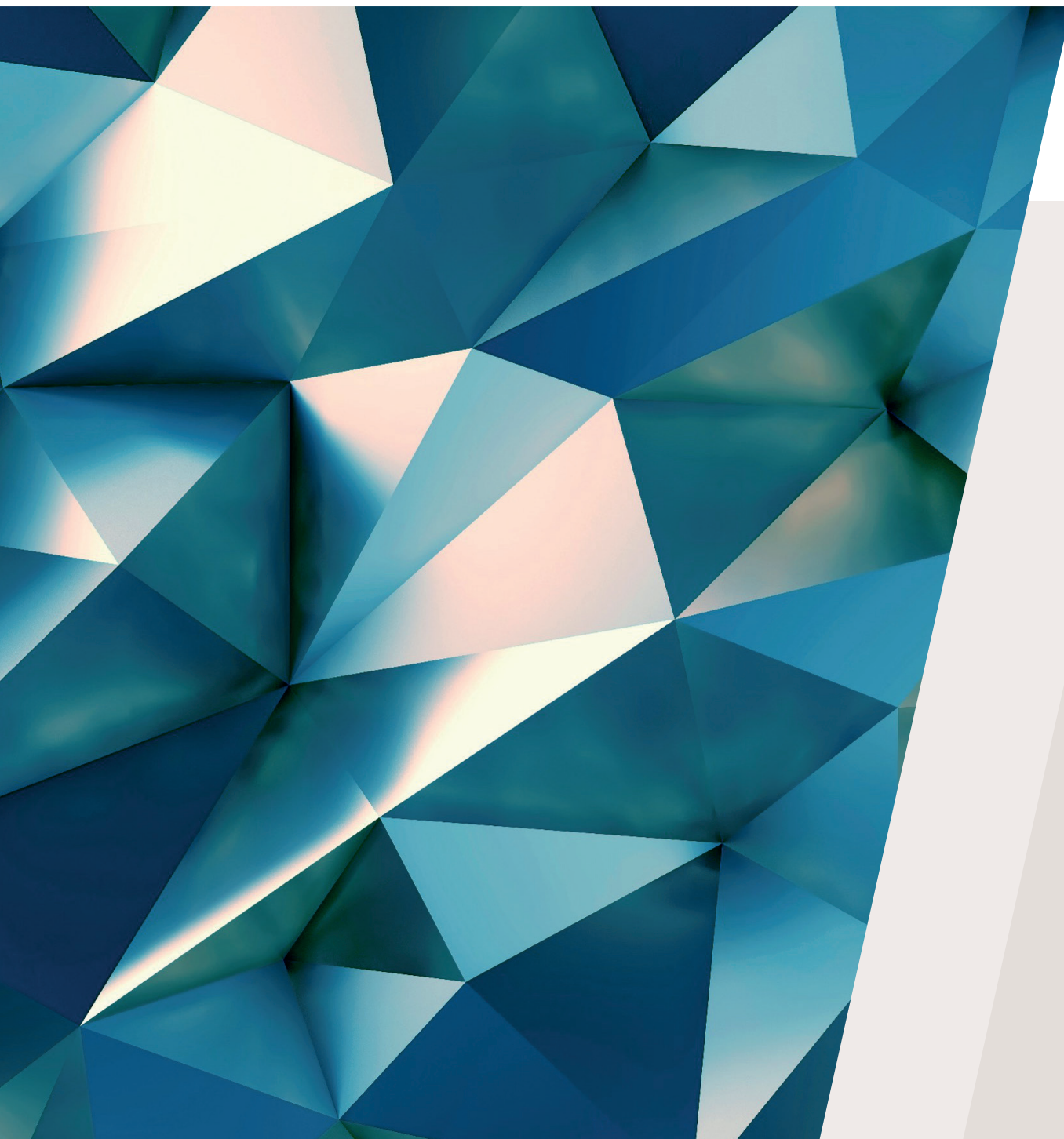




FEBRUAR 2025

# Mosaique Vermögensallokation

# Unsere derzeitige Sichtweise



**Dr. Carlos Mejia**  
Chief Investment Officer

## DIE WICHTIGSTEN PUNKTE

- Trumps zweite Amtszeit muss nicht zwangsläufig dramatische Auswirkungen auf die Portfolios haben.
- Wir agieren taktisch vorsichtig, insbesondere aufgrund der Bewertungen und des Inflationsrisikos.
- Wir bleiben in der Vermögensallokation neutral, behalten jedoch weiterhin regionale und sektorale Positionen bei.

