

# Anlagebericht II.Q 2025

Dr. Giuseppe Benelli  
April 2025

[www.benelli-consulting.ch](http://www.benelli-consulting.ch)

## Wirtschaft

- **Wirtschaftswachstum in den USA stärker als in Europa**
- **Unterschiedliche Geldpolitik**
- **Verschuldung bleibt überall ein Problem**
- **Die Voraussetzungen für eine Entschärfung der Schuldenproblematik sind in den USA besser als in Europa oder China**
- **Was kann die EU von den USA lernen?**

## Finanzmärkte

- **Finanzmärkte verunsichert**
  - Die disziplinierende Wirkung der Finanzmärkte
  - Ausblick
- **Anleihen: Normalisierung der Zinsstrukturkurve ist Realität und wird sich fortsetzen**
- **Volatilere Aktienmärkte**
- **Währungen**
- **Alternative Anlagen: Gold bleibt attraktiv**

## Konkurrenzvergleich: BofA-Umfrage vom 18. Februar 2025

- **Im Februar waren die Fondsmanager noch sehr risikofreudig, obwohl derzeit eigentlich wieder die Konjunktursorgen dominieren**

## Wirtschaftswachstum in den USA stärker als in Europa

Europa lahmt, China steckt in der Immobilienkrise. Mit einem Wachstum von bis zu 3% war die US-Wirtschaft im Jahr 2024 fast der einzige Lichtblick. Auch 2025 könnten die USA die Lokomotive der Weltwirtschaft bleiben, sofern die erratische Handelspolitik der neuen Regierung nicht zu einer rezessiven Eskalation führt.

Ein wichtiger Unterschied ist vor allem zwischen den USA und dem Euroraum zu beobachten. Während die Robustheit der US-Wirtschaft immer wieder überrascht, scheint Europa nicht aus seiner Formschwäche herauszukommen. Die anhaltende Misere in Deutschland vergrößert die wirtschaftliche Kluft zwischen der Eurozone und den USA. Nachdem die deutsche Wirtschaft im vergangenen Jahr um 0.2% geschrumpft ist, wird sie laut dem Internationalen Währungsfonds (IWF) in diesem Jahr nur um magere 0.3% wachsen. Und das, obwohl die in jüngster Zeit angekündigten fiskalpolitischen Initiativen in Deutschland und auch auf der Ebene der Europäischen Union die Konjunktur stützen sollten.

Die US-Wirtschaft hat gegenüber der Eurozone viele strukturelle Vorteile. Dazu gehört das höhere Produktivitätswachstum vor allem, aber nicht nur im Technologiesektor. Der IWF verweist auch auf ein attraktiveres Unternehmensumfeld und einen liquideren Kapitalmarkt. Dies führt zu besseren Renditen für Investitionen, mehr Kapitalzuflüssen, einer stärkeren Währung und letztlich zu einem höheren Lebensstandard als in anderen Industrieländern.

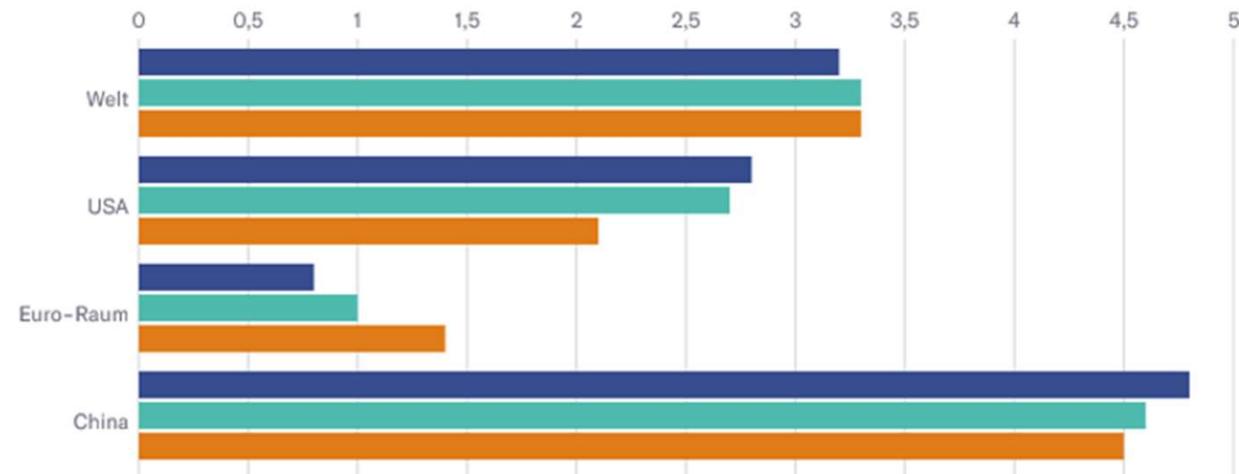
## Wirtschaftswachstum in den USA stärker als in Europa

Auch im Energiebereich sind die USA für Unternehmen attraktiver. Die Energiekosten sind deutlich niedriger als in Europa. Dies gilt insbesondere für Erdgas, für das sie in Europa vor der Pandemie doppelt so viel bezahlen mussten wie in den USA und heute sogar fünfmal so viel.

### Die USA dürften 2025 fast drei Mal stärker wachsen als der Euro-Raum

Daten und Prognosen des IWF zum Output, in %

● 2024 ● 2025 ● 2026



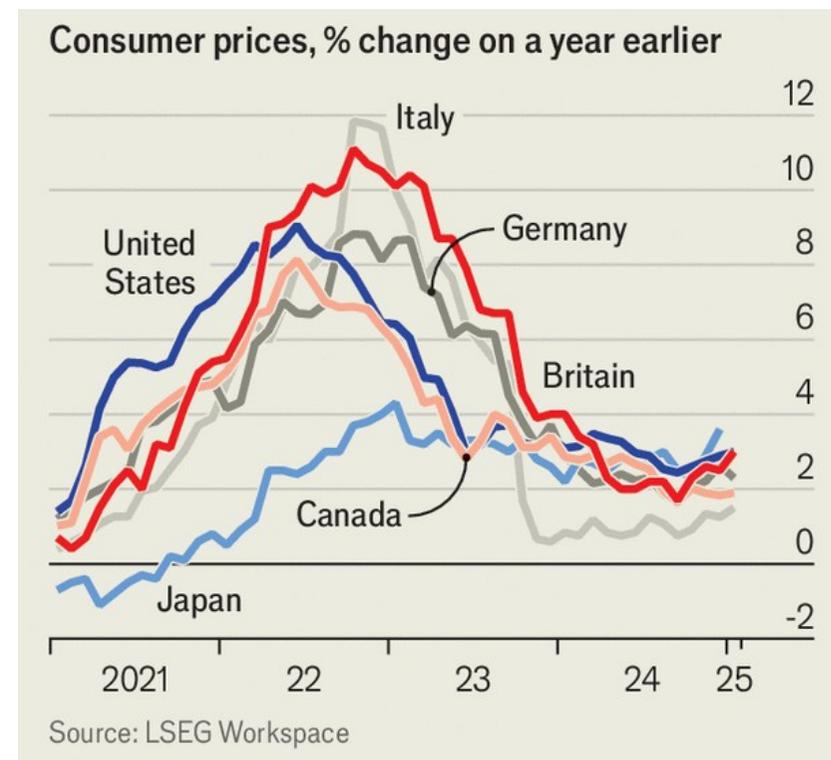
Quelle: IMF World Economic Outlook

NZZ / tf.

