

Executive Summary

- Die US-Wirtschaft überrascht weiterhin mit robusten Konjunkturdaten und aufgrund der Wahlversprechen von Trump dürfen weitere positive Impulse erwartet werden, die sich aber auch inflationär auswirken können.
- Notenbanken werden die Lockerung ihrer Geldpolitik aufgrund sinkenden Inflationszahlen fortsetzen. Die Erwartungen hinsichtlich des Ausmasses der Zinssenkungen könnten aber wie vor einem Jahr enttäuscht werden.
- Die Sicherstellung der Stromversorgung, die Effizienzsteigerung der Halbleiter und die Rückgewinnung der Abwärme stellen Herausforderungen im Zusammenhang mit dem enormen Wachstum von KI-Anwendungen dar. Gleichzeitig ergeben sich daraus interessante Anlagemöglichkeiten.



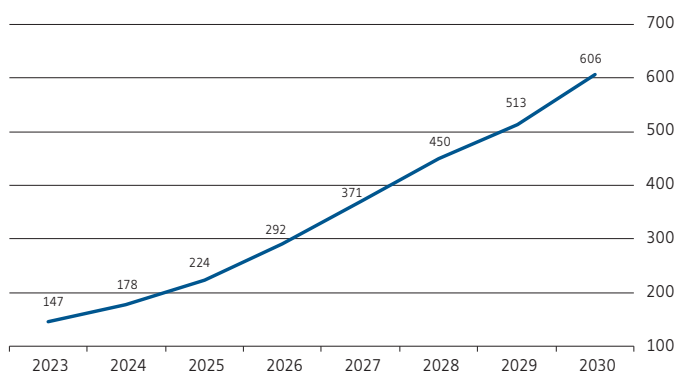
Fokusthema

Rasant steigender Stromverbrauch prognostiziert

- Die Stromnachfrage wird in den kommenden Jahren aufgrund der zunehmenden Nutzung von auf künstlicher Intelligenz (KI) basierenden Anwendungen und dem Ausbau von Datenzentren kräftig wachsen. Laut einer Studie von McKinsey soll allein der Stromverbrauch von Datenzentren in den USA von aktuell 178 bis 2030 auf über 600 Terrawattstunden (TWh) ansteigen. Im Vergleich dazu, der gesamte Stromverbrauch in der Schweiz beläuft sich jährlich auf rund 60 TWh.
- Der massive Anstieg der Nachfrage aus der Technologiebranche veranlasst die Anbieter von Datenzentren wie Amazon (AWS) oder Microsoft direkte, langfristige Abnahmeverträge mit Versorgern abzuschliessen. Diese Verträge umfassen die Leistung von ganzen (Atom-)Kraftwerken, werden auf über 20 Jahre und zu Preisen, die weit über den aktuellen Tarifen liegen, abgeschlossen. Daraus resultiert ein Verdrängungswettbewerb und Inflationsdruck.
- Die Technologiebranche ist gefordert, die Effizienz der Hochleistungsserver zu steigern. Zudem ist die Rückgewinnung der Abwärme der Datenzentren und deren Einspeisung in Fernwärmenetze auszubauen. Und schliesslich sind auch die Kapazitäten der Stromproduktion sowie die Netzstabilität sicherzustellen.

- Dies stellt grosse Herausforderungen, aber auch äusserst interessante Anlagemöglichkeiten in der IT, bei den Versorgern und in Rohstoffen dar.

Wachstumsprognose der Elektrizitätsnachfrage von US-Datenzentren (TWh)