## DAS MAKROÖKONOMISCHE SZENARIO:

Während wir diese Zeilen schreiben, steht die Amtseinführung des gewählten Präsidenten Trump unmittelbar bevor. Über die Absichten, Fähigkeiten und die Zusammensetzung seines Regierungsteams herrscht weiterhin grosse Unsicherheit, und in den kommenden Tagen und Wochen sind zahlreiche Ankündigungen zu erwarten. Dies könnte zunächst gegen weitere taktische Portfolioumschichtungen sprechen, doch sobald sich die Lage beruhigt, bezweifeln wir, dass die Auswirkungen auf die Weltwirtschaft gravierend sein werden. Selbst zusätzliche Zölle könnten weniger einschneidend sein, als von Ökonomen befürchtet – nicht zuletzt, weil gleichzeitig Steuersenkungen möglich wären, wie bereits in seiner ersten Amtszeit.

Im engen Investitionskontext ist der Konjunkturzyklus ohnehin oft entscheidend. Derzeit bietet er noch einen relativ konstruktiven Hintergrund, doch wir fragen uns, wie lange dies anhalten kann – weniger wegen einer zweiten Amtszeit Trumps, sondern eher, weil die Volkswirtschaften historisch betrachtet bereits weitgehend ausgelastet sind. Dadurch könnte das globale Inflationsrisiko 2025 wieder verstärkt in den Fokus rücken. Die Entwicklungen an den Geld- und Anleihemärkten deuten möglicherweise schon darauf hin, dass die Aussichten für die Zinspolitik künftig weniger günstig sein könnten als bisher.

Es gibt weiterhin kaum Hinweise auf leichtsinnige Exzesse im privaten Sektor der USA oder Europas: Die Ersparnisse von Haushalten und Unternehmen reichen

mehr als aus, um Investitionsausgaben zu finanzieren. Deutlich problematischer sind jedoch die öffentlichen Haushalte: Die Finanzpolitik ist locker und wird in den USA, China und weiten Teilen Europas voraussichtlich noch expansiver. Angesichts der weiterhin niedrigen Arbeitslosigkeit trägt diese expansive Finanzpolitik zu einem möglichen Wiederaufleben des Inflationsrisikos bei.

Das derzeitige Wachstum zeigt sich zugegeben uneinheitlich: In den USA bleibt es über dem Trend, in China zwar unter dem Trend, jedoch nach westlichen Massstäben weiterhin sehr respektabel. In Europa hingegen ist es weitgehend ausgeblieben, da wichtige (verarbeitende) Industrien global weiterhin wenig gefragt sind und strukturelle Schwächen anhalten. Dennoch könnte auch dort das Wachstum im Jahr 2025 etwas Aufwind erfahren: Sowohl Frankreich als auch Deutschland haben kürzlich ihre Regierungen verloren, da eine zu straffe Finanzpolitik von Beginn an als Problem angesehen wurde.

Da die Inflation nicht mehr stetig zurückgeht, könnte sich das Risiko-Gleichgewicht wieder in Richtung einer moderaten Belebung verschieben. Wir gehen weiterhin davon aus, dass sich die Inflation im Bereich von 2 bis 4 % stabilisiert. Diese Hartnäckigkeit hat die Zentralbanken bislang nicht davon abgehalten, die Zinssätze zu senken. In den USA und im Vereinigten Königreich gibt es jedoch Anzeichen dafür, dass sie ihre Lockerungsschritte verlangsamen oder pausieren könnten – und möglicherweise sogar erneut Zinserhöhungen in Erwägung ziehen.



