

Mosaïque Vermögensallokation

Dezember 2025

DIE WICHTIGSTEN PUNKTE

- Das wirtschaftliche Gesamtbild bleibt unklar
- Die Aktienmärkte wirken etwas weniger überschwänglich, bleiben jedoch teuer
- Wir eröffnen eine weitere Sektorposition, bleiben aber insgesamt nahe an der Benchmark

Das makroökonomische Szenario

Das Zollrisiko scheint (erneut) nachzulassen

Aktuell sieht es so aus, als könnten die drastischen Zollerhebungen, mit denen Mr. Trump zuletzt der Schweiz und China gedroht hatte, nur von kurzer Dauer sein. Berichten zufolge stehen die Verhandlungen in beiden Fällen kurz vor einem Kompromiss – wie bereits im vergangenen Jahr bei vielen anderen Ländern. Der wahrscheinlich effektive Zollsatz auf US-Importe wird 2025 dennoch deutlich steigen, möglicherweise auf Niveaus, die seit dem Zweiten Weltkrieg nicht mehr erreicht wurden. Dies allein dürfte jedoch nicht ausreichen, um eine Rezession – weder in den USA noch anderswo – auszulösen. Bislang ist der Welthandel im Jahr 2025 insgesamt weitergewachsen. Die Zölle bringen „Sand ins Getriebe“ des globalen Handels, lassen dieses aber nicht zum Stillstand kommen.

Unternehmensumfragen deuten auf anhaltend moderates Wachstum hin

Der jüngste teilweise „Government Shutdown“ in den USA – der bislang längste – unterbrach die Veröffentlichung vieler zentraler Wirtschaftsstatistiken und zwang Analysten, stärker auf „weichere“, umfragebasierte Daten anderer Institutionen zurückzugreifen. Die Publikation läuft nun wieder an, aber die Einschätzung des jüngsten US-Konjunkturbildes ist noch unsicherer als üblich. Dennoch zeigen die verfügbaren Umfragen bislang kaum Anzeichen einer deutlichen konjunkturellen Verschlechterung, und der Shutdown selbst war vermutlich nicht gross genug, um direkt einen merklichen Rückschlag auszulösen. Schätzungen zufolge setzte sich das Wachstum zumindest bis ins dritte Quartal fort, möglicherweise sogar über dem Trend.

Die europäischen Volkswirtschaften waren zwar sichtbar, aber wahrscheinlich auch träger, obwohl es wie in den

USA kaum Anzeichen für einen plötzlichen Einbruch gibt. Die Daten aus China haben sich vielleicht etwas gefestigt, und die Regierung hat gute Chancen, ihr Ziel einer Jahreswachstumsrate von 5 % zu erreichen (wobei die lokalen Daten nicht fragwürdiger sind als sonst). Trotz der höheren Zölle, die nun schon seit einem Grossteil des Jahres gelten, hat sich der Welthandel weiter positiv entwickelt.

Die Inflation bleibt hartnäckig

Die Arbeitslosigkeit ist nur langsam gestiegen, und die Löhne wachsen weiterhin schneller als die Preise. Dies, und nicht die Zölle, die sich bislang kaum in den veröffentlichten Verbraucherpreisindizes niederschlagen, dürfte der Hauptgrund dafür sein, dass die Kerninflation in den USA (soweit Daten verfügbar sind), im Euroraum und im Vereinigten Königreich hartnäckig über den Zielwerten bleibt. Die Schweiz zeigt sich in dieser Hinsicht – wie gewohnt – stabiler.