## Unterschiedliche Geldpolitik

Die USA unterscheiden sich von Europa nicht nur wirtschaftlich, sondern zunehmend auch in der Geldpolitik. Die Zinssenkungserwartungen gehen immer weiter auseinander.

Die Inflation bleibt überall hartnäckiger als allgemein erhofft. Während sich die Gesamtinflation in den USA und im Euroraum der Zielmarke von zwei Prozent angenähert hat, gilt dies noch nicht für die Kerninflation, also die Inflation ohne volatile Komponenten wie Energie und Nahrungsmittel. Die Gratwanderung zwischen Inflation und Rezession bleibt somit ein akutes Problem für die Zentralbanken. Doch während in den USA die Inflation mittlerweile die grösste Sorge darstellt, ist es in der Eurozone eher eine drohende Rezession.



The Economist

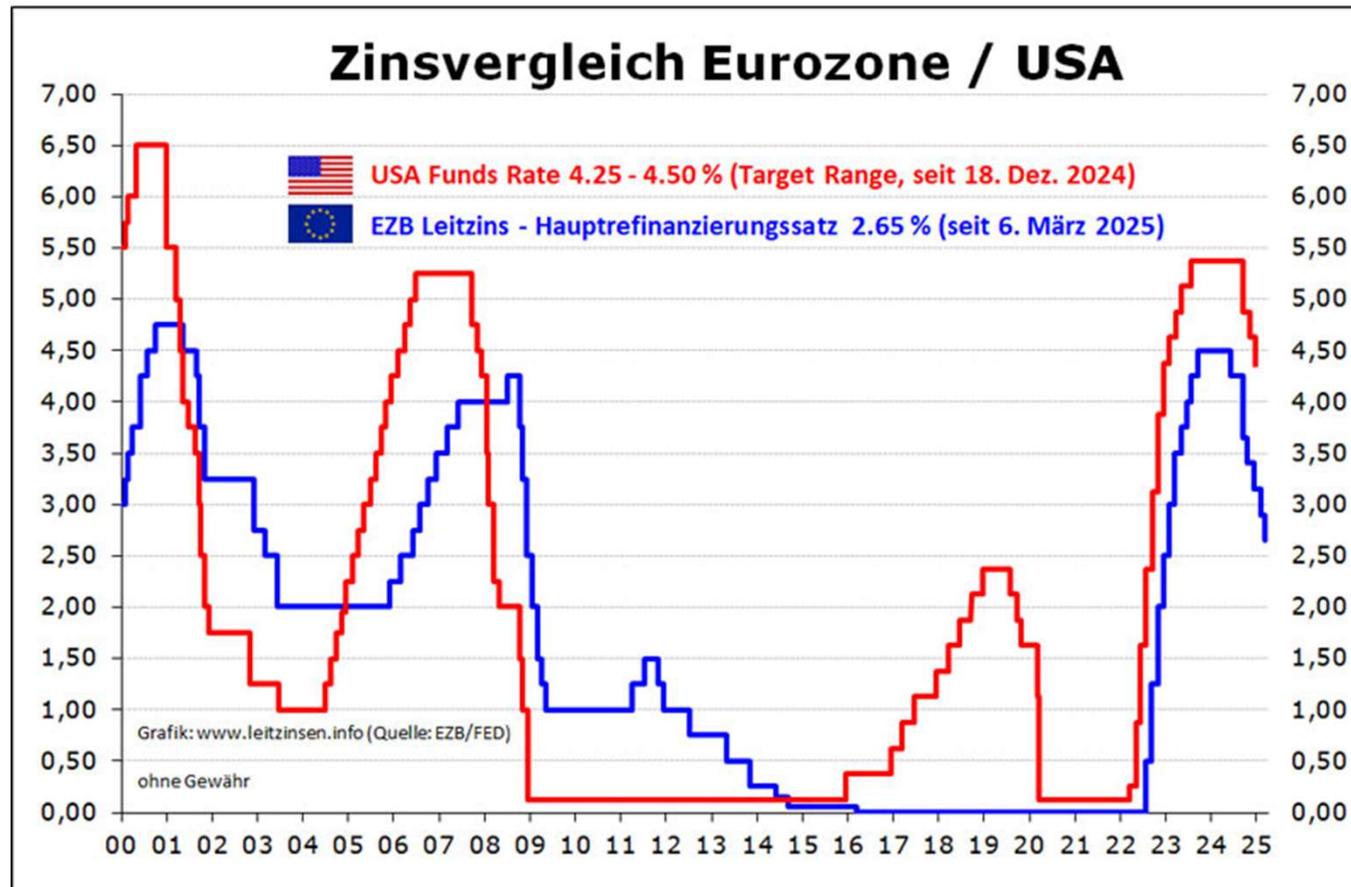
## Unterschiedliche Geldpolitik

### US- Geldpolitik

Die US-Notenbank hat Ende Januar ihren ersten Zinsentscheid seit dem Amtsantritt von Donald Trump getroffen und den Leitzins zum ersten Mal seit Sommer letzten Jahres nicht weiter gesenkt. Der Leitzins bleibt damit in einem relativ hohen Band zwischen 4.25 und 4.5% und wird die Konjunktur in den USA weiterhin leicht dämpfen. Ein Grund dafür sind die erneuten Inflationsrisiken durch die von Donald Trump angedrohten Importzölle. Sollten sich die Inflationserwartungen deutlich von den von der Fed angepeilten 2% entfernen, wäre dies ein grosses Problem, da der Markt das Vertrauen in die Notenbank verlieren könnte. In diesem Fall müsste die Fed alles tun, um das Vertrauen zurückzugewinnen, und gegebenenfalls sogar die Leitzinsen wieder anheben und würde damit einen heftigen Konflikt mit dem Weissen Haus riskieren. Mit der jüngsten Zinsentscheidung hat sich die Fed bereits den Wünschen des Präsidenten widersetzt, denn Trump hatte sich in der Vergangenheit mehrfach für kräftige Zinssenkungen ausgesprochen und sogar die Unabhängigkeit der Notenbank in Frage gestellt.

