

# Wie weiter nach der Zoll-Kehrtwende?

17. April 2025

- Die globalen Konjunkturrisiken haben zugenommen, eine Rezession ist aber nicht unser Basisszenario. Wir rechnen aufgrund der US-Handelspolitik jedoch mit einer Wachstumsabschwächung.
- Die Volatilität an den Finanzmärkten dürfte vorerst erhöht bleiben, da Einigungen im Handelskonflikt noch ausstehen und sich hinziehen könnten. In der Zwischenzeit dürfte die Märkte stark abhängig von den Nachrichtenlage bleiben, die mal zu positiven und mal zu negativen Überraschungen führen kann.
- Bei Investitionen in den aktuellen Märkten sollte daher aus unserer Sicht vorerst defensiven Anlagen wie Qualitätsaktien mit soliden Bilanzen und wenig Exponierung gegenüber US-Zöllen, Staatsanleihen, Gold sowie Schweizer Immobilienfonds der Vorrang gegeben werden.

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

Seit dem «Liberation Day» ist Donald Trump beim Thema der sogenannten reziproken Zölle bereits mehrmals zurückgerudert. Neben der Aussetzung der Zölle für 90 Tage für fast alle Länder (ausser China) kamen eine Zoll-Befreiung gewisser Elektronikprodukte (auch aus China) sowie eine öffentliche Ankündigung von Ausnahmen für Autohersteller hinzu. Auf der negativen Seite startet die US-Regierung eine Untersuchung der Handelsbeziehungen im Bereich Halbleiter und Pharma. Angesichts der Kehrtwenden und der Erholung der Finanzmärkte stellen wir unsere aktuellen Überlegungen zu wichtigen Fragestellungen dar.

## Wie nachhaltig ist die Erholung der Aktienmärkte?

Trotz der Erholung der letzten Tage befindet sich z.B. der Swiss Market Index (SMI) immer noch 13 % unter dem bisherigen Jahreshoch von Anfang März. Auch der amerikanische S&P 500 liegt ca. 14 % unterhalb des Jahreshochs. In Franken gerechnet sind es aufgrund der US-Dollar Schwäche sogar -23 %. Dass sich die Märkte noch nicht stärker erholen, dürfte vor allem auf die anhaltende Unsicherheit beim Zollthema zurückzuführen sein. Denn bisher gilt: aufgeschoben ist nicht aufgehoben. Zudem hat sich der Handelskrieg mit China bisher kaum entspannt. Die Abwärtsrisiken für die US-Wirtschaft und die globale Konjunktur sind damit weiterhin deutlich höher als vor ein paar Wochen. Zudem wird die US-Notenbank Fed aus unserer Sicht wegen der bestehenden Inflationsrisiken vorerst abwarten und keine Zinssenkungen vornehmen. Entsprechend würden weitere Marktrücksetzer in den kommenden Wochen nicht überraschen – vor allem bei schwachen Konjunkturdaten. Eine wichtige Voraussetzung für eine nachhaltige Markterholung wäre ein sich abzeichnendes Ende der ständigen Handelsauseinandersetzungen mit einer verbindlichen Lösung, die Unternehmen als Basis für ihre Planung

nutzen können. Davon scheinen wir jedoch noch entfernt zu sein. In der Zwischenzeit dürfte der schwer vorhersehbare Strom von abwechselnd positiven und negativen Nachrichten die Volatilität erhöht halten.

## Gibt es eine Rezession?

Für die Konjunktur der Schweiz 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. Davon wird auch die Schweiz profitieren. Für die Schweiz haben wir unsere Prognose für das Wirtschaftswachstum für 2025 und 2026 nach unten angepasst. Mit 1.3 % bzw. 1.4 % sollte die Schweiz aber noch solide wachsen, eine Rezession ist damit nicht Bestandteil unseres Basisszenarios.

In den USA wirken die Zölle wie eine Steuer, die die US-Konsumenten und -Firmen für Importgüter zahlen. Hierbei gilt es zu berücksichtigen, dass die USA etwa 11 % ihrer Wirtschaftsleistung (BIP) importieren. Die Zollanhebungen auf importierte Produkte werden ganz oder teilweise an den Endverbraucher weitergegeben. Damit wird die Inflation schon bald steigen. Das wiederum schmälert die Kaufkraft der privaten Haushalte, der private Konsum dürfte sich entsprechend verlangsamen. Gleichzeitig wird es für die US-Notenbank argumentativ schwierig, den Leitzins zu senken. Wir rechnen zwar nicht mit einer Rezession in den USA. Dennoch dürfte die Wirtschaft in den nächsten Quartalen deutlich an Fahrt verlieren.

## Kommt es in der Schweiz wieder zu Negativzinsen?

Wir gehen nicht davon aus, dass die SNB den Leitzins in negatives Terrain treiben, sondern vorerst bei 0.25 % belassen wird. Zum einen dürfte die Schweizer Inflation im Verlauf dieses Jahres und 2026 wieder ansteigen. Zum anderen dürfe der Arbeitsmarkt aufgrund der demographischen Entwicklung von Arbeitskräftemangel geprägt bleiben. Das sollte das Lohnwachstum und damit die Dienstleistungs-

inflation erhöht halten. Schlussendlich rechnen wir damit, dass sich die Schweizer Wirtschaft positiv entwickeln wird. Allerdings können weitere Zinssenkungen nicht ausgeschlossen werden. Insbesondere bei anhaltendem starken Aufwertungsdruck auf den Franken dürfte die SNB wohl nicht vor weiteren Zinssenkungen zurückschrecken.

