

Mosaïque Vermögensallokation

November 2025

DIE WICHTIGSTEN PUNKTE

- Der Shutdown in den USA trübt das wirtschaftliche Bild.
- Die Aktienmärkte haben neue Höchststände erreicht.
- Wir eröffnen eine neue Sektorposition, bleiben aber grösstenteils nahe am Referenzindex.

Das makroökonomische Szenario

Das politische Risiko verlagert sich wieder auf Zölle.

Trump ist es gelungen, einen weiteren Waffenstillstand im Gazastreifen zu vereinbaren. Es ist möglicherweise noch zu früh, um zu beurteilen, ob dieser Bestand haben wird, doch die Initiative scheint auf einer solideren Grundlage zu beruhen als frühere Versuche. Wie so oft hatte dies kaum Auswirkungen – diesmal im positiven Sinne – auf die Kapitalmärkte, möglicherweise aufgrund eines zufälligen Wiederauflebens der Besorgnis über Zölle.

Chinas Exportbeschränkungen für Seltene Erden haben Trump dazu veranlasst, 100 % Zölle auf weitere chinesische Ausfuhren in die USA zu erheben. Zwar sind wir weiterhin der Ansicht, dass die Weltwirtschaft mit dem zu erwartenden Handelsregime zurechtkommen kann – nicht zuletzt, weil wir nach wie vor davon ausgehen, dass die beiden grössten Volkswirtschaften letztlich zu einem Kompromiss finden werden –, doch der Weg dorthin scheint erneut holpriger zu werden.

Ferner haben sich die politischen Schwierigkeiten in Frankreich möglicherweise entschärft, wenn auch auf Kosten einer weiteren Verzögerung der Haushaltspolitik. Die Probleme in den USA im Zusammenhang mit der Schliessung der Bundesbehörden sind hingegen etwas dringlicher geworden.

Unterdessen dauert der Konflikt in der Ukraine an, obwohl die Energiepreise davon offenbar unberührt bleiben und der inflationsbereinigte Ölpreis weiter unter seinen langfristigen Trend gefallen ist.

Die Volkswirtschaften bleiben wahrscheinlich weiterhin widerstandsfähig

Der teilweise Stillstand der US-Bundesregierung hat die Veröffentlichung der meisten US-Wirtschaftsdaten

unterbrochen. Dennoch zeigen die verfügbaren Unternehmensumfragen nach wie vor kaum Anzeichen für eine deutliche Verschlechterung der Wirtschaftstätigkeit, und der Stillstand selbst dürfte nicht schwerwiegend genug sein, um unmittelbar zu einem erheblichen Rückschlag zu führen. Zuletzt schien die US-Wirtschaft im dritten Quartal deutlich über dem Trend zu wachsen.

Die europäischen Volkswirtschaften bleiben weiterhin schwach, aber wie in den USA gibt es kaum Anzeichen für einen plötzlichen Einbruch. Die Daten aus China sind weiterhin enttäuschend, doch die Wachstumsraten liegen nach wie vor deutlich über denen der Industrieländer. Trotz der seit mehreren Monaten geltenden höheren Zölle ist der Welthandel weiter gewachsen.

... die Inflation bleibt hartnäckig ...

Diese wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit und nicht die Zölle selbst, die in den veröffentlichten Verbraucherpreisindizes nach wie vor schwer zu berücksichtigen sind, erklärt wahrscheinlich, warum die Kerninflation in den USA (vorbehaltlich der Verfügbarkeit von Daten), der Eurozone und Grossbritannien weiterhin hartnäckig über dem Zielwert liegt. Die Inflation in der Schweiz verhält sich wie üblich besser. Hauptgrund dafür scheinen die steigenden Reallöhne zu sein, die durch unter dem historischen Trend liegende Arbeitslosenquoten gestützt werden und die Inflationsraten im Dienstleistungssektor auf einem unangenehm hohen Niveau halten.

... und begrenzt wahrscheinlich den Spielraum für Zinssenkungen

Die Leitzinsen in den USA wurden im September wie erwartet zum ersten Mal seit Dezember gesenkt, und die Geldmärkte rechnen weiterhin mit weiteren deutlichen Senkungen im kommenden Jahr. Wir bezweifeln nach wie vor, dass eine solche Senkung der US-Zinsen notwendig oder wahrscheinlich ist. Die Erwartungen für die europäischen Zinsen erscheinen uns jedoch realistischer: Es wird allgemein davon ausgegangen, dass die Leitzinsen in der Eurozone ihren zyklischen Tiefpunkt erreicht haben oder sich diesem annähern.