# Unterschiedliche Geldpolitik

## US- Geldpolitik



## Unterschiedliche Geldpolitik

### EU-Geldpolitik

Zwar liegt die jährliche Inflationsrate im Euroraum mit 2.5% immer noch über dem mittelfristigen Zielwert von 2%, doch angesichts des schwachen Wirtschaftswachstums und des drohenden Handelskriegs mit den USA hat die Europäische Zentralbank (EZB) in diesem Jahr das getan, was sich der amerikanische Präsident auch für sein Land gewünscht hätte. Sie hat den Leitzins bereits zweimal weiter gesenkt - sechsmal seit Mitte 2024. Damit liegt der Einlagenzins im Euroraum noch bei 2.5%, während der Leitzins in den USA zwischen 4.25 und 4.5% verharrt. Im Euroraum kommen Unternehmen und Haushalte also deutlich günstiger an Geld als in den USA.

Auf der einen Seite sehen wir die Eurozone, die wirtschaftlich stagniert, eine industrielle Rezession durchlebt und mit einer schwachen Nachfrage kämpft, und auf der anderen Seite die USA, die solide wachsen, viele Arbeitsplätze schaffen und eine deutlich höhere Produktivität und Innovationskraft aufweisen.

## Verschuldung bleibt überall ein Problem

Trotz der allmählichen Erholung nach den Krisen der vergangenen Jahre steigt die Verschuldung vieler Volkswirtschaften weiter an. Nach Angaben des IWF hat die Verschuldung aller Staaten im Jahr 2024 die Schwelle von 100 Billionen US-Dollar erreicht. Das entspricht rund 93% der jährlichen Weltwirtschaftsleistung. Bis zum Ende des Jahrzehnts soll dieser Wert auf 100% steigen. Das Problem der ausufernden Staatsverschuldung betrifft nicht alle Volkswirtschaften in gleichem Masse. Doch in China, Europa insgesamt und den USA zeichnen sich gefährliche Entwicklungen ab. Zuletzt schien die Angst vor dem Schuldenmachen verfliegen, wie die von der EU-Kommission geplante enorme Erhöhung der Verteidigungsausgaben und das milliarden schwere deutsche Finanzpaket zeigen.



### **Die Voraussetzungen für eine Entschärfung der Schuldenproblematik sind in den USA besser als in Europa oder China.**

Während Europa und China mit schwachem Wachstum oder gar Stagnation zu kämpfen haben, sind die USA besser in der Lage, die steigende Staatsverschuldung einzudämmen und die damit verbundene Zinslast zu bedienen. Dort ist das Wirtschaftswachstum noch robust und die wirtschaftsfreundliche Politik der neuen Regierung mit Steuersenkungen und Deregulierung dürfte das Wachstum fördern und längerfristig auch dem Staat mehr Einnahmen bescheren. Dies sollte zusammen mit dem angekündigten Sparprogramm zur Reduzierung der Staatsausgaben das Staatsdefizit und damit die Staatsverschuldung reduzieren. Ob die Trump-Administration jedoch tatsächlich die Kraft aufbringen wird, die US-Staatsfinanzen zu stabilisieren, bleibt freilich abzuwarten. Eine Möglichkeit bietet das neu geschaffene Department of Government Efficiency (DOGE) unter der Leitung des Unternehmers Elon Musk, das in kurzer Zeit Einsparungsvorschläge zur Reduzierung der US-Staatsausgaben in Höhe von 2 Billionen Dollar erarbeiten soll.

## Was kann die EU von den USA lernen?

Das Zinsgefälle zwischen den USA und Europa zeigt auch, wo wirtschaftliche Dynamik herrscht und wo nicht. Von den grossen Euroländern gehen mit wenigen Ausnahmen (Spanien) kaum positive Impulse aus. Die höheren Zinsen in den USA sind ein Zeichen der Stärke. Sie verdeutlichen, dass die US-Wirtschaft nicht mit billigem Geld angekurbelt werden muss. Europäische Unternehmen sollten sich jedoch von den etwas niedrigeren Zinsen nicht zu viel versprechen. Ein paar Prozentpunkte weniger Kosten bei der Geldbeschaffung sind kein Ausgleich für eine dysfunktionale Währungsunion, eine überbordende Regulierung und orientierungslose Regierungen der beiden Euro-Schwergewichte Deutschland und Frankreich. Billiges Geld ersetzt keine wirtschaftlichen Strukturreformen, zu denen die Eurozone weder willens noch fähig scheint.

Wir haben mehrfach betont, dass sich Europa neu erfinden muss. In den letzten 20 Jahren gab es in Europa eine viel zu expansive Ausgabenpolitik und viel zu viele Regulierungen bis hin zur Taxonomie. Dies war nur möglich, weil die EZB die zusätzlichen Ausgaben und Regulierungen durch niedrige Zinsen und den Ankauf von Staatsanleihen indirekt unterstützt hat. Das bisher in der EU verbreitete Denken, dass mit der expansiven Geldpolitik der EZB alle Probleme gelöst werden können, stösst offensichtlich an seine Grenzen. Es braucht jetzt einen Befreiungsschlag.

Für eine echte wirtschaftliche Neuausrichtung muss Europa seine internationale Wettbewerbsfähigkeit wieder stärken: Dies erfordert eine Senkung der Arbeitskosten durch eine weniger restriktive Regulierung, eine Stärkung der Arbeitsanreize durch Reformen im Sozialbereich, Umschichtungen im Staatshaushalt hin zu mehr Investitionsausgaben, eine Senkung der Unternehmenssteuern, den Abbau von Bürokratie sowie marktwirtschaftlichen Klimaschutz. Der Abbau des Sozialstaates ist vielleicht ein Wunschtraum, doch zumindest sollte er real nicht weiter anwachsen.

## Was kann die EU von den USA lernen?

Länder wie Deutschland und Frankreich haben eigentlich eine starke industrielle, wirtschaftliche und wissenschaftliche Substanz. Doch auch hier glaubt die Bevölkerung allzu oft, der Staat könne alles bezahlen. Die Sozialabgaben fressen inzwischen fast die Hälfte des Bruttolohns auf. In vielen Ländern fehlt es an Mut, Risiko- und Veränderungsbereitschaft und Motivation für unternehmerischen Erfolg.

Europa könnte als Wirtschaftsraum mit China und den USA durchaus konkurrieren, verliert aber im Vergleich immer mehr an Wettbewerbsfähigkeit. 1991 war das BIP pro Kopf in Deutschland gleich hoch wie in den USA, heute ist das US-amerikanische fünfzig Prozent höher als das deutsche. Die USA haben sich durch Erfindergeist, Unternehmertum, harte Arbeit und wenig Regulierung abgekoppelt. Bei diesem Umdenken kann man sich sehr wohl an den USA orientieren.

