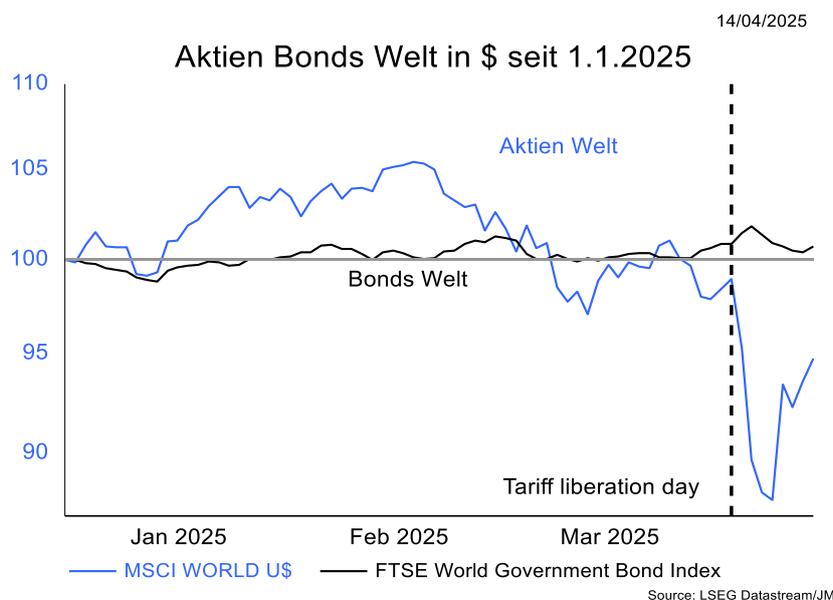


Kommentar zur Anlagepolitik

Fehlstart der Regierung Trump

Investoren interpretierten die Wahl Trump als «Pro-Business, Pro- Growth, Pro-USA». Der Wert der US-Unternehmen hat in der Folge deutlich zugelegt. Diese Erwartung ist innerhalb weniger Wochen enttäuscht worden. Die Mehrwerte sind bis zum Quartalsende mehr als verloren gegangen. Mit den am 2. April präsentierten Zöllen, hat der US-Präsident Kapital und Zukunftschancen zerstört, wie wir das historisch kaum je gesehen haben. Der Wert der Unternehmen hat sich innerhalb einer Woche um rund 15% reduziert.



Das entspricht einer Kapitalvernichtung von rund 15 000 Mrd. Dollar. Es muss einen Präsidenten mit Genugtuung erfüllen, solche Veränderungen in der Weltwirtschaft mit wenigen Unterschriften bewirken zu können.

Was lief falsch?

Seine Absicht, Industrie-Jobs in die USA zurückzubringen, mag ihn ehren und ihm sicher viele Stimmen bringen. Aber der gewählte Weg dazu ist weder theoretisch noch empirisch fundiert. Er ist offensichtlich schlecht beraten worden. Es rächt sich jetzt, dass sein Kabinett aus Leuten besteht, die über wenig politische und - noch weniger – über ökonomische Kompetenz verfügen. Leute zudem, die sich vor allem durch Loyalität auszeichnen und sich gewohnt sind, keine kritischen Fragen zu stellen. Nur so ist es zu erklären, dass er der Welt Strafzölle auferlegt, die grossen Schaden anrichten, vor allem in den USA selbst. Das war zumindest die Botschaft der Wallstreet, die ihn am 9. April zur Raison gebracht hat, indem er einmal mehr praktisch im Alleingang (Besset) entschieden hat, die Übung mit den reziproken Zöllen abbrechen, bzw. um 90 Tage zu verschieben. Ein Sachverhalt, der Euphorie an den Aktienmärkten ausgelöst hat. Allerdings verbleiben die 10%-Zölle

