



Dr. Sandro Merino
Chief Investment Officer
Bank Cler

- **Zins- und Personalentscheide im Dezember**
- **Shutdown endet, Tech-Gewinne, US-Zölle**
- **November mit positiver Renditeentwicklung**

Zins- und Personalentscheide im Dezember

Die Spekulationen verdichten sich, dass der US-Präsident für die nächstes Jahr anstehende Nachfolge für den gegenwärtigen US-Notenbank-Chef Jerome Powell einen Entscheid getroffen hat. Die Wahl des US-Notenbank-Präsidenten muss auch durch den Senat bestätigt werden. Im Fokus steht Kevin Allen Hassett, der gegenwärtige Direktor des Nationalen Wirtschaftsrates der Vereinigten Staaten. In einem Interview hat Hassett die Nomination nicht bestätigt, er hat aber mitgeteilt, er würde die Kandidatur annehmen, falls der Präsident ihm die Rolle tatsächlich anbieten sollte. Hassett hatte sich jüngst für Zinssenkungen ausgesprochen, um Hypotheken- und Leasing-Zinsen für US-Konsumenten zu senken. Der von Trump gegenüber dem amtierenden Fed-Präsidenten Jerome Powell sehr aggressiv geäusserte Wunsch nach tieferen Leitzinsen liegt bei der Wahl wohl in Trumps Strebem. Allerdings dürfte ein im Senat bestätigter neuer Fed-Präsident dennoch die Prinzipien einer evidenzbasierten Geldpolitik mehr beachten als die Versuche der indirekten politischen Einflussnahme durch Donald Trump. Aus dem Protokoll des Entscheides zur jüngsten USD-Leitzinssenkung vom 29. Oktober ergibt sich ein gespaltenes Votum der Mitglieder des Offenmarktausschusses und der Mitglieder des Gouverneursrates der US-Notenbank. Dies hatte zu Spekulationen über einen möglichen Verzicht auf eine weitere USD-Leitzinssenkung am kommenden Termin vom 10. Dezember geführt. Seither waren die Erwartungen zum kommenden Entscheid an den Zinsmärkten schwankend. Gegenwärtig schwingt das Pendel klar in Richtung der Erwartung einer weiteren Zinssenkung am 10. Dezember.

Am folgenden Tag wird die Schweizerische Nationalbank ihren Zinsentscheid fällen. Erwartet wird ein Festhalten am gegenwärtigen Null-Zins. Schliesslich wird erwartet, dass die Europäische Zentralbank (EZB) am 18. Dezember ebenfalls am aktuellen Leitzins von 2% (Einlagensatz) festhält.

Shutdown endet, Tech-Gewinne, US-Zölle

Am 13. November wurde der bislang längste Shutdown (Haushaltsblockade im US-Kongress) in den USA beendet. Donald J. Trump hat ein entsprechendes Gesetz unterschrieben. Der Shutdown dauerte 43 Tage. Erst mit den Stimmen von einigen Demokraten im Senat konnte der Stillstand vieler Bundesbehörden aufgehoben werden. Auf das Bruttoinlandsprodukt der USA hat der Shutdown üblicherweise aber keine nachhaltig negativen Auswirkungen. Die Auszahlung von Gehältern etc. ist am Ende nur zeitlich verschoben. So rechnet beispielsweise Oxford Economics für das Jahr 2025 mit einem negativen Einfluss auf das US-BIP von 0,1%, hat aber im selben Umfang die Schätzungen für das Jahr 2026 erhöht.

Die Datenlage für den US-Aktienmarkt ist ambivalent. Einerseits gute Leistungsausweise und Erwartungen hinsichtlich weiter steigender Gewinne. Andererseits hohe Bewertungen und eine gewisse Anomalie bei der Verteilung der Bewertungen zwischen gross- und kleinkapitalisierten Unternehmen. Aufgrund dieser Ambivalenz sind wir bei Aktien nahe der Strategie – also neutral – gewichtet.