Die politische Lage in den USA ist derzeit unberechenbar. Das amerikanische Wirtschaftsmodell bleibt jedoch ein gutes Vorbild, das durch eine stärkere soziale Komponente ergänzt werden kann. Obwohl die neue Regierung einen beunruhigenden Handelskrieg auslösen könnte, wird der Welthandel wichtig bleiben, zu gross ist die Kraft der Globalisierung und ihrer Erfolge. Sollten die USA nicht einlenken wollen, wäre das natürlich ein Problem, doch mit Asien oder den Mercosur-Staaten gibt es genügend andere Weltregionen, die sich Europa nach und nach noch besser erschliessen könnte.

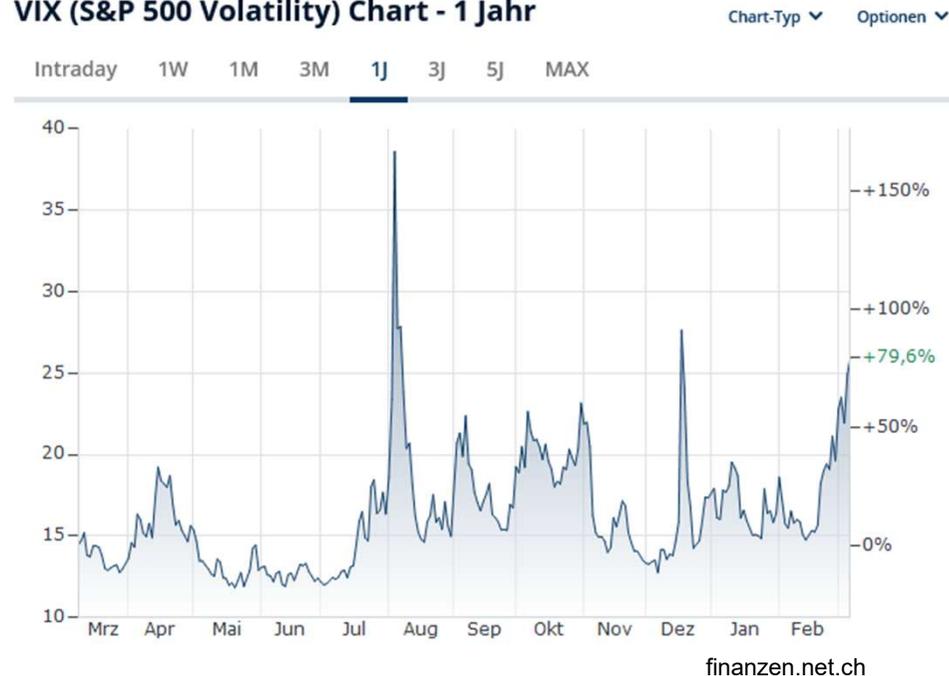


## Finanzmärkte verunsichert

Die Aktienmärkte sind positiv in das Jahr 2025 gestartet. Die europäischen Märkte begrüßten die Aussicht auf niedrigere Zinsen, während die gute Stimmung bei US-Aktien auf der Erwartung beruhte, dass Trump mit niedrigeren Unternehmenssteuern, Bürokratieabbau und Deregulierung sowie einem technologiefreundlichen Umfeld dafür sorgen würde, dass der Wirtschaftsaufschwung anhält und die Unternehmensgewinne weiter steigen. Die Anleger schienen Trump zunächst zu glauben, dass das ohnehin viel zu hohe Staatsdefizit dank höherer Zolleinnahmen und Elon Musks Effizienzprogramm sinken würde.

Doch mittlerweile verunsichert Trumps Realpolitik mit ihren unzähligen Kehrtwenden die Finanzmärkte. Angesichts der US-Zollstreitigkeiten mit wichtigen Handelspartnern ist die Volatilität gestiegen und die Stimmung an den Börsen hat sich verschlechtert. Sorgen um den Freihandel und die KI-Konkurrenz aus China setzten auch die US-Technologiewerte unter Druck. Ein weiterer Belastungsfaktor war der weltweite Anstieg der Anleiherenditen. Damit wurden die Kursgewinne seit der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten Anfang November letzten Jahres wieder aufgezehrt. Die Begeisterung der Marktteilnehmer über die neue US-Regierung scheint verflogen zu sein.

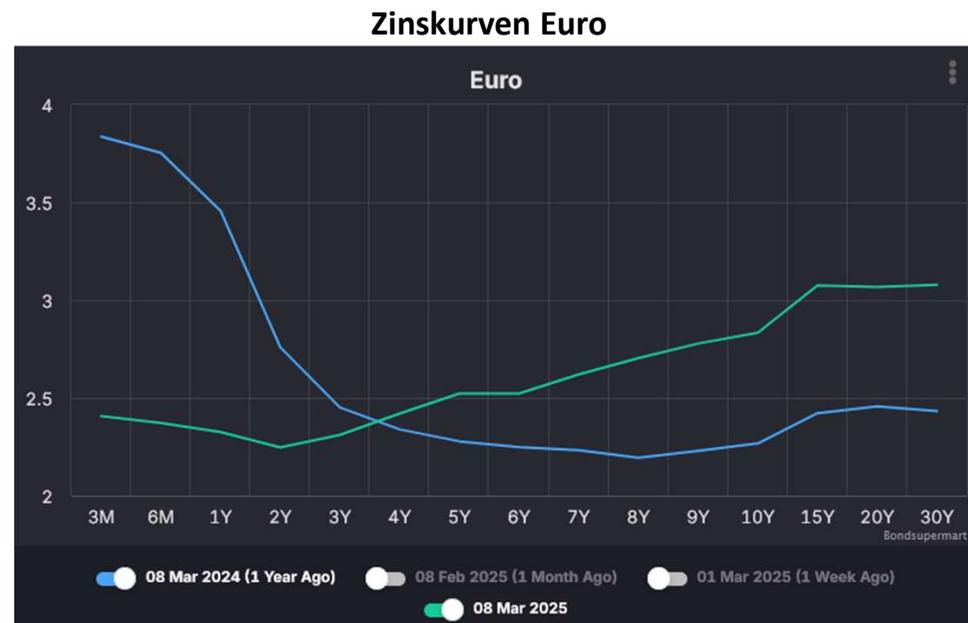
VIX (S&P 500 Volatility) Chart - 1 Jahr



## Finanzmärkte verunsichert

### Die disziplinierende Wirkung der Finanzmärkte

Mit der zunehmenden Staatsverschuldung in Europa und den USA sind die langfristigen Zinsen trotz Leitzinssenkungen der Notenbanken gestiegen. Den Kapitalmärkten bleiben die Risiken jedoch nicht verborgen. In den verschuldeten westlichen Industrieländern, vor allem in Frankreich und den USA, schlägt sich dies in deutlich steigenden Anleiherenditen nieder. Die Regierungen müssen deutlich höhere Zinsen auf ihre Schulden zahlen, was ihre Handlungsfähigkeit einschränkt. Auch die jüngsten Pläne der EU-Kommission zur Erhöhung der Verteidigungsausgaben sowie das milliarden schwere deutsche Finanzpaket treiben die Finanzierungskosten in die Höhe.