auf alle importierten Waren und die 25%-Zölle für eingeführte Automobile. Auch die Zölle für Stahl und Aluminium bleiben in Kraft. Nur China wird noch weiter bestraft. Sie müssen jetzt 145% Zoll bezahlen. Diese Botschaft hat zwei Seiten. Erstens bestätigt es das konzeptionslose Vorgehen der Regierung und zweitens hat er sich erstmals seit langem wieder vom Urteil der Aktien- und Bondmärkte disziplinieren lassen. Das ist beruhigend, da wir annehmen können, dass er nicht nochmals derart gravierende Fehlentscheidungen treffen wird. Trotzdem: Es sind immer noch die höchsten Zölle seit dem zweiten Weltkrieg und die reziproken, prohibitiven Zölle sind nur aufgeschoben. Es lohnt sich, deren potenzielle Wirkungen zu skizzieren.

Zölle auf ausländische Waren bedeuten, dass die Regierung faktisch eine Steuererhöhung für die eigenen Konsumentinnen und Konsumenten beschliesst. Der Staat hat dann zwar höhere Steuereinnahmen aber auf Kosten des verfügbaren Einkommens der Wählenden und der Exporteure. Und dass die Preise steigen, ist gewiss. Und zwar nicht nur wegen der Zölle, sondern auch, weil alle anderen US-Preise auch steigen. Denn die Zölle führen zu einer Verknappung des ausländischen Angebots. Es findet ein eigentlicher Angebotschock statt. Er führt dazu, dass vermehrt amerikanische Produkte nachgefragt werden. Damit steigen auch diese Preise. Sie haben für die Aktionäre der betroffenen Branchen die angenehme Nebenwirkung, dass Unternehmen ihre Margen und Gewinne erhöhen können. Ein Phänomen, das wir in der Covid-Krise feststellen konnten, als die Lieferunterbrüche zu Knappheiten führten. Makroökonomisch führt der Verlust an Kaufkraft der Konsumenten jedoch zu einem Rückgang des Wirtschaftswachstums. Erste Schätzungen gehen von einer Reduktion des Wachstums des US-BIP im Jahr nach der Einführung der Zölle auf maximal 0.5% aus (bisherige Wachstumserwartung ohne Zölle: ca. 2%). Dies bei gleichzeitigem Anstieg der Inflation. Ohne die reziproken Aufschläge dürfte der Rückgang des US-BIP rund die Hälfte betragen. Auch die Preiserhöhungen dürften wesentlich geringer ausfallen. Zudem stufen wir die Preiserhöhungen als transitorisch ein. Der Preisschock würde sich nur über Zweitrundeneffekte (Lohnerhöhungen) mit abnehmenden Ausschlägen fortsetzen.

Schaden nehmen würde auch der Rest der Welt, wobei Kanada, Mexiko, Europa und China den höchsten Preis bezahlen. Sie haben bedeutende Verflechtungen mit den USA, wie Kanada und Mexiko oder sie verfügen über einen grossen aussenwirtschaftlichen Bereich, wie Europa oder sie sind mit besonders hohen Strafzöllen belegt, wie China, dem seit dem 9. April ein Satz von 145% verrechnet wird. Diese Exporteure sind mit einer Preisreduktionen konfrontiert, da sie nicht den gesamten Zoll auf die amerikanischen Konsumenten überwälzen können. Zudem können sie weniger Güter in den USA absetzen. Das bedeutet Produktionseinschränkungen mit Kurzarbeit, Entlassungen oder gar Betriebsaufgaben. Für Kanada sind diese Fragen existentiell. Ob Trump mit diesem brutalen Vorgehen tatsächlich beabsichtigt, die kanadische Regierung zu stürzen und damit einen nicht-militärischen Anschluss des Landes zu erreichen, muss offenbleiben. Überraschen würde es nicht, angekündigt hat er diese Zielsetzung bereits Anfang Jahr. Ein überzeugender Beitrag für seine «MAGA-Anhänger», die die Vision eines Amerika vom «Golf von Amerika» bis zum Nordpol mit Begeisterung aufgenommen haben. Grönland rundet dieses Bild «natürlich» ab.