**Kevin Gardiner**  
Global Investment Strategist

Derzeit scheint ein historisch günstiges Verhältnis zwischen Wachstum und Inflation nach wie vor das wahrscheinlichste Szenario zu sein. Allerdings sind die Aktienkurse in den letzten zwei Jahren weit stärker gestiegen als die Unternehmensgewinne, was darauf hindeuten könnte, dass Anleger die kurzfristigen Möglichkeiten der künstlichen Intelligenz überschätzen.

Ende November haben wir taktisch Gewinne aus einigen unserer Aktienbestände realisiert und eine seit Mitte 2023 bestehende Übergewichtung aufgelöst. Dadurch sind wir in den drei wichtigsten Anlageklassen neutral positioniert und werden dies voraussichtlich bis 2025 beibehalten – mit einer Ausnahme: Bei auf Schweizer Franken basierenden Portfolios haben wir im Dezember entschieden, dass die aussergewöhnliche Glaubwürdigkeit der SNB die Anleiherenditen erneut auf ein vernachlässigbares Niveau gedrückt hat, sodass wir dort Liquidität bevorzugen.

#### INVESTMENT FAZIT

Als wir im November die Gewichtung von Aktien von übergewichtet auf neutral reduzierten, investierten wir die Mittel nicht in Anleihen, die bei einem Wiederaufleben des Inflationsrisikos anfällig sein könnten, sondern in Bargeld. Dadurch hoben wir unsere Bargeldposition von untergewichtet auf neutral an. Damit blieben wir bei allen drei grossen Anlageklassen neutral – was angesichts des fortgeschrittenen Zyklusstadiums und der sichtbaren geopolitischen Unsicherheiten angemessen erschien.

Die Portfolios profitieren weiterhin absolut von möglichen Aktiengewinnen. Gleichzeitig erzielen Dollar- und Euro-basierte Portfolios über der Inflation liegende Erträge aus Anleihen und Bargeld. Selbst bei Franken-Portfolios bezweifeln wir, dass Renditen und Zinssätze auf die stark negativen Niveaus von vor einigen Jahren zurückkehren werden.

Zusätzlich zur Reduzierung der Aktiengewichtung im November haben wir auch Änderungen an unseren regionalen und sektoralen Positionen vorgenommen, die das Portfoliorisiko leicht verringerten, aber dennoch zu einer signifikanten Abweichung von den Benchmarks führten.



# Portfoliostruktur

**Aktien.** Die Bewertungen sind zwar nicht mehr so überzogen wie im Jahr 2000, aber sie bleiben hoch, und das makroökonomische Umfeld ist bisher sehr unterstützend. Sollte das Inflationsrisiko wieder aufleben, werden die Zinssätze nicht weiter deutlich fallen können und könnten im US-Markt, der das Portfolio dominiert, gegen Ende 2025 sogar steigen – auch wenn wir dies derzeit nicht erwarten.

Innerhalb des Aktienmarktes bevorzugen wir eine Mischung aus zyklischen und säkularen Wachstumssektoren mit einer Übergewichtung von Finanzwerten, Technologie und Kommunikation. Wir hatten Industriewerte bevorzugt, haben diese Übergewichtung jedoch im November aufgrund ihrer besonderen Empfindlichkeit gegenüber Zöllen auf neutral reduziert (und durch eine Übergewichtung in Finanzwerten ersetzt, die von der Deregulierung profitieren könnten). Technologie und Kommunikation haben eine beträchtliche Dynamik: Sie enthalten natürlich einige der teuersten Aktien, aber unsere Besorgnis über die überzogenen Erwartungen an die künstliche Intelligenz wurde durch die Reduzierung der Aktiengewichtung ausgeräumt.