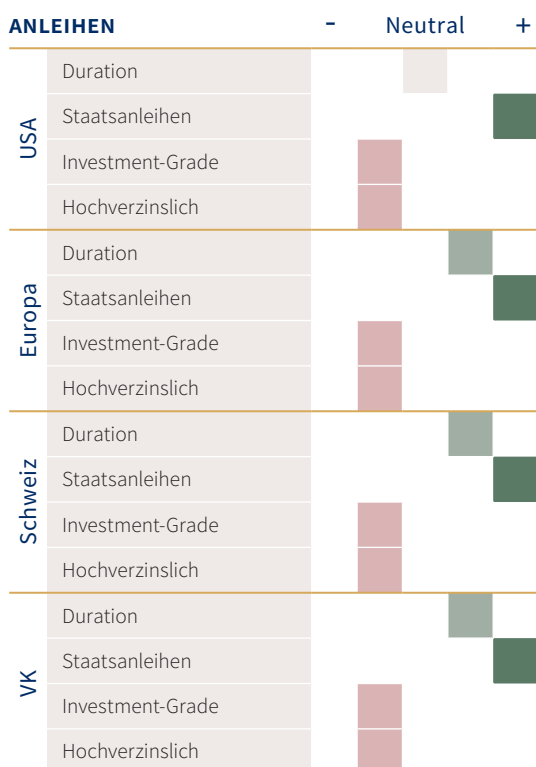
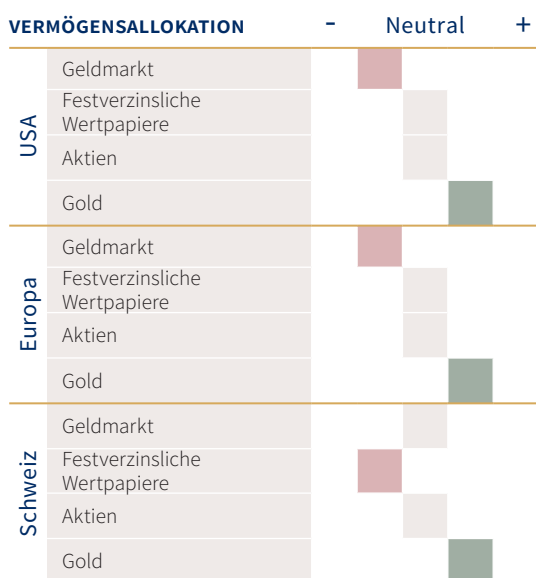
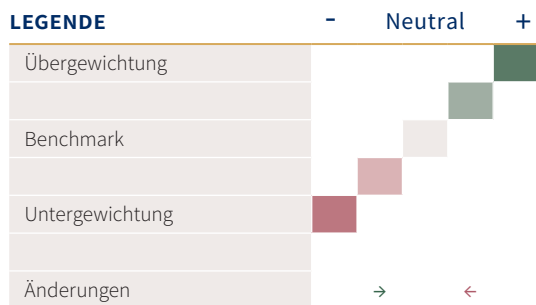
Die Aktienbewertungen sind weiter gestiegen

Die Aktienkurse erreichten kürzlich neue Höchststände, und trotz der Verkaufswelle aufgrund der erneuten Zollsorgen bleiben die Bewertungen historisch hoch. Das einzige Mal, dass die gewinnbasierten Bewertungen höher

waren, war im Jahr 2000 – eine Episode, die unglücklich endete. Wie damals wird der Markt auch heute von einem technologieorientierten Thema, einigen zunehmend ambitionierten Vorstellungen über die zukünftige Rentabilität und Anzeichen für ein Mitläuferverhalten angetrieben.

Es gibt jedoch einige Unterschiede zum Jahr 2000. Die meisten der heute führenden Unternehmen sind hochprofitabel und generieren hohe Cashflows. Der damalige Anstieg der Fusions- und Übernahmeaktivitäten – darunter einige höchst fragwürdige branchenübergreifende Zusammenschlüsse – bleibt bislang aus, ebenso wie die Verschuldung der Unternehmen (zumindest an den öffentlichen Märkten). Die Parallelen sind dennoch besorgniserregend und haben zusammen mit unserer Vorsicht hinsichtlich des Spielraums für weitere Zinssenkungen in den USA dazu geführt, dass wir unsere Aktienallokation auf einem vorsichtigen, benchmarkorientierten Niveau gehalten haben.

Portfoliostruktur (i)



Neutrale Haltung gegenüber Aktien und Anleihen, Übergewichtung von Gold

Die durch die hartnäckige Inflation ausgelösten Bedenken hinsichtlich der US-Zinsen und die hohen, durch KI getriebenen Bewertungen veranlassen uns erneut zu einer abwartenden Haltung. Wir halten es für zu spät, um vom Momentum zu profitieren, aber auch für zu früh, um mit einer signifikanten Korrektur zu rechnen.

Auch bei Anleihen bleiben wir – in Dollar- und Euro-basierten Portfolios – neutral: Die Bewertungen erscheinen angemessen, aber die Leitzinsen dürften nicht mehr wesentlich sinken. Die Ausnahme bleibt eine lokale, technische: In Franken-basierten Portfolios sehen wir das Risiko-Rendite-Verhältnis für festverzinsliche Wertpapiere als sehr einseitig an und sind untergewichtet.