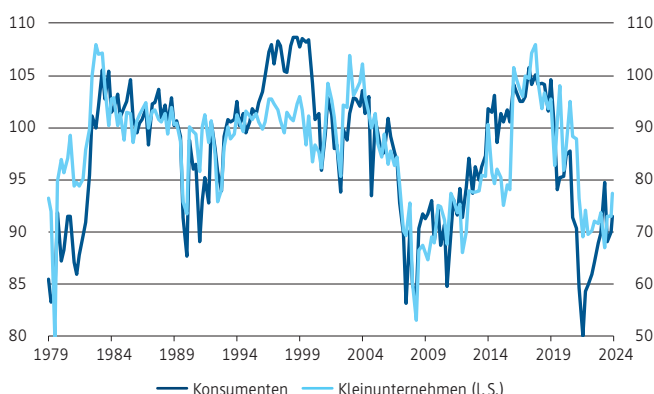


Quelle: McKinsey, De Pury Pictet Turretini

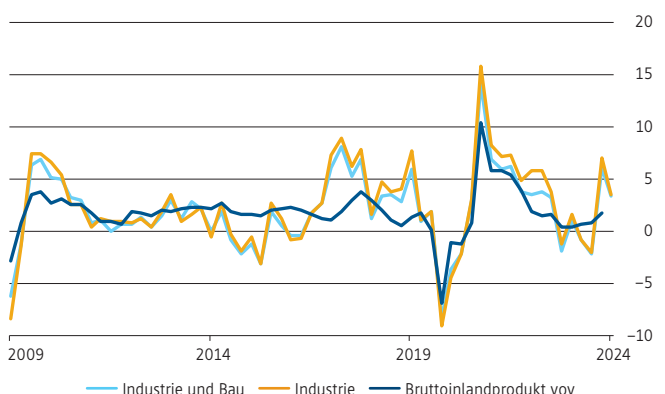
Trump 2.0: Chance und Risiko

- Wir erwarten für 2025 ein Wirtschaftswachstum für die USA von 2,0%, Deutschland 0,8%, Frankreich 0,8%, Japan 1,4%, China 4,7% und in der Schweiz von 1,2%.
- Die Inflation befindet sich in den meisten Ländern auf bestem Weg zur Zielquote von 2%. Von weiteren Zinssenkungsschritten darf deshalb ausgegangen werden, was die Finanzierungsbedingungen in den USA weiter lockert und die Stimmungsaufhellung bei Konsumenten und Kleinunternehmen weiter aufhellen dürfte. Auch die unvermindert tiefe Arbeitslosigkeit wirkt günstig.
- Aus der zweiten Präsidentschaft von Donald Trump lassen sich grundsätzlich positive Wirtschaftsimpulse für die USA ableiten. Allerdings stellt sich die Frage, welche Massnahmen (Migration, Strafzölle, Steuersenkungen) tatsächlich und in welcher Ausprägung umgesetzt werden, da sich diese auch schädlich auswirken können. Angedachte Strafzölle wirken inflationär, behindern den globalen Handel und verstärken Befürchtungen eines rückläufigen Wirtschaftswachstums.
- Ein Punkt auf der Agenda von Präsident Trump ist die Bekämpfung der wuchernden Ausgaben für den Verwaltungsapparat. Deshalb soll eine Effizienzbehörde (DOGE: «department of government efficiency») gegründet werden. Der Abbau der Bürokratie würden wohl einher gehen mit der Entlassung von tausenden von Staatsbeamten. Ob sparen so einfach wird, sei dahingestellt.
- Deutschland befindet sich bereits seit zwei Jahren an der Schwelle zur Rezession. Es droht auf Jahresbasis zum zweiten Mal in Folge ein leicht negatives Wachstum. Insbesondere in der Industrie ist die Schwäche ausgeprägt, wo es an Investitionsbereitschaft und Innovationen fehlt. Ein klares politisches Zeichen wäre gefragt, welches aber mit dem Auseinanderbrechen der Ampel-Regierung und der rigiden Schuldenbremse kaum zu erreichen ist.
- Der Industriestandort Deutschland ist in Gefahr, was direkt als dominanter Handelspartner auch im Wachstum der Schweiz Bremsspuren hinterlässt.
- Frankreich, die zweitgrösste Volkswirtschaft in der Eurozone, befindet sich mit einer Minderheitsregierung um Emanuel Macron ebenfalls in einer Regierungskrise mit eingeschränktem Handlungsspielraum. Das jährliche Haushaltsdefizit beläuft sich auf 5,5% und die Staatsschulden zum Bruttoinlandprodukt steigen auf 111%. Die hohe Staatsverschuldung schränkt die Regierung bei der Gestaltung von konjunkturellen Massnahmen ein.
- Schliesslich bleibt vorerst auch China den Beweis schuldig, dass die Stützungspakete der Notenbank und des Politbüros die Volkswirtschaft wieder auf den Wachstumspfad bringen.