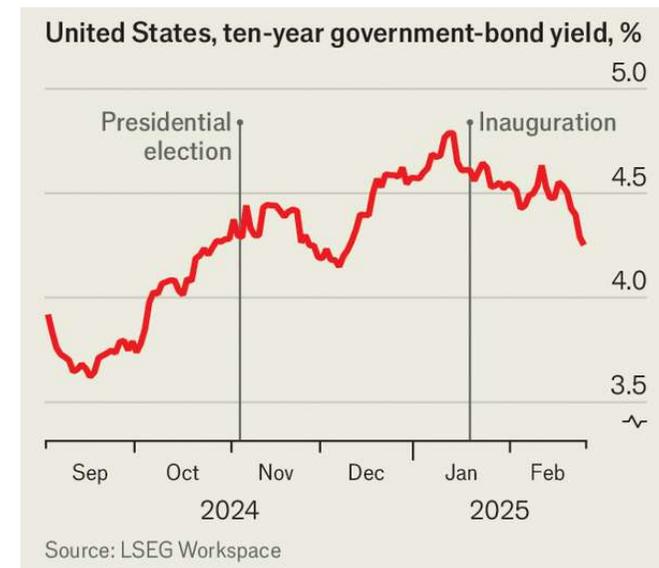


## Finanzmärkte verunsichert

### Die disziplinierende Wirkung der Finanzmärkte

Es besteht die reale Gefahr, dass Investoren den bisher risikolosen Status von Staatsanleihen in Frage stellen und eine Risikoprämie verlangen, wie dies 2022 unter Liz Truss in Grossbritannien der Fall war. In Frankreich musste Staatspräsident Mitterrand Anfang der 1980er Jahre seine von stark steigenden Staatsausgaben geprägte Politik aufgeben und zu einer konservativeren Finanzpolitik zurückkehren. Auch in den USA verhinderten steigende Zinsen auf Staatsanleihen die Umsetzung von Bill Clintons Plänen zum Ausbau des Wohlfahrtsstaates und zwangen ihn zu einem harten Sparkurs.

US-Treasuries sind also von dieser Entwicklung nicht ausgenommen. Europäische oder asiatische Regierungen könnten sich vom Kauf dieser Papiere zurückziehen. Der weltgrösste Anleihemanager Pimco hat sich in den vergangenen Monaten bereits zurückgehalten, weitere US-Staatsanleihen zu kaufen, da offenbar Zweifel an der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung aufgekommen sind. Der Markt spricht so eine Warnung aus und wird in Zukunft auch Trump disziplinieren: Steuersenkungen und steigende Staatsausgaben haben einen hohen Preis.



The Economist

## Finanzmärkte verunsichert

### Die disziplinierende Wirkung der Finanzmärkte

Seit der Finanzkrise 2008 hat sich die US-Staatsverschuldung von 9.3 auf 36 Billionen Dollar fast vervierfacht. Erstmals in der Geschichte der USA gibt Washington heute mehr Geld für den Zinsdienst als für die Verteidigung aus. Eine Trendwende ist nicht absehbar. Alle hundert Tage wächst die Schuldenlast um weitere 1'000 Milliarden Dollar. Im Januar 2025 stiegen die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen trotz mehrfacher Leitzinssenkungen der US-Notenbank auf fast 4.8%. Ähnlich hohe Renditen waren zuletzt im Sommer 2006 zu beobachten.

Der Zeitpunkt, an dem die Finanzmärkte eine Korrektur der staatlichen Fiskalpolitik erzwingen, ist schwer zu prognostizieren. Es könnte länger dauern, bis sich die Sorgen der Finanzmarktakteure deutlich manifestieren, die Auswirkungen auf das globale Finanzsystem könnten dann aber umso gravierender sein.

## Finanzmärkte verunsichert

### Ausblick

Wir gehen davon aus, dass global die Aussichten für ein moderates Wirtschaftswachstum auch 2025 bestehen und Inflation ein Dauerthema bleibt. Diese dürfte in den USA und vor allem in Europa bei etwa 2.5% liegen. Angesichts des verlangsamten Geldmengen- und Kreditwachstums in den grossen Volkswirtschaften scheint ein dauerhaftes Wiederaufleben des Inflationsdrucks auf breiter Front unwahrscheinlich, allerdings werden höhere Zölle die Güterpreise vorübergehend nach oben treiben. Die Renditen von US-Anleihen erscheinen daher auf dem aktuellen Niveau angemessen, wenngleich auch der Aufwärtsdruck auf die Kurse eher begrenzt zu sein scheint, es sei denn, das Wirtschaftswachstum enttäuscht die Markterwartungen. An den Aktienmärkten sind vor allem die Bewertungen in den USA im historischen Vergleich immer noch hoch. Die Rotation aus den USA nach Europa sowie von aggressiven Aktien in defensivere Titel und Sektoren wird vorerst anhalten. Marktkorrekturen sind wahrscheinlich und können attraktive Einstiegsmöglichkeiten bieten.