Unsere übergewichteten Positionen wurden durch die anhaltende Untergewichtung von Versorgern und Immobilien (die vielleicht beide eine stärkere Senkung der Leitzinsen und Anleiherenditen benötigen, als erwartet, um eine bessere Performance zu erzielen) und durch eine neuere Untergewichtung des zyklischen Konsumsektors aufrechterhalten. Wie wir in letzter Zeit wieder gesehen haben, ist letzterer natürlich bis zu einem gewissen Grad eine Geisel des politischen Schicksals.

Auf regionaler Ebene haben die Argumente für die USA eher an Überzeugungskraft gewonnen, und wir haben unsere Übergewichtung beibehalten. Ab Februar 2024 favorisierten wir auch die meisten kontinentaleuropäischen Länder, aber diese Position enttäuschte uns, und wir reduzierten sie im November auf

neutral, wobei wir den britischen Markt auf neutral anhoben. In der Schweiz blieben wir untergewichtet, da wir sie als zu defensiv ansahen.

**Festverzinsliche Wertpapiere.** Unsere Präferenz für längerfristige Laufzeiten wirkte sich zum Jahreswechsel erneut negativ aus, diesmal sowohl in Euro- als auch in Dollar-Portfolios. Wie bereits erwähnt, glauben wir, dass das Inflationsrisiko in diesem Jahr wieder zunehmen könnte. Die Renditen bleiben jedoch nahe dem längerfristigen neutralen Bereich, und die Geldpolitik der Zentralbanken könnte dieses Mal glaubwürdiger sein, sodass sich die Renditekurven letztlich wieder abflachen könnten.

Wir bevorzugen weiterhin Staatsanleihen gegenüber Unternehmensanleihen – selbst in Franken-Portfolios. Diese Entscheidung basiert nicht auf Sorgen über Unternehmensausfälle, sondern auf Bewertungsgründen, ähnlich wie bei der Reduzierung unserer Aktiengewichtung. Die Kreditspreads haben sich seit der Finanzkrise kaum verringert.

**Währungen.** Der Dollar hat in den letzten Wochen gegenüber fast allen Währungen weiter zugelegt. Eine der vielen Inkonsistenzen im Zusammenhang mit der neuen US-Regierung besteht darin, dass sie zwar oft einen schwächeren Dollar anzustreben scheint, ihre Massnahmen die US-Wirtschaft jedoch global eher attraktiver machen könnten – zumindest auf den Kapitalmärkten, wo Amerika wohl immer attraktiv war. Derzeit scheinen jedoch keine der grossen bilateralen Wechselkurse historisch extrem zu sein (abgesehen vom Dollar-Yen-Kurs, der sich an der Grenze befindet). Wir drücken unsere Präferenz für die USA weiterhin über Aktien und nicht über Währungsentscheidungen aus.

# Vermögensallokation

| LEGENDE         | - | Neutral | + |
|-----------------|---|---------|---|
| Übergewichtung  |   |         |   |
| Benchmark       |   |         |   |
| Untergewichtung |   |         |   |
| Änderungen      |   | →       | ← |

|                               |         | -                | Neutral | + |
|-------------------------------|---------|------------------|---------|---|
| SEKTOREN - ENTWICKELTE MÄRKTE | USA     | Geldmarkt        |         |   |
|                               |         | Aktien           |         |   |
|                               |         | Festverzinsliche |         |   |
|                               |         | Wertpapiere      |         |   |
|                               |         | Gold             |         |   |
|                               | Europa  | Geldmarkt        |         |   |
|                               |         | Aktien           |         |   |
|                               |         | Festverzinsliche |         |   |
|                               |         | Wertpapiere      |         |   |
|                               |         | Gold             |         |   |
|                               | Schweiz | Geldmarkt        |         |   |
|                               |         | Aktien           |         |   |
|                               |         | Festverzinsliche |         |   |
|                               |         | Wertpapiere      |         |   |
|                               |         | Gold             |         |   |
| ANLEIHEN                      | USA     | Duration         |         |   |
|                               |         | Staatsanleihen   |         |   |
|                               |         | Investment-Grade |         |   |
|                               |         | Hochverzinslich  |         |   |
|                               | Europa  | Duration         |         |   |
|                               |         | Staatsanleihen   |         |   |
|                               |         | Investment-Grade |         |   |
|                               |         | Hochverzinslich  |         |   |
|                               | Schweiz | Duration         |         |   |
|                               |         | Staatsanleihen   |         |   |
|                               |         | Investment-Grade |         |   |
|                               |         | Hochverzinslich  |         |   |
|                               | VK      | Duration         |         |   |
|                               |         | Staatsanleihen   |         |   |
|                               |         | Investment-Grade |         |   |
|                               |         | Hochverzinslich  |         |   |