Im November hat es endlich Bewegung in der Frage der massiven US-Zölle auf Schweizer Exporte gegeben. Die Zölle werden auf 15% reduziert. Erleichterung bedeutet dies vor allem für Unternehmen aus den Bereichen Uhren und Schmuck sowie der Maschinen-, Metall- und Elektroindustrie. Solche Unternehmen sind nun im Vergleich zu ihren Konkurrenten aus der EU nicht mehr benachteiligt. Für Chemie- und Pharmaexporte waren die 39% Extrazölle nicht vorgesehen und diese Sektoren können künftig von noch besseren Exportrahmenbedingungen profitieren. Die verfügbare verbindliche Information bleibt aber für diese zwei Sektoren eher spärlich.

November mit positiver Renditeentwicklung

Seit Anfang November gewann der Schweizer SPI-Index rund 4,5%. Die seit Anfang 2025 aufgelaufene Rendite für ein Vermögensverwaltungsmandat mit Risikoprofil «Ausgewogen» liegt aktuell bei rund 10%.

Für den Technologiebereich bleiben wir trotz der aktuellen Bewertungsdiskussionen konstruktiv. Im SPI ist der Bereich Technologie mit weniger als 2% vertreten, in globalen Aktienindizes mit gut 20%. Wir haben bereits 2016 zu Anlagen in den Nasdaq 100 geraten. Wer damals investiert hat, konnte seinen Einsatz zwischenzeitlich verdreifachen bis vervierfachen. Wir empfehlen in solchen Fällen substanzelle Gewinnmitnahmen. Wer aber erst kürzlich in den Bereich Technologie und KI – massvoll – investiert hat, sollte die Positionen halten.

USA: Datenverfügbarkeit weiter eingeschränkt

Obwohl der Shutdown in den Vereinigten Staaten beendet wurde, stehen weiterhin wichtige Wirtschaftsdaten nicht zur Verfügung. Dies gilt unter anderem für die US-Arbeitsmarktberichte für die Monate Oktober und November. Diese sollen erst per 16. Dezember 2025 publiziert werden. Und damit nach der Dezembersitzung der US-Notenbank. Verfügbar sind dagegen Stimmungsindikatoren von Konsumenten und von Unternehmen. Auffällig ist, dass sich im November die Erwartungskomponenten sowohl beim Konsumentenvertrauen des Conference Board wie auch bei jenem der University of Michigan (Abb. 1) weiter auf tiefen Niveaus bewegen. Die Erwartungskomponente der University of Michigan liegt nahe den Tiefständen der vergangenen 20 Jahre. Auch die Stimmung in der Industrie bleibt eingetrübt. Der Einkaufsmanagerindex der Industrie (ISM) liegt aktuell bei 48,2 Punkten. Negativ ist dabei, dass die Subkomponenten des Indikators Inflationsdruck und einen schwächeren Arbeitsmarkt signalisieren. Die Konsensprognose für das BIP für 2026 liegt unter dem Durchschnitt der vergangenen 25 Jahre und verspricht einen Anstieg nahe 2%.

Eurozone: Bessere Stimmung im Dienstleistungssektor
 In der Eurozone hat sich die Stimmung bei Unternehmen im Dienstleistungsbereich verbessert, während sie sich in der Industrie nur wenig verändert zeigt (Abb. 2). Das gilt auch für die Einkaufsmanagerindizes. Hier liegt der Index für die Industrie mit 49,6 Punkten geringfügig unter der kritischen 50-Punkte-Marke, für den Bereich der Dienstleistungen mit 53,6 Punkten darüber. Auf dem Arbeitsmarkt gibt es kaum Veränderungen, die Arbeitslosenquote bewegt sich mit 6,4% nahe dem historischen Tief (6,2%). Die Konsensprognose (Median) für das BIP der Eurozone signalisiert entsprechend einen Zuwachs von etwas mehr als 1% für 2026.

Schweiz: BIP im 3. Quartal gesunken

Nachdem das Schweizer BIP im 2. Quartal noch leicht zulegen konnte, war im 3. Quartal ein Rückgang von 0,5% (QoQ) zu verzeichnen. Ursächlich hierfür war gemäss SECO insbesondere eine tiefere Wertschöpfung in der chemisch-pharmazeutischen Industrie, nachdem es in diesem Bereich im 1. Halbjahr aufgrund der US-Handelspolitik zu Vorzieheffekten gekommen war. Die starken Verzerrungen dürften aber mit der Einigung auf einen Zollsatz von 15% der Vergangenheit angehören. Entsprechend deutet das KOF-Konjunkturbarometer auf eine zwar unterdurchschnittliche, aber positive Konjunkturentwicklung hin (Abb. 3).

