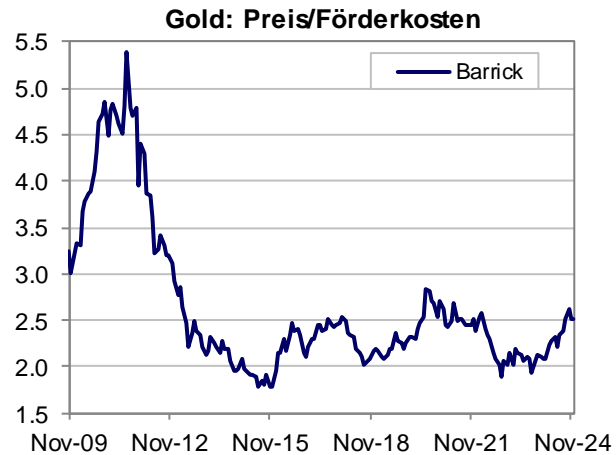
*Wichtigste Branchen. Quelle: Eigene Berechnungen

Gold

Gold profitiert derzeit strukturell von Käufen von Notenbanken, während Finanzinvestoren 2024 keine treibende Kraft waren (s. ETF-Goldhaltung).

Der Goldpreis befindet sich im Verhältnis zu den Cash-Produktionskosten und den Vollkosten am oberen Ende etablierter Bewertungsbandbreiten, die Bewertung ist allerdings nicht übermässig hoch. Steigende Produktionskosten in den letzten Jahren rechtfertigen einen gewissen Preisanstieg beim Gold.

Über längere Zeiträume hinweg schneiden Aktien, u.a. aufgrund von Dividendenzahlungen, wesentlich besser ab als Gold (um einen Faktor fünf in den letzten 40 Jahren). Gold offeriert in gewissen Mehrjahresphasen eine Ertragsdiversifikation, was strukturell für eine geringe Goldquote spricht.



Die R & A Group Research & Asset Management AG ist ein unabhängiges, auf Finanzmarkt-Analysen und Vermögensverwaltung spezialisiertes Unternehmen. Die R & A Group zeichnet sich aus durch ein umfangreiches Investment Research mit einem Schwerpunkt in den Bereichen Anlagestrategie und Aktienselektion.

Das 2001 gegründete Unternehmen ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich und verfügt über eine Bewilligung der Finanzmarktaufsicht (FINMA) als Vermögensverwalter gemäss Finanzdienstleistungsgesetz (FINIG 2018; SR 954.1).

***Investment-
Research at Work™***

Disclaimer: Wir übernehmen keine Gewährleistung für die Richtigkeit der Informationen in diesem Dokument, obgleich die Informationen auf Quellen beruhen, die wir für verlässlich halten. Wir sind unabhängig und haben keine Geschäftsverbindungen mit Unternehmen, die in diesem Dokument erwähnt sind. Ansichten, Schätzungen und Prognosen in diesem Dokument reflektieren unsere Beurteilung zum Zeitpunkt des Schreibens. Wir haben keine Verpflichtung, dieses Dokument zu aktualisieren, zu ändern oder zu ergänzen oder den Leser zu benachrichtigen, wenn sich Ansichten, Schätzungen oder Prognosen ändern oder nicht mehr akkurat sind. Dieses Dokument ist ausschliesslich zu Informationszwecken bestimmt und stellt keine Offerte zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Wertschriften oder jede andere Anlageentscheidung dar. Dieses Dokument darf Personen in den USA, Grossbritannien und anderen Ländern, die dies allenfalls untersagen, nicht abgegeben werden.

Die Datenquellen sind jeweils vermerkt (ausgenommen sind Kursgraphiken; hier stammen die Daten von Börsen oder Indexanbietern).

© R & A Group Research & Asset Management AG · Bodmerstrasse 3 · CH-8002 Zürich · Telefon +41-44-201 07 20 · e-Mail info@ragroup.ch · www.ragroup.ch