USA: Stimmung bei Konsumenten und Kleinunternehmen (45 Jahre)



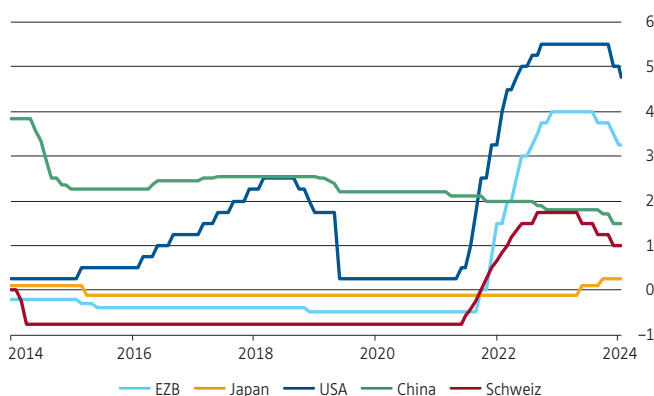
Schweiz: Industrieproduktion Jahresveränderung in % (15 Jahre)



Weitere Zinssenkungen durch die Notenbanken

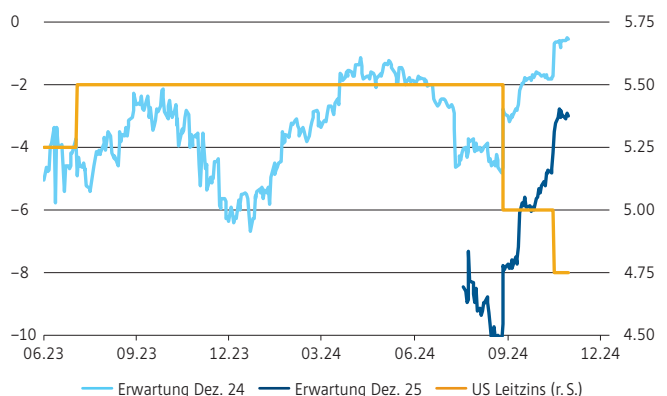
- Die amerikanische Notenbank hat Ende Oktober den Leitzins in einem zweiten Schritt um 0,25%-Punkte auf eine Spanne von 4,50 bis 4,75% gesenkt.
- Jerome Powell dämpfte in einer Rede in Dallas die Hoffnung auf eine Zinssenkung im Dezember. Er verweist auf die starke Wirtschaft. Die Arbeitslosigkeit sei niedrig und das Wachstum dank steigenden Konsum- und Investitionsausgaben kräftig. Die stetig sinkende Inflation auf den Zielwert von 2% erlaube es hingegen im weiteren Verlauf die Zinsen zu senken und auf ein neutrales Niveau zu bringen. Der Wahlausgang habe keinen unmittelbaren Einfluss auf die Entscheide der Fed. Die Geldpolitik bleibe weiterhin von den Wirtschaftsdaten abhängig.
- Im Rahmen des angelaufenen Zinssenkungszyklus erwarten wir am kurzen Laufzeitenende tiefere Zinsen im Verlauf des kommenden Jahres. Die zu erwartende steigende Verschuldung infolge einer lockeren Fiskalpolitik und dem Ausbau der Konjunkturpakete ebenso wie die potenziell inflationär wirkenden Strafzölle – sollten diese tatsächlich erhöht werden – werden am langen Ende zu steigenden Risikoaufschlägen und Renditen führen. Die 10-jährigen Sätze auf Staatsanleihen haben im Nachgang zu den Wahlen bereits um 0,2%-Punkte angezogen (seit Mitte September gar um 0,8%) und könnten weiter steigen. Wir erwarten eine spürbar steilere Zinskurve.
- Das schwächere wirtschaftliche Umfeld in Europa, v.a. im verarbeitenden Gewerbe, verlangt von der EZB am 12. Dezember eine weitere geldpolitische Lockerung um 25 Basispunkte auf 3% und von der SNB allenfalls gar um einen halben Prozentpunkt auf 0,5%. Der Zinssenkungsspielraum der Schweizer Notenbank ist aber bereits stark eingeschränkt, da die Inflation zuletzt mit 0,6% über die gesamte Zinskurve zu einer negativen Realverzinsung führen würde.
- Den Leitzins der europäischen Zentralbank sehen wir nächstes Jahr bei 2%, was sich mit einer Gesamtinflation in der Eurozone von 1,7% vergleicht und einen minimalen positiven Realzins übrig lässt.
- In Japan steigen die Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen auf Jahreshöchststände und signalisieren eine zeitnahe weitere Straffung der Geldpolitik. Dass dies aber bereits am 19. Dezember geschieht, ist eher unwahrscheinlich. Bis Ende 2025 preisen die Futures zwei Schritte um je 25 Basispunkte ein, was wiederum zur Auflösung von Zinsdifferenzgeschäften wie anfangs August führen dürfte, deren Auswirkung aber weniger heftig ausfallen werden. Eine wirksame Steuerung der Erwartungshaltung liegt in den Händen der Bank of Japan.