Abb. 1: USA – Konsumentenstimmung (Erwartungen)

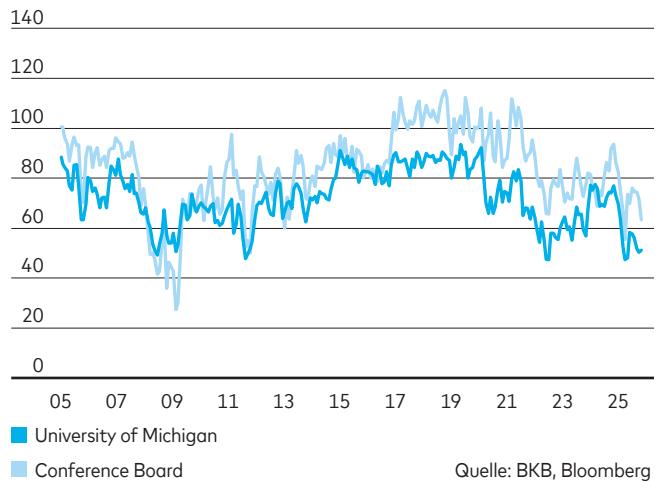


Abb. 2: Eurozone – Stimmungsindikatoren

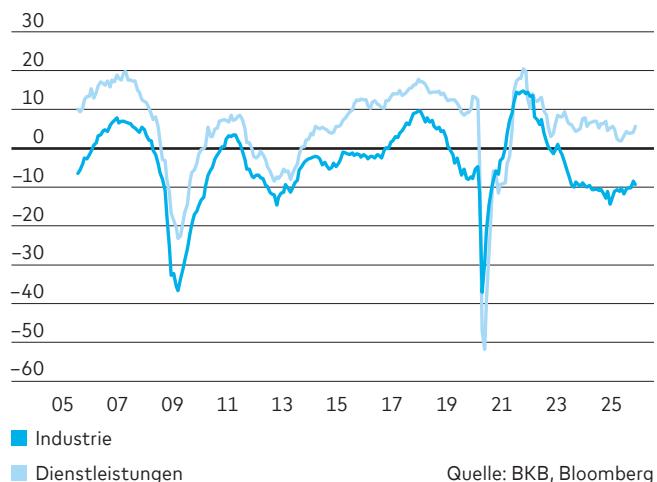
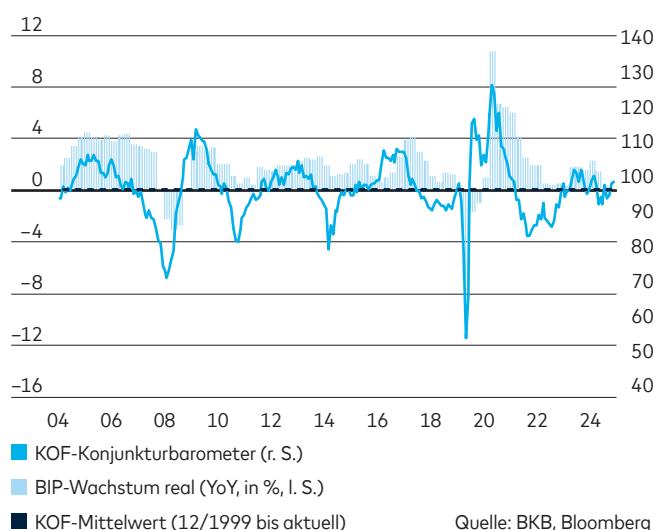