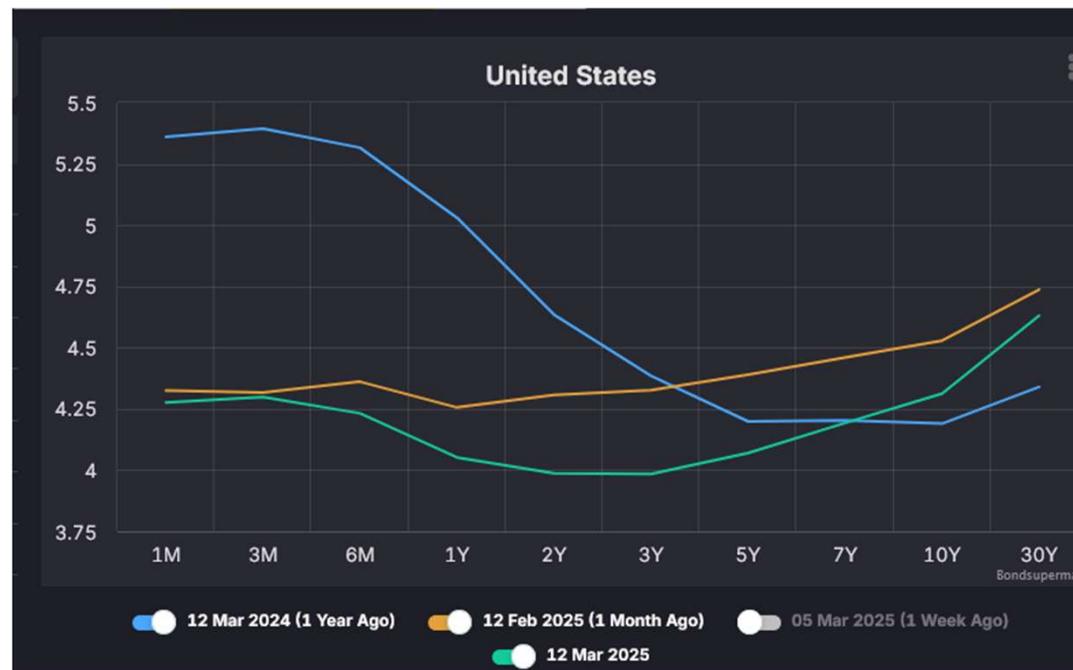
Wir bleiben bei Anleihen mit langen Laufzeiten vorsichtig. Bei Aktien rechnen wir mit einer volatilen Seitwärtsbewegung und tendieren derzeit dazu, die Aktienquote zu reduzieren, wenn die Aktienmärkte stark sind, aber auch um von möglichen Rückschlägen in den USA und anderswo im Jahr 2025 zu profitieren. Das Portfolio sollte auch in Unternehmensanleihen untergewichtet bleiben, da die Kreditspreads nach wie vor eng erscheinen.



## Anleihen: Normalisierung der Zinsstrukturkurve ist Realität und wird sich fortsetzen

In den westlichen Ländern sind die Obligationenrenditen bei den langen Laufzeiten gestiegen. Damit haben sich die in den Vorjahren noch inversen Zinskurven in den USA, in Europa und auch in der Schweiz langsam normalisiert, was wir eigentlich schon lange erwartet hatten.

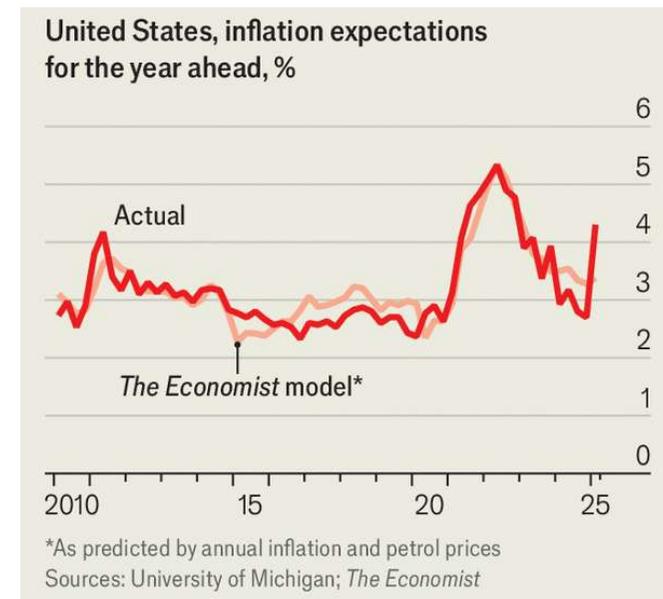
Zinskurven USA



## Anleihen: Normalisierung der Zinsstrukturkurve ist Realität und wird sich fortsetzen

Für Anleger wird es nun äusserst interessant, die Zinsentwicklung an den US-amerikanischen Kapitalmärkten zu verfolgen. Die Papiere mit einer Laufzeit von zehn Jahren haben seit dem Sommer 2024 deutlich an Wert verloren, was sich in steigenden Zinsen widerspiegelt. Lag der Zinssatz im September noch bei 3.6%, stieg er bis Februar auf 4.6%. Erst im März sind die Renditen von US-Schatzpapieren aufgrund der Abwärtsrisiken für die Wirtschaft wieder leicht gesunken. Die grösste Sorge bereitet derzeit die Einführung höherer Zölle, von denen erwartet wird, dass sie, wenn sie anhalten, die Preise in die Höhe treiben und das Wachstum in den USA und in Übersee dämpfen werden.

Der Zinsanstieg in den USA lässt sich damit erklären, dass die USA im Vergleich zu anderen Schuldnern an Attraktivität verloren haben, z. B. wegen der enorm hohen Staatsverschuldung und der Unfähigkeit des US-Kongresses zu sparen. Darüber hinaus preisen Investoren langfristig eine höhere Inflation an. Dies lässt sich gut an der Renditedifferenz zwischen inflationsgeschützten und normalen Staatsanleihen ablesen.



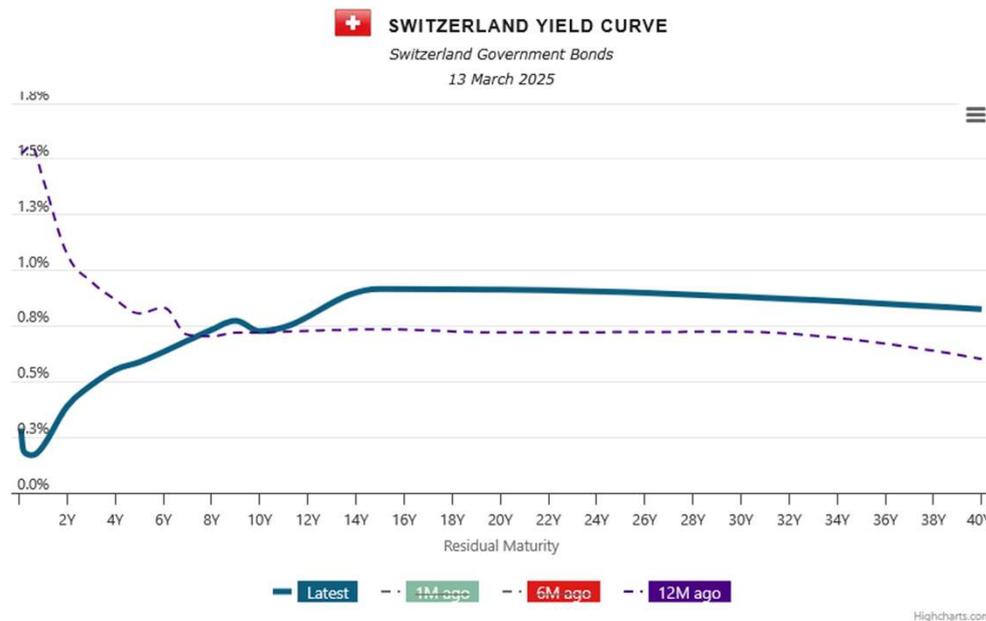
## **Anleihen: Normalisierung der Zinsstrukturkurve ist Realität und wird sich fortsetzen**

Ein Grund dafür könnten die von Donald Trump angedrohten Importzölle sein. Wenn die Inflationserwartungen deutlich von den zwei Prozent abweichen, die die Fed anstrebt, ist das ein grosses Problem. Es würde bedeuten, dass der Markt das Vertrauen in die Notenbank verliert. In diesem Fall müsste die Fed alle Hebel in Bewegung setzen, um das Vertrauen zurückzugewinnen, und gegebenenfalls sogar die Leitzinsen wieder anheben. Damit würde sich die Notenbank auf einen scharfen Kollisionskurs mit dem Weissen Haus begeben.