Leitzinsen ausgewählter Zentralbanken (10 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

USA Leitzins und Zinssenkungserwartungen (seit Juni 2023)



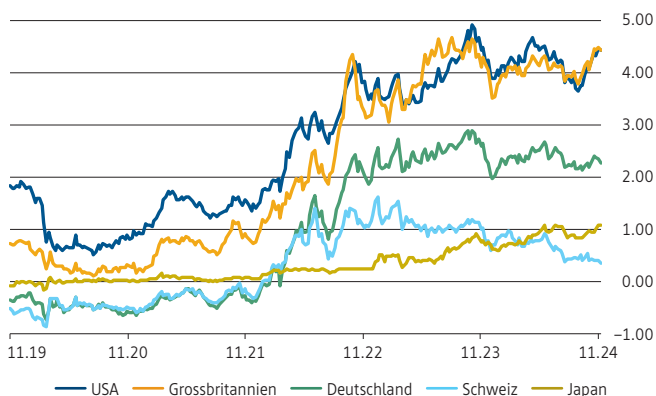
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: Beruhigung der Märkte nach der US-Wahl

- Nach der US-Präsidentenwahl haben sich die Bondmärkte beruhigt. Aktuell liegen die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen in den USA bei 4,4%, in Deutschland bei 2,3% und in der Schweiz bei 0,4%.
- Der Zinsaufschlag auf 10-jährigen Staatsanleihen Frankreichs gegenüber Deutschland weitete sich in den letzten vier Jahren von 0,2% auf über 0,7% aus und ist Gradmesser der Spannungen. Die Rendite liegt bei rund 3,1% und mittlerweile auf Augenhöhe mit Spanien und Griechenland.
- Die stets steigende Staatsverschuldung bleibt aber zu Recht auf dem Radar der Marktteilnehmer. Es wird in diesem Zusammenhang äusserst interessant sein zu beobachten, wie sich die Zentralbanken im Dilemma von Unterstützung der Wirtschaft, Minimierung des Schuldendienstes, Kontrolle der Inflation und Kontrolle der Anleihenmärkte verhalten werden.
- Die Zinsaufschläge auf hochverzinslichen und Unternehmensanleihen haben sich kaum verändert. Wir erachten die Anlageklasse weiterhin als nur moderat interessant.

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen (5 Jahre)

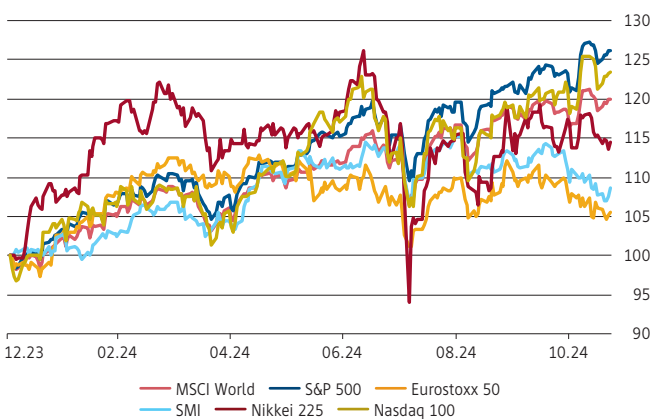


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktien: «buy the rumour, sell the fact?»

- Nachdem die US-Aktienindizes im Vorfeld der Präsidentenwahl neue Höchststände markiert haben, sind nun verhaltene Gewinnmitnahmen zu erkennen. In Europa stellt sich die Situation unterschiedlich dar, denn die hiesigen Märkte sind schon seit Ende des dritten Quartals unter Druck. Auf Jahresbasis führt dies mittlerweile zu markanten Unterschieden in der Performance zwischen den USA und Europa von bis zu 20%.
- Innerhalb der Sektoren liegen Halbleiteraktien (Thema künstliche Intelligenz) weiterhin unter ihren Höchstwerten. Aktien aus dem Bereich von sozialen Medien reagieren verhalten aus Angst vor stärkerer Regulierung. Während Versorger teilweise neue Höchstkurse markierten, kamen Pharmaaktien nach der US-Wahl deutlich unter Druck aus Angst vor stärker regulierten Medikamentenpreisen.
- Für die weitere Entwicklung der Aktienmärkte bleiben wir verhalten positiv, würden aber eine Konsolidierung ins Jahresende hinein nicht ausschliessen. Es bleibt weiter festzuhalten, dass Wachstumsaktien teilweise sportlich bewertet sind.
- Die geopolitische Lage (Ukraine, Mittlerer Osten, Taiwan) gibt weiterhin zu Besorgnis Anlass. Eine Eskalation würde die Aktienmärkte auf die Probe stellen.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2024, indexiert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