Auch für Europa sind die Zölle erschreckend hoch ausgefallen, wobei Länder und Firmen ganz unterschiedlich betroffen werden, je nachdem ob die Firmen eigene Produktionsanlagen in den USA haben oder nicht. Besonders betroffen ist zweifellos Deutschland, das über einen grossen Exportbereich verfügt. Der Ausstieg aus der Rezession dürfte sich nochmals verzögern. Europa insgesamt dürfte sich jedoch in diesem Jahr über der Nulllinie halten können. Der allfällige Einbruch des amerikanischen Absatzmarktes würde jedoch zu einem globalen Angebotsüberhang führen. Deshalb werden die Inflationsraten ausserhalb der USA weiter unter Druck geraten und der EZB gestatten, die Zinsen weiter zu senken.

Wie könnte es weitergehen? «Nobody knows»

Trotzdem sei der Versuch gemacht, die Probleme zumindest zu strukturieren.

Die US-Regierung hat international enorm viel Vertrauen verloren. Es besteht auch wenig Aussicht darauf, dass diese Regierung zu einem verlässlichen, rationalen Politikstil finden wird. Denn USA-intern hat Trump die Fäden sowohl medien- wie machtmässig fest in der Hand. Jeder Republikaner, der Kritik übt, wird sofort bestraft. Das gilt auch für den Rest der Welt. Wehe, es getraut sich ein Präsident eines gebeutelten Landes, Gegenzölle zu erheben. Strafe folgt sofort. China weiss davon zu berichten. Erst wenn die US-Bürger selber realisieren, dass die grossartigen Narrative des Präsidenten schlicht ihre Realität nicht widerspiegeln, wird sich eine kritischere Beurteilung durchsetzen. Es gilt dabei, die Meinungsumfragen gut zu verfolgen. Erst wenn die Republikaner merken, dass ihr Mandat in den Zwischenwahlen verloren gehen könnte, wird der Sololauf ihres Autokraten gestoppt werden. Dann wird der Kongress die verfassungsmässigen Kompetenzen wieder zurückholen. So weit sind wir aber noch nicht.

Vorerst gehen wir davon aus, dass – mit der 90-tägigen Verschiebung - kein eigentlicher Handelskrieg ausbricht. Dabei ist es nötig, dass Europa auf das angemahnte Sanktionspaket verzichtet, sollten die Verhandlungen zu keinem Erfolg führen. Andernfalls wird es die Folgen der Majestätsbeleidigung zu spüren bekommen. Deshalb gehen wir davon aus, dass jetzt alle wichtigen Handelspartner flehentlich (Trump-Video vom 8.4.2025) in Washington antraben und Vorschläge machen, die «Amerika gross machen». Wahrlich keine einfache Aufgabe angesichts des «Wohlstandes», den die Zölle den Amerikanern bringen sollen, nämlich Reichtum, Jobs und «A Golden Age», nachdem «die Welt Amerika über Jahrzehnte miserabel behandelt hat». Trotz dieser widersprüchlichen Einschätzungen gehen wir davon aus, dass einige Deals feierlich verkündet werden. Er braucht sie dringend, angesichts der Misserfolge, die er bisher zu verzeichnen hatte. Ob sie dann halten, was sie versprechen, ist eine andere Frage. Besonders dringend ist auch eine Lösung für den von den USA angezettelten Handelskrieg mit China. Die US-Zölle von 145% und jene von China mit 84% haben prohibitiven Charakter. Sie würden bedeuten, dass der Handel weitgehend zusammenbrechen würde. Im Falle Chinas würde ein Grossteil des 2024 exportierten Volumens von 440 Mrd. \$ einbrechen. Dies würde einem schockartigen Einbruch des China-BIP von über 2% entsprechen. Damit wären über 14 Mio. Arbeitsplätze gefährdet. Auch in den USA wären die Auswirkungen unerfreulich. Es würde ein Exportvolumen von rund 140 Mrd. wegfallen. Dies entspricht rund einem halben Prozent des BIP.