Wir gehen davon aus, dass sich die Normalisierung der Zinskurven in den westlichen Ländern fortsetzt. Die Zentralbanken dürften die Leitzinsen weiter senken. Allerdings können sie mit ihrer Geldpolitik nur die kurzfristigen Zinsen beeinflussen, während die langfristigen Zinsen angesichts der meist immensen Verschuldung hoch bleiben werden. Um ihre Schulden weiter finanzieren zu können, müssen die einzelnen Staaten attraktive Zinsen bieten. Wir erwarten daher einen weiteren Rückgang der Renditen vor allem im kurz- und mittelfristigen Laufzeitenbereich. Die langfristigen Zinsen werden weniger stark reagieren oder sogar ansteigen, was zu einer weiteren Normalisierung der Zinsstrukturkurve in den wichtigsten Industrieländern führen wird.

## Anleihen: Normalisierung der Zinsstrukturkurve ist Realität und wird sich fortsetzen

Da zusätzliche Schulden die Inflation anheizen, bleiben Anleihen mit langen Laufzeiten wegen des drohenden Kaufkraftverlusts unattraktiv. Irgendjemand muss die zusätzlichen Ausgaben finanzieren. Neben den Steuerzahlern sind dies vor allem die Sparer, deren Guthabenverzinsung in Europa und insbesondere in der Schweiz inflationsbereinigt sinkt. Sie leiden also nach wie vor unter der finanziellen Repression.



## Volatilere Aktienmärkte

Für die Aktienmärkte hat das Jahr 2025 positiv begonnen, insbesondere in Europa und Grossbritannien. Die europäischen Märkte begrüßten die Aussicht auf niedrigere Zinsen. US-Aktien profitierten zunächst von den soliden Ergebnissen des vierten Quartals, der zunehmenden Risikobereitschaft der Anleger und dem wieder aufkeimenden Optimismus hinsichtlich einer möglichen Deregulierung in den USA. Dann jedoch haben die handelspolitischen Entwicklungen in den USA und die Androhung von Zöllen auch den US-amerikanischen Aktienmarkt belastet. So gerieten US-Aktien kurzzeitig ins Wanken, als bekannt wurde, dass das KI-Modell des chinesischen Unternehmens DeepSeek zu einem Bruchteil der Kosten vergleichbarer Modelle aus den USA entwickelt wurde.

Was die Aussichten für Aktien betrifft, sind US-Papiere im historischen Vergleich teuer bewertet. Selten war das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P500 so hoch wie heute und selten war die Differenz zwischen Aktien- und Anleiherenditen so gross. US-Aktien befinden sich seit Oktober 2022 in einem zyklischen Bullenmarkt und haben nur zwei grössere Rückschläge erlebt, zuletzt im Juli/August 2024. Eine Marktkorrektur von 5 - 10% im Jahr 2025 scheint immer wahrscheinlicher und sollte als gesunde Entwicklung im aktuellen Bullenmarkt betrachtet werden.



## Volatilere Aktienmärkte



Auf der anderen Seite könnten europäische Aktien zumindest vorübergehend von der neuen Schuldenwelle profitieren. Das jüngst angekündigte Finanzpaket der deutschen Regierung sowie der geplante drastische Anstieg der Verteidigungsausgaben auf EU-Ebene sollten das Vertrauen in die Wirtschaft stärken und das Konsumentenvertrauen sowie das Geschäftsklima stützen. Die günstige Bewertung spricht für Investitionen in europäische Aktien, die sich seit Jahresbeginn besser entwickelt haben als US-Aktien. Da zusätzliche Schulden die Inflation anheizen, bieten Aktien zudem Schutz vor dem drohenden Kaufkraftverlust.

## Währungen

Der Protektionismus der Trump-Regierung dürfte die US-Handelsbilanz verbessern und den Dollar stärken, zumindest solange die Notenbank nicht mit Donald Trump aneinandergerät. Dieser hat bereits erklärt, dass er mehr von Geldpolitik verstehe als der Präsident der Fed und weitere Zinssenkungen anstrebe. Er könnte daher versuchen, die Unabhängigkeit der Notenbank auszuhebeln und eine Zinssenkungspolitik durchzusetzen. Dann wäre es mit der relativen Stärke des US-Dollars vorbei.

Der Euro bleibt unter Druck. Die Wirtschaftsdaten zeigen, dass die Eurozone im vierten Quartal stagnierte, Deutschland und Frankreich sogar schrumpften. Die Entwicklung war einmal mehr schwächer als erwartet. Für die Schweiz heisst dies nichts Gutes, denn niedrige Eurozinsen in einem stagnierenden Umfeld bedeuten in der Regel einen schwachen Euro.

Die Schweizerische Nationalbank wird grosse Mühe haben, den Franken zu verteidigen. Ohne Devisenkäufe und Zinssenkungen wird es nicht gehen. Sie dürfte an der Null-Prozent-Linie festhalten. Angesichts der aktuellen Wirtschaftslage in Europa kann aber auch die Rückkehr zu Negativzinsen nicht ausgeschlossen werden.

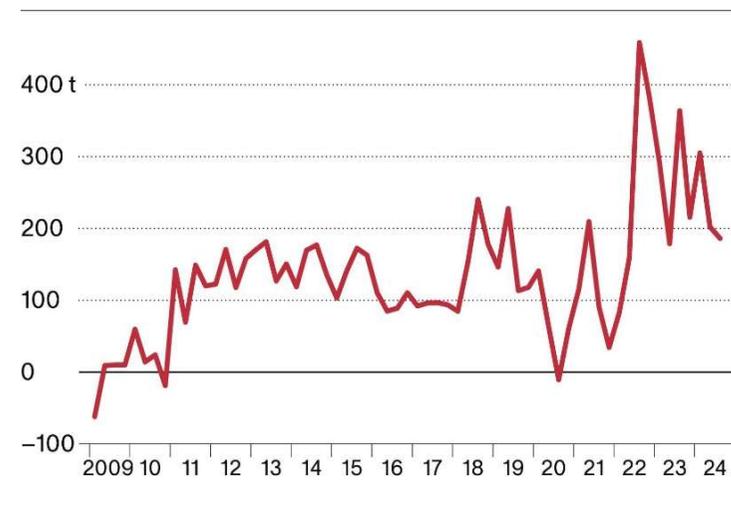
## Alternative Anlagen: Gold bleibt attraktiv

Der Goldpreis ist im Jahr 2024 um 27% gestiegen. Auch in diesem Jahr liegt er mit 2.7% im Plus. Dieser starke Anstieg spiegelt einen Vertrauensverlust gegenüber den wichtigsten Weltreservewährungen wider.