Abb. 3: Schweiz – KOF-Konjunkturbarometer



Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

Investment Letter 12/2025

Unterschiede zwischen Fed, EZB und SNB nehmen zu

Im Dezember richtet sich das Augenmerk vor allem auf die amerikanische Notenbank (Fed). Mehrere FOMC-Mitglieder äusserten unterschiedliche Einschätzungen zum künftigen Zinspfad. Dies deutet auf einen schwierigen Balanceakt zwischen Inflationsrisiken und einer Abkühlung des Arbeitsmarkts hin. Während die Dynamik am Arbeitsmarkt nachlässt, bleibt der Preisdruck im Dienstleistungssektor bestehen. Eine deutliche Mehrheit der Finanzmarktteilnehmer rechnet dennoch mit einer Zinssenkung im Dezember.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hält ihren Leitzins angesichts wirtschaftlicher Unsicherheiten vorerst stabil und sammelt weitere Daten, um Risiken besser einschätzen zu können. Die Inflation in der Eurozone liegt mit 2,2% nahe dem EZB-Ziel von 2%, weshalb eine Zinssenkung im Dezember als sehr unwahrscheinlich gilt. Der EZB-Rat betrachtet die aktuelle geldpolitische Position als solide, betont aber, dass Ruhe und vorsichtiges Vorgehen wichtig sind, um diese Stabilität zu erhalten.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hält den Leitzins aktuell bei 0%. Das niedrige Inflationsumfeld erlaubt weiterhin eine lockere Geldpolitik, während der Franken als Stabilitätsanker wirkt.

Ausblick

Im November entwickelten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen unterschiedlich. Während in den USA die Rendite leicht nachgab, zogen in Deutschland und der Schweiz die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen im November 2025 moderat an.

In den kommenden Monaten dürften die Renditen in allen drei Regionen überwiegend stabil bleiben. In den USA sind moderate Schwankungen möglich, mittelfristig könnte es aber auch zu leichten Anstiegen kommen. In Deutschland und der Schweiz wird ein Seitwärtstrend erwartet, grössere Veränderungen sind nur bei unerwarteten Schocks wahrscheinlich.

Wir behalten unsere Untergewichtung bei den Obligationen in Schweizer Franken bei.

Schweizer Immobilienmarkt

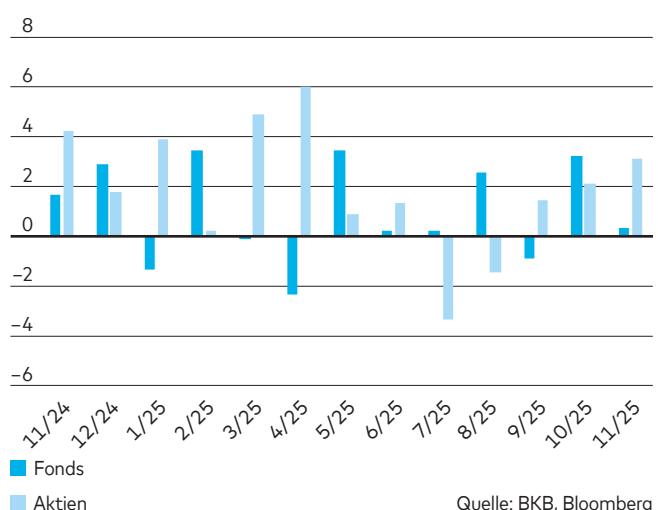
Nach einem goldenen Oktober waren kotierte Immobilienanlagen auch im November ein Lichtblick in der dunklen Jahreszeit. Beide Segmente konnten zulegen, wenn auch unterschiedlich stark. Fonds stiegen im November um 0,3% und notieren nun mit 9% höher als zu Jahresbeginn. Immobilienaktien waren weiterhin sehr stark gefragt und beendeten den Monat mit einem Zuwachs von 3,2%. Seit Jahresbeginn liegen sie erstaunliche 20,5% im Plus (Abb. 1). Damit hält der äusserst positive Zweijahrestrend weiterhin an.

Auch sonst waren die Kapitalmarkttransaktionen weiterhin sehr rege. Dies deutet auf einen sehr robusten Markt und eine ungebrochene Nachfrage seitens der Anleger hin. Mit dem frischen Geld werden Liegenschaften erworben oder die Schuldenlast reduziert.