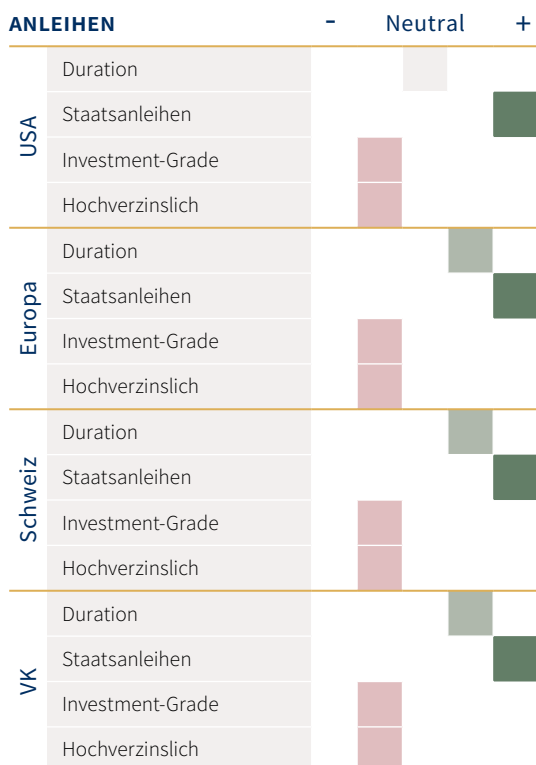
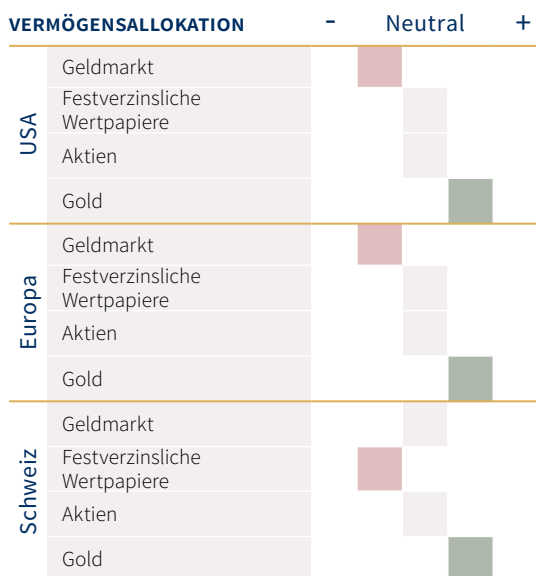
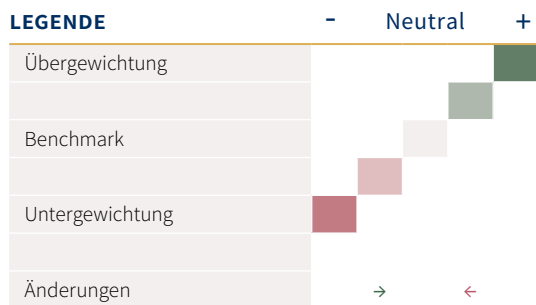
US-Zinssenkungen könnten nicht gerechtfertigt sein

Die US-Leitzinsen wurden im Oktober erneut gesenkt, und die Geldmärkte rechnen weiterhin mit weiteren deutlichen Lockerungen (rund 100 Basispunkte kumuliert) im kommenden Jahr. Wir bezweifeln jedoch nach wie vor, dass ein solcher Rückgang der US-Zinsen notwendig oder wahrscheinlich ist. Die Erwartungen für die europäischen Zinsen erscheinen uns hingegen realistischer: Die EZB-Leitzinsen dürften weitgehend an oder nahe ihren zyklischen Tiefpunkten liegen.

Aktienbewertungen bleiben hoch

Die Aktienkurse haben im Oktober neue Höchststände erreicht. Zuletzt sind sie etwas zurückgegangen, doch die Bewertungen bleiben erhöht. Nur im Jahr 2000 lagen die gewinnbasierten Bewertungen deutlich höher – mit bekanntem Ausgang. Und beide Phasen teilen wichtige Merkmale: ein neues, potenziell transformatives Technologiethema; hohe Erwartungen an künftige Rentabilität; und Anzeichen von Herdenverhalten. Es gibt jedoch wichtige Unterschiede zu 2000. Die heutigen marktführenden Unternehmen sind überwiegend profitabel und generieren Cashflows – damals war dies oft nicht der Fall. Die M&A-Aktivität ist gedämpfter, ohne die empire-building-Exzesse über Branchen hinweg, die man damals sah; und auch die Unternehmensverschuldung ist moderater.

Portfoliostruktur (i)



Neutral gegenüber Aktien und Anleihen; Übergewichtung von Gold

Die jüngste Abschwächung der Aktienmärkte hat die KI-getriebenen Bewertungen noch nicht wesentlich nach unten gebracht, und zusammen mit unserer Skepsis gegenüber weiteren US-Zinssenkungen bleiben wir im „Abwarten-und-Beobachten“-Modus und halten die Aktienquoten auf Benchmarkniveau. Auch bei Anleihen bleiben wir – in Dollar- und Europortfolios – neutral: Die Bewertungen wirken angemessen, doch die Leitzinsen dürften, wie erwähnt, nicht mehr viel weiter fallen. Eine Ausnahme bleibt: In Schweizer-Frankenportfolios sehen wir das Risiko-Rendite-Profil von Anleihen als sehr einseitig und halten daher eine Untergewichtung.