Die Gründe für den jüngsten Höhenflug sind vielfältig: geopolitische Unsicherheiten, Goldkäufe der Zentralbanken, hohe Staatsverschuldungen, Sorgen um hohe Aktienkurse etc. Vor allem aber weist Gold eine geringe Korrelation zu anderen Vermögenswerten auf, gilt als Krisenwährung und hat sich in der Vergangenheit als Absicherung gegen Inflation bewährt. Damit eignet es sich als Diversifikationselement in der Portfoliostruktur.

Als Geldanlage hat das Edelmetall allerdings den Nachteil, dass es weder Zinsen noch Dividenden abwirft. Gegenwärtig ist dies nicht so gravierend, da die Realzinsen in der Schweiz und in Europa sehr niedrig oder sogar negativ sind. Eine echte Gefahr für den Goldpreis könnten steigende US-Realzinsen werden.

Goldkäufe von Zentralbanken auf höherem Niveau  
Käufe pro Quartal



## BofA-Umfrage vom März 2025

### Die Umfrage zeigt einen starken Rückgang der US-Aktienallokationen

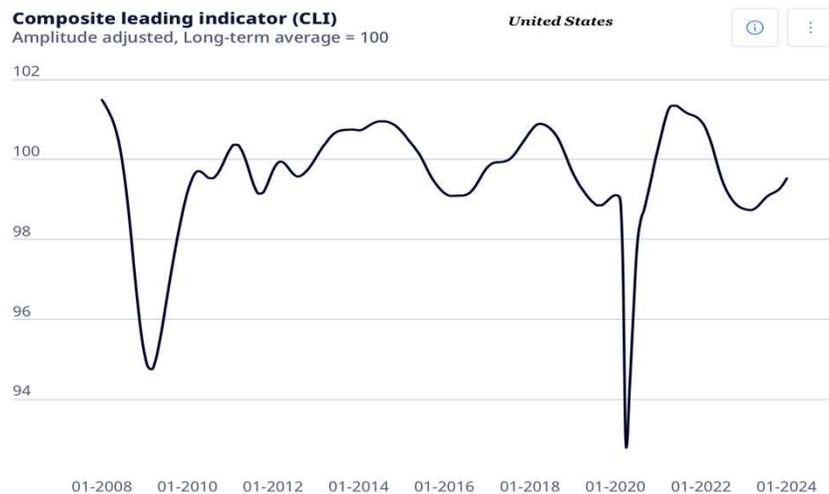
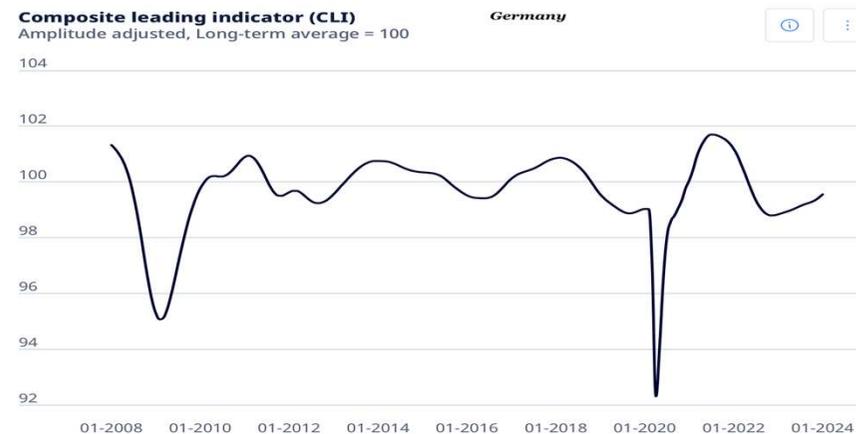
Die jüngste Umfrage der Bank of America unter Fondsmanagern zeigt eine deutliche Umschichtung von US-Aktien in europäische Aktien, angetrieben durch den fiskalischen Stimulus in Deutschland und steigende Verteidigungsausgaben. Netto erwarten 60% der Investoren ein stärkeres Wachstum in Europa.

Dieser Stimmungsumschwung ist größtenteils auf die wachsende Besorgnis über die Wirtschaftsaussichten in den USA zurückzuführen. Erstaunliche 83 Prozent der Anleger erwarten nun eine Verlangsamung des US-Wachstums, verglichen mit nur 28 Prozent im letzten Monat - die stärkste Stimmungverschlechterung seit Jahren.

Mit der Umschichtung von Kapital nach Europa erhöhen die Anleger ihr Engagement in Finanz- und Industriewerten. Auch Nebenwerte rücken wieder stärker in den Fokus. 50 Prozent der Befragten bevorzugen zyklische gegenüber defensiven Werten. Deutschland bleibt beliebtester Aktienmarkt in Europa

## OECD Composite Leading Indicators

Dezember 2024



Source: OECD - Composite Leading Indicators

## Anhang 1

	Interest rates, %	
	3-month latest	10-years gov't bonds, latest
<b>United States</b>	<b>4.8 (4.8)</b>	<b>4.2 (4.5)</b>
<b>Japan</b>	<b>0.47 (0.22)</b>	<b>1.5 (1.1)</b>
<b>Euro area</b>	<b>2.4 (2.7)</b>	<b>2.8 (2.3)</b>
<b>Switzerland</b>	<b>0.43 (0.4)</b>	<b>0.7 (0.3)</b>

( ) previous quarter

Der Inhalt dieser Ausarbeitung ist vertraulich und nur zur Nutzung durch den Adressaten bestimmt. Die Informationen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Gewähr für die Richtigkeit des Inhaltes und vollständige Darstellung aller wesentlichen Gesichtspunkte kann jedoch nicht übernommen werden. Bei Nachdruck – auch auszugsweise – bitten wir um Quellenangaben.

Einige Beiträge zu aktuellen Themen aus den verschiedenen Anlageberichten sind auf unserer Website unter der Rubrik "Current Topics" zu finden:

[www.benelli-consulting.ch](http://www.benelli-consulting.ch)