

Fragen und Antworten zum Marktgeschehen

4. April 2025

- Die schärfer als erwarteten Zollmassnahmen halten die Aktienmärkte unter einem hohen Verkaufsdruck.
- Die Unsicherheit über den globalen Wirtschaftsausblick hat stark zugenommen, und das Risiko einer deutlichen Wachstumsabschwächung ist erheblich gestiegen.
- Im gegenwärtigen Umfeld halten wir uns mit Zukäufen am Aktienmarkt zurück. Wir raten aber von Panikverkäufen oder dem Wechsel aus einer für geeignet befundenen Anlagestrategie ab.

Björn Eberhardt, Leiter Investment Office
Marc Häfliger, Investment Strategie
Brian Mandt, Chefökonom

Warum sind die Finanzmärkte derzeit so nervös?

Der Hauptgrund sind die neuen Zollmassnahmen der US-Regierung. Diese sehen Zölle von mindestens 10 % auf alle Güterimporte in die USA vor. Länder mit grossen Exportüberschüssen gegenüber den USA sollen mit höheren Zöllen belegt werden. Wenn die Zölle umgesetzt werden wie vorgestellt, würde das einen enormen Schock für den globalen Handel darstellen: da Güter in den USA teurer werden, sinkt die Nachfrage. Das belastet das Wachstum global und führt zu höheren Preisen in den USA. Wenn andere Länder Gegenmassnahmen ergreifen, wie das beispielsweise China heute bereits getan hat (34 % Zölle auf alle US-Importe ab dem 10. April), kann sich der wirtschaftliche Schaden erhöhen. Kurzum: die Unsicherheit für die globale Wirtschaft nimmt enorm zu, das Risiko einer grösseren Wachstumsabschwächung steigt. Der Ausblick für die Unternehmensgewinne wird daher ebenfalls unsicherer, was die Aktienmärkte mit Kursverlusten quittieren.

Was bewirken die Zölle für die USA?

Zölle schaden! Darüber besteht bei den Ökonomen seltene Einigkeit. Die höheren Zölle wirken dabei wie eine Steuer, die die Konsumenten in den USA für Importgüter zahlen. Die USA importieren etwa 11 % ihrer Wirtschaftsleistung (BIP). Die beschlossenen Zollmassnahmen bedeuten, dass der effektive US-Zollsatz um bis zu 20 % steigen könnte. Wenn die Zollerhebung an den Endverbraucher weitergegeben wird, würde der Konsumentenpreisindex in den USA um 2.2 % steigen. Die Gefahr besteht also, dass die US-Inflation, die aktuell knapp unter 3 % liegt, in den nächsten Monaten sogar wieder steigt. Die US-Notenbank Fed dürfte den Leitzins somit nicht weiter senken. Im Gegenteil: Sie könnte wieder Zinsanhebungen ins Visier nehmen. Höhere Preise dämpfen jedoch den Konsum. Gleichzeitig steigen die Produktionskosten in den USA, wenn Inputgüter mit höheren Zöllen belegt werden. Da die Trump-Administration Importgüter aus allen Ländern mit einem Mindestzoll

von 10 % belegt hat, gibt es für die amerikanischen Importeure keine Möglichkeit, ihre Waren aus zollfreien Ländern zu beziehen. Die Stimmung der US-Konsumenten und -Firmen hat sich bereits eingetrübt. Somit besteht die Gefahr, dass sich die privaten Haushalte und Firmen mit ihrem Konsum und ihren Investitionen zurückhalten werden.

Wir stark dürfte die Schweizer Wirtschaft betroffen sein?

Für die Schweiz sind die USA einer der wichtigsten Handelspartner: 18 % der Schweizer Güter werden in die USA exportiert. Davon sind 52 % chemisch-pharmazeutische Güter. Pharmaprodukte wurden jedoch (noch) nicht mit Zöllen belegt, so dass die Schweizer Gesamtwirtschaft vorerst etwas aufatmen kann. Leidtragende sind dennoch die Schweizer Exporteure, die vor allem auf die USA fokussieren. Darüber hinaus gibt es indirekte Effekte, die für die Schweizer Wirtschaft wichtig sind. So ist die Europäische Union (EU) die wichtigste Exportregion für die Schweiz. Die Zollerhebungen durch die USA belasten auch deren Industrien. Hierbei steht vor allem die Automobilindustrie im Fokus. Kommt es dort zu einem Abschwung, leiden auch Schweizer Zulieferbetriebe. Für die Konjunktur der Schweiz und der EU war zuletzt der Privatkonsum ein wichtiger Wachstumstreiber. Wir gehen davon aus, dass dieser Motor erhalten bleibt. Darüber hinaus rechnen wir mit einer expansiveren Fiskalpolitik im Euroraum. Vor allem das deutsche Infrastrukturpaket im Volumen von 500 Mrd. Euro wird sich mittel- bis langfristig positiv auf die Wirtschaft auswirken. Davon wird auch die Schweiz profitieren.

Wie steht es um die Wachstumsprognosen?

Im Moment kämpfen die USA mit höheren Zöllen gegen alle anderen Länder. Donald Trump und sein Team pokern also hoch, denn sie riskieren eine signifikante Abschwächung der eigenen Wirtschaft. Daher halten wir es für wahrscheinlich, dass es zu Nachverhandlungen bei den Zöllen zwischen den USA und den wichtigsten Handelspartnern kommen wird. Somit dürften die effektiven Zölle niedriger ausfallen als am 2. April verkündet. Dennoch erwarten wir, dass sie mit ca. 10 % bis 15 % höher ausfallen werden als in unserem Basisszenario (3 %). Somit werden wir unsere

Wachstumsprognosen für die USA, den Euroraum und die Schweiz nach unten korrigieren. Für die Schweiz gingen wir bislang von einem Wachstum von 1.5 % für dieses und 1.7 % für nächstes Jahr aus. Wir halten nun eine Abwärtskorrektur um bis zu 0.3 Prozentpunkte für realistisch.