Wir bleiben bei Gold übergewichtet, obwohl es zuletzt an Schwung verloren hat. Wir haben unsere Position erst im Juli eröffnet. Seitdem ist der Goldpreis deutlich gestiegen, aber Gold kann immer noch eine Chance bei möglichen „Tail-Risiken“ und inflationären Szenarien bieten. In Bargeld- und Dollar-Portfolios wird die Position durch eine Untergewichtung in Bargeld finanziert, in Franken-Portfolios durch die lokale Untergewichtung in festverzinslichen Wertpapieren.

Anleihen: Europäische Duration und hohe Qualität bevorzugt

Wir bevorzugen weiterhin länger laufende Anleihen in Euro-, Franken- und Pfundportfolios, wo die Währungen fest und die Konjunktoren verhaltener sind. In Dollarportfolios haben wir die Duration im Mai auf neutral reduziert, und US-Staatsanleihen erschienen in den vergangenen Monaten voll bewertet. Zudem bevorzugen wir klar Staatsanleihen gegenüber Unternehmensanleihen, da sowohl Investment-Grade- als auch High-Yield-Papiere trotz des jüngsten Rücksetzers weiterhin teuer wirken. Wir erwarten allerdings keinen drastischen Rückgang der Unternehmensbonität, ungeachtet der prominenten Insolvenzen von First Brands und Tricolor.

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: Eröffnung einer weiteren neuen Sektorposition

Wir haben weiterhin keine starke regionale Präferenz. Unsere Übergewichtung in den USA haben wir im März auf neutral reduziert, aber Europas relative Wirtschaftsleistung bleibt schwach. Dies könnte sich ändern, da in Deutschland ein erhebliches verteidigungsgetriebenes Ausgabenpaket bereitsteht, jedoch ausserhalb unseres taktischen Zeithorizonts. Die Schwellenländer haben sich zuletzt gut entwickelt, aber ausserhalb Asiens, das wie die USA eine KI-lastige Struktur aufweist, bleibt die Anlageklasse zu volatil und illiquide für taktische Positionierungen, sofern nicht eine besonders hohe Überzeugung besteht.

Auf Sektorebene eröffnen wir nach der jüngsten Übergewichtung von Versorgern und der Untergewichtung von Energie nun eine zweite neue Position: Wir kehren im Gesundheitswesen zu einer Übergewichtung zurück und finanzieren dies durch eine Untergewichtung bei Grundbedarfsgütern. Den Sektor "Gesundheitswesen" hatten wir im Frühjahr (verfrüht) bevorzugt, bevor der Sektor durch spezifische Zollbedenken belastet wurde. Diese scheinen nun nachzulassen, und die Abwärtsdynamik hat sich stabilisiert. Zudem bietet der technologische Vorsprung des Sektors Wachstumspotenzial jenseits des KI-getriebenen, spekulativeren Themas und ein gewisses defensives Profil. Auch Grundbedarfsgüter sind ein defensiver Sektor, könnten jedoch weniger stabil sein, wenn Inflationssorgen eine Ursache für die Marktschwäche darstellen und die traditionell hohen Bewertungen hinterfragt werden. Trotz unserer Vorsicht gegenüber KI-bewerten Titeln halten wir an einer Übergewichtung im Technologiesektor fest: Wir erwarten keinen dramatischen Marktrückgang, und der Sektor führt den Markt weiterhin häufig an. Viel spekulativer KI-Überhang liegt ohnehin ausserhalb des Sektors.

WÄHRUNGEN		-	Neutral	+
USD				
EUR				
GBP				
CHF				

Währungen: weiterhin in einer engen Bandbreite

Der US-Dollar hat sich seit dem Frühjahr weitgehend stabilisiert, und die wichtigsten Wechselkurse bewegen sich in engen Bandbreiten. Mr Trumps Druck auf die Federal Reserve dürfte seinen Höhepunkt überschritten haben, und wie oben erwähnt könnten weitere US-Zinssenkungen geringer ausfallen, als vom Markt erwartet. Strategisch sind wir bereits seit Langem der Ansicht, dass die „Make America Great Again“-Strategie fehlgeleitet ist. Mit einem grossen Leistungsbilanzüberschuss und Kapitalverkehrskontrollen kann der 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.

www.rothschildandco.com/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.