Dazu kommen die 10% Zölle auf alle importierten Güter (2.5 Bill.\$ ex China) in die USA. Wenn wir annehmen, dass 20% des Exportvolumens wegfallen (0.5 Bill.\$) dann entspricht dies einem globalen Nachfrageausfall von rund 0.7% mit beträchtlichem deflationärem Potential. Ganz anders in den USA. Sie würden mit einem Nachfrage-Schock konfrontiert, da Importgüter durch heimische Produkte ersetzt werden müssten. Bei voller Substitution der wegfallenden Importgüter von rund 500 Mill.\$ würde dies einer Zusatznachfrage von mehr als 1.5% des BIP entsprechen. Dies würde in den betroffenen Sektoren zu deutlichen Preiserhöhungen führen, da die Binnenkapazitäten kurzfristig nur marginal erhöht werden können. Ein solcher Nachfrageschock wäre zudem mit deutlichen Margen- und Gewinnerhöhungen verbunden.

Auf Makroebene steht dem ein deutlicher Nachfrageausfall entgegen, da die Konsumenten weniger Kaufkraft zur Verfügung haben und den Konsum entsprechend einschränken. Dieser Effekt wird in den Prognosen stärker gewichtet, so dass netto mit einer Wachstumskorrektur in der Grössenordnung von 0.5 bis 0.75% gerechnet werden muss. Die Korrektur wird umso grösser, je mehr von den reziproken Zöllen wieder eingeführt werden sollten.

Auch geopolitisch ist mit einschneidenden Veränderungen zu rechnen. Insbesondere die von Verachtung geprägte Androhung Trumps, sich nicht mehr als Schutzmacht Europas zur Verfügung zu

stellen und die Ankündigung, Friedensverhandlungen mit Russland im Alleingang aufzunehmen, hat die Alliierten aufgerüttelt.

Für sie war klar: Europa muss sich von den USA emanzipieren und eine eigene Sicherheitsarchitektur aufbauen. Das gilt sowohl für die konventionelle als auch die atomare Abschreckung. Diese Erkenntnis hat insbesondere Friedrich Merz von der CDU veranlasst, die Schuldenbremse aufzugeben und zwar im Sinne von «whatever it takes». Die Märkte haben diese Botschaft euphorisch aufgenommen.

Damit dürfte ein langer Weg in Angriff genommen werden, der einem vieljährigen Konjunkturprogramm gleichkommt. Dabei wird es wichtig sein, alle Türen für eine regelgebundene, arbeitsteilige und globale Weltwirtschaft offen zu halten. Es geht dabei nicht um Wertegemeinschaften sondern um wirtschaftliche Wohlstandsgemeinschaften. Dazu gehören Freihandelsabkommen ohne ideologische Scheuklappen einschliesslich des asiatischen Raumes.. Europa muss sich Freiraum im Kampf um die Hegemonie zwischen den USA und China verschaffen. Es darf sich nicht länger von den USA instrumentalisieren lassen. Ein erster Test wird sich gleich mit den Zollverhandlungen ergeben.

Dieser Weg Richtung Souveränität und globale Offenheit dürfte für Europa grosse Chancen bieten und ermöglichen, dass die weltwirtschaftliche Ordnung wieder zurückfindet zu Recht statt Macht, Vertrauen, Kooperation und Arbeitsteilung und damit zu Wohlstand und Frieden.

Aus anlagepolitischer Sicht kann man den Schluss ziehen, dass die Regierung Trump einen Interventionismus in Staat und Privatwirtschaft betreibt, wie wir das noch selten erlebt haben. Es fehlt zudem an nachvollziehbaren Konzepten. Es fehlt an Verlässlichkeit und Kompetenz. Damit sind in wenigen Wochen Fehler gemacht worden, die das Rechtssystem, die internationale Ordnung, die Demokratie und das globale Wirtschaftssystem arg beschädigt haben. Damit haben die USA auch viel Soft Power verloren. Es ist auch nicht absehbar, dass sich das politisch kurzfristig ändern könnte. Nach wie vor hat Trump alle Fäden der Macht in seiner Hand. Investoren müssen deshalb weiterhin mit grosser Unsicherheit und Willkür rechnen. Anlagepolitisch dürfte damit die Volatilität hoch bleiben.