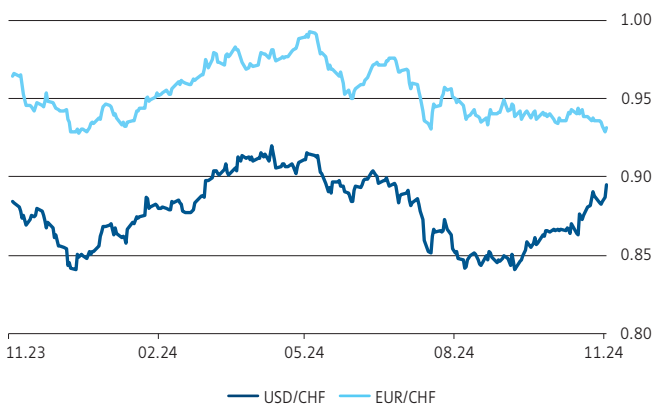
Währungen: US-Dollar nach der Wahl gehalten

- Die deutliche Abwertung im US-Dollar vor der Wahl (Trump-Trade) ist nun zu einem Ende gekommen. Über das ganze Jahr gesehen hat sich der handelsgewichtete Greenback somit um ca. 5% aufgewertet. Insbesondere gegenüber dem Yen war die Stärke des US-Dollar ausgeprägt. USD/JPY stieg wieder bis auf 155.
- Der EUR/CHF-Wechselkurs notiert seit einigen Wochen bei rund 0,94. Die relative Stärke des Schweizer Frankens ist angesichts europäischer Spannungen und geopolitischer Unsicherheiten nachzuvollziehen.
- Kurzfristig ist der handelsgewichtete Dollar überkauft und hat auch das obere Ende des seit zwei Jahren geltenden Handelsbandes erreicht. Eine Konsolidierung scheint angezeigt. Die weitere Entwicklung wird dann auch davon abhängen, wie sich die US-Notenbank unter der neuen Administration Trump positionieren wird.

Gold: Überfällige technische Korrektur ist erfolgt

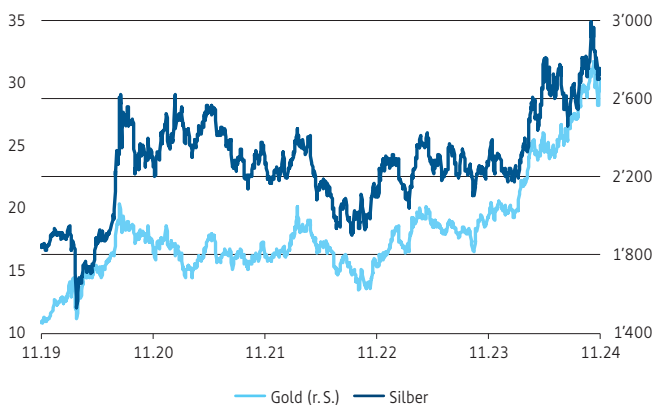
- Der Preis für eine Unze Gold hat nach dem Erreichen der Höchstkurse von über 2'800 USD anfangs November um knapp 10% korrigiert. Diese technische Korrektur war überfällig und hat die extrem überkaufte Situation bereinigt. Der Kilopreis liegt bei ca. 75'000 Schweizer Franken.
- Langfristig ist der wohl wichtigste Treiber weiterhin die stetig steigende Verschuldung auf allen Ebenen. Die zunehmende fiskalische Lockerung verschiedener Staaten, aber auch die offensichtlich diesen Eingriffen zudienenden Zentralbanken wirken inflationär. Dies bedeutet eine schleichende Entwertung der Währungen und treibt somit die Nachfrage nach Realwerten wie beispielsweise Gold.
- Darüber hinaus spielt die angespannte geopolitische Lage eine wesentliche Rolle als Kurstreiber für Gold. In unsicheren Zeiten suchen Investoren traditionell nach sicheren Häfen. Edelmetalle erfüllen diese Funktion.
- Wir halten deshalb an Gold als wichtigen strategischen Portfoliobaustein fest.

Euro und Dollar gegen Franken, 1 Jahr



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gold und Silber in \$ pro Unze (5 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

clientis.ch

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es ist weder Angebot noch Aufforderung für den Kauf oder Verkauf von Produkten. Für Richtigkeit und Vollständigkeit wird keine Gewähr übernommen. Die Publikation entstand in Kooperation mit Aquila.