Unterdessen bleiben wir bei Gold übergewichtet. Wir haben unsere Position erst im Juli eröffnet, aber seitdem ist sie deutlich gestiegen und bietet weiterhin eine Möglichkeit, auf mögliche „Tail-Risiken“ und Inflationsszenarien zu setzen. Die Position in Gold wird aus einer Untergewichtung von Bargeld in Dollar- und Euro-Portfolios sowie aus der Untergewichtung von festverzinslichen Wertpapieren in Franken-Portfolios finanziert.

Festverzinsliche Wertpapiere: Wir bevorzugen weiterhin europäische Duration und hohe Qualität

Wir bevorzugen weiterhin längerfristige Anleihen in Euro-, Franken- und Pfund-basierten Portfolios, wo die Währungen stabil bleiben und die Volkswirtschaften anfälliger sind. In Dollar-basierten Portfolios haben wir die Duration im Mai auf neutral gesenkt, und US-Staatsanleihen scheinen voll bewertet zu sein. Wir bevorzugen weiterhin deutlich Staatsanleihen gegenüber Unternehmensanleihen, wo sowohl Investment-Grade- als auch Speculative-Grade-Anleihen nach wie vor teuer erscheinen – selbst nach dem jüngsten Rückschlag bei Letzteren.

Portfoliostruktur (ii)

AKTIEN		-	Neutral	+
Regionen	Nordamerika			
	Kontinentaleuropa*			
	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			
	Technologie			
	Finanzen			
	Immobilien			

Aktien: neue Sektorposition eröffnet

Im März haben wir unsere Übergewichtung in den USA wieder auf neutral zurückgestuft. In den letzten Monaten hat sich die relative Performance des US-Marktes stabilisiert, aber da die Bewertungen nach wie vor relativ hoch erscheinen, sind wir nicht bereit, zu einer positiveren Haltung zurückzukehren. Vielmehr könnten sich mit dem bevorstehenden fiskalischen Stimulus in Europa, der vor allem den Verteidigungssektor betrifft, die Argumente für eine Übergewichtung dort eher verstärken.

Die Schwellenländer haben sich in letzter Zeit gut entwickelt, und ein schwaches Dollar-/Zinsumfeld kann ihnen helfen. Aber ausserhalb Asiens – das mit eigenen kurzfristigen Problemen wie Zöllen und der enttäuschenden Konjunktur in China zu kämpfen hat – ist der Block einfach zu volatil und illiquide, als dass wir taktische Positionen eingehen könnten, es sei denn, unsere Überzeugung ist wirklich stark.

Auf Sektorebene eröffnen wir eine neue Position: eine Übergewichtung im Versorgungssektor, finanziert durch eine erweiterte Untergewichtung im Energiesektor. In den letzten Jahren haben wir den erstgenannten Sektor häufiger untergewichtet, doch seine Defensivität wurde in letzter Zeit durch seine Abhängigkeit vom Energiebedarf des Big Data – ein Bedarf, der trotz unserer Bedenken hinsichtlich der Bewertungen von Aktien, die stärker vom Thema KI geprägt sind, nicht so schnell verschwinden wird – und durch die fortschreitende Energiewende gedämpft.

Der Energiesektor ist eine natürliche Finanzierungsquelle dafür, insbesondere angesichts der derzeit durch das reichliche Angebot gedämpften Öl- und Gaspreise. Unterdessen halten wir trotz dieser Bedenken hinsichtlich der Bewertungen weiterhin an unserer langjährigen Übergewichtung im Technologiesektor fest: Der Sektor ist nach wie vor häufiger marktführend, und ein Grossteil der KI-bezogenen Überbewertungen liegt ohnehin ausserhalb des unmittelbaren Sektors.

WÄHRUNGEN		-	Neutral	+
USD				
EUR				
GBP				
CHF				

Währungen: Seitwärtsbewegung

Der Dollar hat sich nach seinem erneuten Rückgang im letzten Monat stabilisiert und scheint gegenüber dem Euro – und den meisten anderen wichtigen Währungen – weitgehend in einer Seitwärtsbewegung zu sein. Trumps Einschüchterungsversuche gegenüber der Federal Reserve könnten nach der Zinssenkung im September ihren Höhepunkt erreicht haben (nicht dass wir glauben, dass die Entscheidung des FOMC hauptsächlich davon beeinflusst wurde), und wie wir oben bereits erwähnt haben, könnten weitere Zinssenkungen geringer ausfallen als von den Geldmärkten erwartet. Strategisch gesehen halten wir die Strategie „Make America Great Again“ seit langem für falsch. Angesichts eines hohen Zahlungsbilanzüberschusses und Kapitalkontrollen kann der chinesische Renminbi den Dollar in globalen Portfolios nicht schnell ersetzen.

* Ex Schweiz

Notes

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.