Fundamental bleibt die Nachfrage nach Wohnraum stabil. Zu beobachten sind steigende Substanzwerte, stabile oder steigende Mieten und sinkende Leerstände. Auch die Ausschüttungsrenditen der Fonds bleiben mit durchschnittlichen 2,3% auf Indexebene sehr attraktiv. Durch den moderaten Preisanstieg der Fonds stagnieren im November die Aufgelder und liegen nun durchschnittlich bei 37%, mit einer Bandbreite von 65% bis -7% unter den einzelnen Fonds des SWIIT Index.

Wir sind aktuell bei den indirekten Immobilienanlagen leicht übergewichtet.

Abb. 1: Schweizer Immobilienmarkt
in %



Quelle: BKB, Bloomberg

Uneinheitliche Aktienperformance im November

Die globalen Aktienmärkte boten im November ein gemischtes Performancebild. Sehr erfreulich war die Entwicklung am Schweizer Aktienmarkt, wo das Indexschwergewicht Roche dank Forschungserfolgen mit einem Kursplus von 18,7% herausragte – nach einem Anstieg von 20% im Januar 1997 der zweithöchste monatliche Kursanstieg für die Aktie in den letzten 35 Jahren. Andere grosse Aktienmärkte legten dagegen nach der starken Aufwärtsbewegung in den Vormonaten eine Verschnaufpause ein (Abb. 1).

Angesichts der hohen Bewertungen von Technologietiteln und Zweifeln an der Profitabilität der enormen KI-Investitionen hielten sich die Investoren trotz guter Geschäftsergebnisse von diesem Bereich fern. IT-Werte waren global der schwächste Sektor im November. Angesichts der Rotation zeigten sich die vorherigen regionalen Gewinner mit hoher IT-Konzentration wie USA, Taiwan oder Korea schwach. Dagegen führten Aktien aus dem Gesundheitssektor das Sektorranking an (Abb. 2). Davon profitierte auch der Schweizer Aktienmarkt.

Innerhalb des Schwellenländerindex fielen neben den Tech-Hochburgen auch die Aktienmärkte im Nahen Osten branchenübergreifend durch eine schwache Monatsperformance auf. Der Abwärtstrend beim Ölpreis löste Sorgen aus. Dagegen setzte sich die Rallye lateinamerikanischer Aktien in den meisten Ländern der Region fort.

In der Eurozone gehörten Aktien aus der Baubranche zu den stärksten Gewinnern. Sie profitierten von der Hoffnung auf ein Kriegsende in der Ukraine. Die ebenfalls zum Industriesektor zählenden Unternehmen aus dem Verteidigungsbereich gaben hingegen deutlich nach.

Anlagestrategie

Unser Aktiengewicht liegt weiterhin nahe der strategischen Quote. Den sehr hohen Bewertungen am US-Aktienmarkt steht ein kräftiges Gewinnwachstum gegenüber, und die moderaten Konjunkturaussichten werden von den Erwartungen einer weiterhin expansiven Geldpolitik begleitet.

Abb. 1: Regionale Aktienperformance im November 2025

Index, 31.10.2025=100

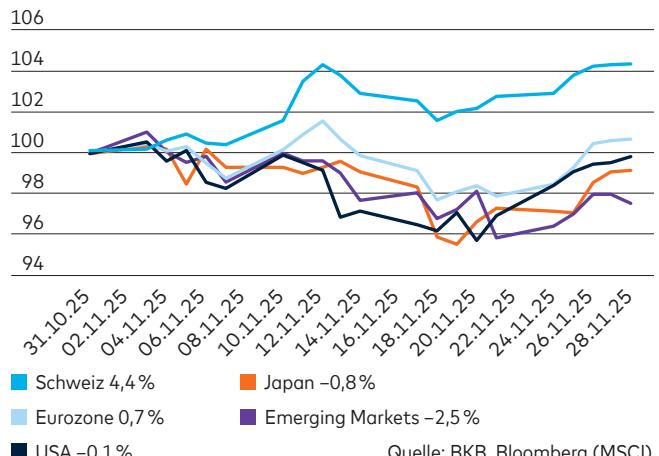


Abb. 2: Sektorperformance MSCI World im November relativ zum Gesamtmarkt in %