Gefährlich könnte es werden, wenn es einen Konflikt mit der amerikanischen Notenbank geben sollte. Trump drängt auf tiefere Zinsen, um die hohen Hypothekarzinsen senken zu können. Gleichzeitig sind Steuersenkungen in Diskussion, die den Verschuldungsgrad weiter erhöhen und die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer negativ beeinflussen könnten. Interessant ist auch, dass die vorübergehende Rücknahme der reziproken Zölle nicht dazu beigetragen hat, die langfristigen Zinsen zu senken. Im Gegenteil: Die prohibitive Erhöhung der Zölle für chinesische Importe auf 145% hat die Inflationserwartungen gar noch erhöht. Da viele mittelständische US-Unternehmen chinesische Zwischenprodukte für ihre Produkte verbauen, könnte ein völliger Ausfall ganzer Schiffsladungen zu Lieferkettenunterbrüchen führen, wie wir sie in der Pandemie eindrücklich erlebt haben. Die Folgen wären Angebotsverknappungen und Preisschocks. Nicht überraschend zeigen die neuesten Umfragen bei Konsumenten, dass sie in den kommenden Monaten deutlich höhere Preise erwarten. Sollte die Trump-Administration gar auf die Idee kommen, das FED für Staatsobligationen-Käufe einzusetzen, um die langfristigen Zinssätze zu reduzieren, würde weiteres Vertrauen in die Kompetenz dieser Administration verloren gehen.

Kritisch sind auch die Ideen des Chefökonom, Stephen Miran, zu beurteilen, der die Meinung vertritt, dass die Schulden der USA durch unfairen Handel zustande gekommen seien und deshalb eine Rückzahlung nicht im US-Interesse liegen könne. Er schlägt unter anderem vor, bestehende Schuldverschreibungen durch ewige, nichtverzinsliche Wertschriften zu ersetzen. Solche Ideen haben das Potenzial, eine Flucht aus dem Dollar zu bewirken, mit gravierenden Folgen für das

gesamte Finanzsystem. Nicht überraschend hat der Goldpreis seit der Wahl Trumps um über 20% zugelegt.

Bisher hat vor allem der reale Sektor der Weltwirtschaft Schaden genommen. Das offene Bemühen der Administration, die Macht Amerikas für den eigenen Vorteil einzusetzen, dürfte sie weder von der Besitznahme von Bodenschätzen oder gar Ländereien noch vor der wortlosen Entledigung «ungerechtfertigter» Schulden abhalten. Am liebsten sind Trump jedoch Abgaben ohne Gegenleistung. Einfach die hohle Hand hinhalten. Auch Gebühren, die nichts mit den Kosten zu tun haben, sind ein Objekt der Begierde. Es dürfte bald teurer werden für jene, die den Panamakanal durchqueren möchten.

Es dürfte schwer sein, das in der Startphase verlorene Vertrauen wieder, wieder aufzufangen. Wie sehr Reputationsverlust dem eigenen Geschäft schaden kann, hat sein Intimus Elon Musk gezeigt, dessen Erfolgsmodell für High Tech, Nachhaltigkeit und Lebensstil (TESLA) für viele zum Symbol für Machtmissbrauch und Rücksichtslosigkeit geworden ist, dessen man sich schämt, jemals herumgefahren zu sein. So könnte es noch einigen Ideen gehen, denen Trump im Wahlkampf seine volle Unterstützung zugesagt hat.

Es sind dies alles Perspektiven, die uns veranlassen, die Vermögensanlagen weniger risikoreich zu positionieren. Aktien sollen deshalb erstmals seit vielen Jahren wieder untergewichtet werden. Zudem soll die Exponierung gegenüber dem Dollar weiter reduziert werden. Auch der breiten Diversifizierung der Portfolios soll besondere Beachtung geschenkt werden.