### **Welche Rolle spielten die Märkte für Donald Trumps Kehrtwende?**

Ein Grund dafür, dass Donald Trump schliesslich doch noch die Einführung seiner Zollvorhaben aufgeschoben hat, dürfte die Entwicklung der US-Staatsanleiherenditen gewesen sein. Diese stiegen nämlich zu einer Zeit, als die Aktienmärkte korrigierten. So ein Verhalten ist ungewöhnlich, denn normalerweise werden Staatsanleihen in solchen Phasen eher nachgefragt, was zu sinkenden Renditen führen müsste. Der Rendite-Anstieg könnte auf steigende Inflationserwartungen wegen der Zölle zurückzuführen sein, auf ein sinkendes Vertrauen in die Kreditwürdigkeit der USA unter der neuen Regierung und/oder – deutlich bedenklicher – auf ein aktives Verkaufen von Staatsanleihen durch grosse Eigentümer. So sind Japan und China die grössten ausländischen Eigentümer von US-Staatsanleihen. China hätte für so einen Warnschuss eine nachvollziehbare politische Motivation, im Falle Japans dürften es eher veränderte Risiko/Chance-Einschätzungen der grossen Pensionskassen hinsichtlich von US-Staatsanleihen sein. Dass der US-Dollar gegenüber den meisten Hauptwährungen in den Tagen danach unter Druck kam, stützt die These von Umschichtungen aus dem US-Dollar in andere Währungen zusätzlich. Egal was der Grund war, die US-Regierung scheint kalte Füsse bekommen zu haben.

### **Ist Gold weiterhin ein Kauf wert?**

Neben den anhaltenden geopolitischen Unsicherheiten wirkte sich der turbulente Start von Donald Trumps neuer Amtszeit positiv auf den Goldpreis aus. Die Inflation ist nach wie vor zu hoch und Trumps Zollpolitik hat weitere Preissteigerungsängste geschürt, was dem Edelmetall grundsätzlich Auftrieb gibt. Auch die Käufe der Zentralbanken, vor allem in den Schwellenländern, stützen das Edelmetall weiterhin. Hohe Zuflüsse verzeichneten zudem börsengehandelte ETFs, die mit physischem Gold hinterlegt sind, da viele Anleger das gelbe Metall als sicheren Hafen suchen. Positiv auf den Goldpreis wirkten sich in den letzten Wochen auch die neuen Konjunktursorgen aus, die den US-Dollar unter Druck setzten. Mittelfristig dürften die geo- und handelspolitischen Unsicherheiten dem Goldpreis weiterhin Rückenwind verleihen, ebenso wie die gestiegenen Inflationserwartungen, die hohe Nachfragedynamik und der schwächere US-Dollar.

### **Ist jetzt ein guter Zeitpunkt zum Investieren?**

Eine langfristige Perspektive auf die Finanzmärkte zeigt, dass die Wahrscheinlichkeit hoch ist, dass sich Investitionen in die Finanzmärkte zu einem beliebigen Zeitpunkt nach längeren Zeiträumen fast immer auszahlen. Natürlich lässt sich nicht ausschliessen, dass man dabei Pech mit dem Timing haben kann. Jemand, der auf dem Hoch der Dot-Com-Blase 2000 breit gestreut in Schweizer Aktien investiert hat, brauchte z.B. ca. fünf Jahre, um wieder das Plus zu erreichen. Die Wahrscheinlichkeit, ein solches Pech zu haben, ist jedoch eher klein und lässt sich mit einfachen Mitteln adressieren. Dazu zählen ein gestaffelter Einstieg in die Märkte, und die Wahl eines gut diversifizierten Portfolios aus verschiedenen Anlageklassen, um gerade das Aktienrisiko zu reduzieren. Krisen, wie wir sie momentan erleben, wirken im Moment, in dem sie auftreten, oft gravierend, doch historisch betrachtet zeigen die Märkte langfristig eine positive Entwicklungstendenz.

Ein langer Anlagehorizont hilft dabei, die kurzfristigen Marktschwankungen auszugleichen und das Risiko zu minimieren. Zwischenzeitliche Schwankungen gehören dazu, denn es gilt beim Investieren «Keine Rendite ohne Risiko». Eine breite Streuung der Anlagen (Diversifikation) ist ein weiterer wichtiger Grundsatz beim Anlegen, der helfen kann, die Schwankungsbreite der Portfolios zum Teil deutlich zu verringern.

#### **Wie sollen sich Anlegende positionieren?**

Für Anleger, 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. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass die grössten Kursgewinne an den Aktienmärkten häufig auf Phasen markanter Kursverluste folgten. Das hat sich bisher auch dieses Mal gezeigt.

Für Anleger, die über hohe Liquiditätsbestände verfügen, welche deutlich über die benötigten Reserven hinausgehen, kann sich weiterhin 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 Exponierung gegenüber US-Zöllen, Staatsanleihen, Gold sowie Schweizer Immobilienfonds der Vorrang gegeben werden. Bei Obligationen raten wir dazu, das Portfolio im Durchschnitt auf etwas längere Anleihelaufzeiten auszurichten. Am Schweizer Markt heisst das in unseren Strategieportfolios, eine Duration von ca. 5.4 Jahren anzustreben.