|              |                              | -                             | Neutral | + |
|--------------|------------------------------|-------------------------------|---------|---|
| AKTIEN       | Regionen                     | Nordamerika                   |         |   |
|              |                              | Kontinentaleuropa ex Schweiz  |         |   |
|              |                              | Vereinigtes Königreich        |         |   |
|              |                              | Schweiz                       |         |   |
|              |                              | Japan                         |         |   |
|              |                              | Pazifischer Raum (ohne Japan) |         |   |
|              |                              | Schwellenländer (ohne Asien)  |         |   |
|              |                              | Schwellenländer Asien         |         |   |
|              | Sektoren der Industrieländer | Energie                       |         |   |
|              |                              | Grundstoffe                   |         |   |
|              |                              | Industrie                     |         |   |
|              |                              | Versorger                     |         |   |
|              |                              | Zyklische Konsumgüter         |         |   |
|              |                              | Grundbedarfsgüter             |         |   |
|              |                              | Kommunikation                 |         |   |
|              |                              | Gesundheitswesen              |         |   |
| WÄHRUNG - EN | Sektoren der Industrieländer | Technologie                   |         |   |
|              |                              | Finanzen                      |         |   |
|              |                              | Immobilien                    |         |   |
|              |                              | USD                           |         |   |
|              |                              | EUR                           |         |   |
|              |                              | GBP                           |         |   |
|              |                              | CHF                           |         |   |

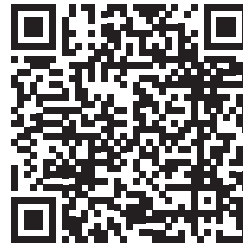


## Wealth Insights

Wealth Insights bietet interessante Einblicke mit aktuellen Publikationen und Podcasts.

Weitere Informationen finden Sie auf unserer Website.

<https://www.rothschildandco.com/de/wealth-management/schweiz/insights/>



Dieses Dokument wird von Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, 8034 Zürich lediglich zu Informations- und Marketingzwecken herausgegeben. Es stellt weder eine persönliche Empfehlung oder Beratung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Nichts in diesem Dokument stellt eine rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung dar. Die Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert Rothschild & Co Bank AG weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Informationen, die diesem Dokument zugrunde liegen, und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut.

Im Besonderen wird keine Haftung oder Garantie für die Erreichung oder Angemessenheit zukünftiger Prognosen, Ziele, Einschätzungen oder Vorhersagen, die dieses Dokument enthält, übernommen. Darüber hinaus können alle in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Daten ohne vorherige Ankündigung geändert werden. In manchen Ländern kann die Verbreitung dieses Dokuments durch Gesetze oder andere Vorschriften eingeschränkt sein. Den Empfängern dieses Dokuments wird daher empfohlen, sich dementsprechend persönlich zu informieren und alle einschlägigen rechtlichen und aufsichtsbehördlichen Bestimmungen einzuhalten. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten versandt, dorthin mitgenommen oder in den Vereinigten Staaten verteilt oder an US-Personen (im Sinne von Regulation S des US Securities Act von 1933 in dessen jeweils gültiger Fassung) abgegeben werden. Rothschild & Co Bank AG ist von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA zugelassen und wird von ihr beaufsichtigt.