Wir sind jedoch überzeugt, dass die wohlstandsschädigenden Ideen dieser Administration nicht Bestand haben werden. Sollten die US-Bürger realisieren, dass der eingeschlagene Weg ihnen mehr schadet als nützt, dann schwinden die Chancen auf einen Erhalt der Mehrheit in beiden Parlamentskammern bereits im Vorfeld der Zwischenwahlen 2026. Die Aussicht auf einen Verlust des eigenen Mandates könnte die Republikaner schon bald veranlassen, die autokratische Macht des Präsidenten zu beschränken und Kompetenzen ins Parlament zurückzuholen. Damit könnte zumindest das Risiko von Fehlentscheidungen einer kleinen Gruppe von Loyalisten, die abstrusen Ideen anhängen, vermindert werden.

Soweit sind wir aber noch nicht. Deshalb ist Vorsicht angebracht.

So viel zu den grossen Pinselstrichen eines Bildes, das nicht mehr viel vom Glanz und Gloria der MAGA-Bewegung enthält.

Mit herzlichen Grüßen

Prof. Dr. Josef Marbacher



Anlagestrategie 2. Quartal 2025

sensusPLUS

Anlagesitzung vom: 31.03.2025

		Anlagestrategie							
Anlagekategorie		Einkommen	+/-	Ausgewogen	+/-	Wachstum	+/-	Kapitalgewinn	+/-
Defensiv	Liquidität	8%	0%	7%	0%	5%	0%	5%	0%
	Festverzinsliche Anlagen inkl. Obligationenfonds	60%	0%	35%	0%	15%	0%	0%	0%
Offensiv	Aktien inkl. Aktienfonds + ETF	25%	0%	50%	0%	70%	0%	85%	0%
	Andere Anlagen Immobilien, Rohstoffe, Gold, strukturierte Produkte usw.	7%	0%	8%	0%	10%	0%	10%	0%
		100%		100%		100%		100%	

Weitere Rahmenbedingungen

Referenzwährung:

Schweizer Franken (CHF)

Währungsanteile:

CHF min. 50 %
 EUR max. 20 %
 USD max. 20 %
 GBP max. 15 %
 Übrige max. 20 %
 (pro Währung max. 10 %)

Bei den Anlagekategorien

sind Abweichungen von

+/- 5 % möglich.

Nach einem fulminanten Start ins 2025 mit neuen Höchstständen an den Aktienbörsen wurde das Ende des 1. Q und im Verlaufe des 2. Q zu einem turbulenten und sehr volatilen Börsenjahr, geprägt durch die "Trumpadministration". An allen Aktienmärkten hat die Verunsicherung mit dem aufgezwungen weltweiten Handelsstreit stark zugenommen und die Unternehmen müssen sich neuformieren sowie sich neu darauf einstellen. Es gibt nur wenige Branchen, die sich diesem Konflikt entziehen können.

Weiterhin haben wir den Ukrainekrieg und den "Gazastreifenkonflikt" ungelöst.

Wir sind darum zurzeit zurückhaltend bei Neuinvestitionen in den Aktienmärkten, da die gegenwärtige Marktlage noch zu unübersichtlich ist. Fremdwährungen meiden wir, da, wie immer in unruhigen Zeiten, der Schweizer Franken an Stärke weiter gewinnt und gesucht wird.

Wir halten oft mehr Liquidität (+5%) wie gewohnt zu Lasten der Aktienquoten und sind dort eher in allen Regionen mehrheitlich untergewichtet (-5%). Bei den Anleihen sind wir neutral gewichtet, genauso wie bei den Immobilienanlagen.

Die Zinsen werden im Verlaufe des Jahres in der Schweiz, der EU und der USA weiter sinken, darum werden dividendenstarke Aktien vor allem in der Schweiz weiterhin auch gefragt bleiben.

Unser Marktausblick für das aktuelle 2. Q 2025 ist nicht mehr ganz so positiv wie Anfang des Jahres und wir denken, dass wir bis auf Weiteres einen turbulenten und volatilen Aktienbörsenmarkt vorfinden werden. Die starken Aktiengewinne der letzten Jahre pausieren möglicherweise und könnten von moderaten "Anlagerenditen" bei den Aktienbörsen abgelöst werden!