Machen die geplanten Zölle Sinn?

Nein, zumindest nicht in ihrer geplanten Form. Zölle (und andere Handelshindernisse) sind in der Weltwirtschaft natürlich allgegenwärtig. Die geplanten US-Zölle setzen sich aber bewusst über die bestehenden Regelwerke mit ihren Schlichtungsmechanismen hinweg. Die Berechnungsmethodik ist dabei besonders problematisch. Sie orientiert sich nämlich nicht an den tatsächlichen Handelshemmnissen, sondern stellt allein auf die Exportüberschüsse eines Landes gegenüber den USA ab. Gerade kleine Länder mit spezialisierter Produktion werden daher übermässig und ohne nachvollziehbaren Grund abgestraft. Ökonomisch macht auch das Ziel, ausgeglichene Handelsbilanzen zu erreichen keinen Sinn. Das zudem mit allen Ländern gleichzeitig erreichen zu wollen, ist schlichtweg unmöglich. Man denke an das Beispiel des kleinen Diamantenexporteurs Lesotho: das Land wird nie in die Lage kommen, US-Waren im Gegenwert seiner Diamantenexporte in die USA einzuführen. Trotzdem wird es mit Zöllen belegt. Zudem ist die Handelsbilanz die Kehrseite von Ersparnis und Investitionen in einem Land. Länder, in denen mehr investiert wird als sie selbst sparen, wie z.B. die USA, haben stets ein Handelsdefizit - und umgekehrt. Insofern wäre ein nachhaltigerer Weg zu einer ausgeglicheneren Handelsbilanz eine Erhöhung der Sparquote in den USA. Das war historisch jedoch selten das Ziel von US-Regierungen.

Wie geht es nun weiter?

Das ist im Moment kaum zu prognostizieren und die Meinungen dazu gehen weit auseinander. Die optimistische Sichtweise ist, dass die Pläne nur ein Auftakt für Verhandlungen sind und am Ende tiefere Zölle resultieren. Auf der pessimistischen Seite wird auf die Bereitschaft von Donald Trump verwiesen, auf Gedeih und Verderb seine Vorstellungen einer «gerechten» Handelspolitik durchzuziehen. Der rasante Markteinbruch und die offensichtlichen Risiken für die US- und die globale Konjunktur dürften jedoch zu einem zunehmenden Druck auf die US-Regierung führen, Kursanpassungen vorzunehmen. Wo die Schmerzgrenze genau liegt, ist schwer abzuschätzen. Es bleibt zu hoffen, dass Abgeordnete der Republikaner beginnen gegen die fehlgeleitete Politik zu opponieren, wenn das Risiko grösser wird, dass sie bei der nächsten Kongresswahl gegen demokratische Konkurrenten ihren Sitz verlieren als gegen

innerparteiliche Herausforderinnen bzw. Herausforderer. Für die Märkte wird nun kurzfristig entscheidend sein, ob es bald Zugeständnisse von US-Seite gibt oder nicht. Sollte sich der Eindruck verstärken, dass die US-Regierung keine Kurskorrekturen vornimmt, muss eine grundsätzliche Neubewertung der globalen Konjunkturperspektiven und der Aussichten für die Finanzmärkte vorgenommen werden.

Wie soll man im aktuellen Umfeld vorgehen?

Für Anlegende, die in einem breit diversifizierten Portfolio mit einer für sie als passend ausgewählten Anlagestrategie investiert sind, raten wir auch im gegenwärtigen Umfeld von Panikverkäufen oder dem Wechsel in eine andere Anlagestrategie ab. Anlagestrategien sind so konstruiert, dass die Rückschläge des Portfolios durch den Einsatz verschiedener Bausteine wie Staatsanleihen, Gold oder Immobilienfonds begrenzt wird. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass die grössten Kursgewinne häufig auf Phasen markanter Kursverluste folgten. Insofern besteht bei Panikverkäufen oder dem Wechsel in konservativere Strategien stets das Risiko, dass man an einer allfälligen Markterholung nicht oder nur in geringerem Ausmass partizipiert.

Im gegenwärtigen Umfeld halten wir uns mit Zukäufen noch zurück. Durch die Verluste an den Aktienmärkten ist der Anteil von Aktien in den Anlageportfolios unter die Zielgewichte gesunken. Angesichts der bestehenden hohen Unsicherheit ziehen wir es vorerst vor, mit einem Zukauf auf die Zielgewichte etwas abzuwarten. Für Anlegende, die über hohe Liquiditätsbestände verfügen, welche deutlich über die benötigten Reserven hinausgehen, kann sich dagegen ein gestaffelter Aufbau von Positionen anbieten.

Bei Investitionen in den aktuellen Märkten soll aus unserer Sicht vorerst defensiven Anlagen wie Qualitätsaktien mit soliden Bilanzen und wenig US-Exponierung, Staatsanleihen, Gold sowie Schweizer Immobilienfonds der Vorrang gegeben werden.

In unserer Ende März publizierten Anlagepolitik für das 2. Quartal 2025 empfehlen wir eine defensivere Ausrichtung von gemischten Anlageportfolios. Dazu zählen (a) eine neutrale Aktienquote, (b) längere Laufzeiten im Anleiheportfolio, (c) eine Übergewichtung von Schweizer Immobilienfonds und (d) ein Abbau von Fremdwährungsrisiken.