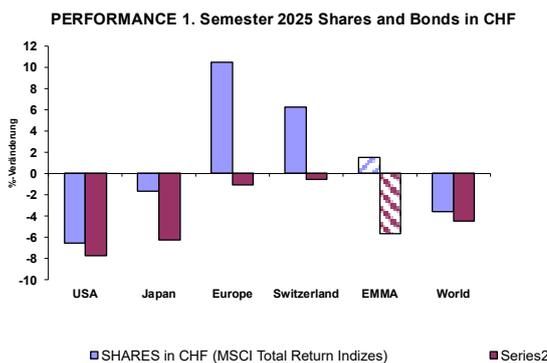


Die Weltwirtschaft in den Händen eines Dompteurs

Die Finanzmärkte sind im ersten Halbjahr von Trumps Präsidentschaft arg durchgeschüttelt worden. Vor allem mit den prohibitiven reziproken Zöllen hat er die Finanzanleger erschreckt. Die Unternehmen haben weltweit in kürzester Zeit rund 15 Prozent ihres Wertes eingebüsst. Erst dieser Schock hat ihn veranlasst, wesentliche Teile des Massnahmenpaketes pausieren zu lassen. Wie es weitergeht, ist noch offen. Mit diesen wenig durchdachten Hauruck-Übungen ist viel Vertrauen in die wirtschaftliche Kompetenz dieser Administration verloren gegangen. Zwar haben sich die Aktienkurse wieder deutlich erholt, der Dollar jedoch hat rund 10% seines Wertes verloren. Schweizer und Europäer haben deshalb deutliche Verluste auf ihren amerikanischen Anlagen zu verzeichnen.

Negative Performance for Shares and Bonds in CHF and Euro in S1 2025



CORPORATE

Auch die langfristigen US-Kapitalmarktzinsen verharren auf hohem Niveau. Sie enthalten eine beträchtliche Risikoprämie für allfällige Preiserhöhungen, die durch die Zölle ausgelöst werden könnten.

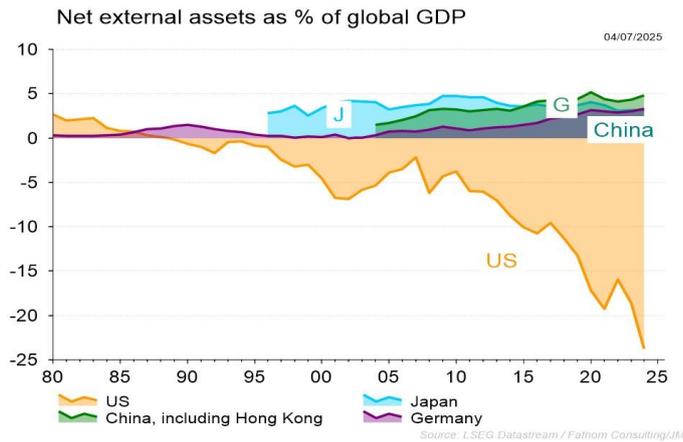
Europa jedoch hat deutlich an Profil gewonnen. Die Einsicht der Politiker, sich von den USA zu emanzipieren, hat sich

durchgesetzt. Mit dem Versprechen am Nato-Treffen von Mitte Juni, die Militärausgaben von heute rund zwei Prozent auf fünf Prozent anzuheben, ist man weitreichende Verpflichtungen eingegangen. Die Umsetzung dieses Zieles wird schwer zu erreichen sein, denn die mittlere Schuldenlast der NATO-Staaten liegt über 100% der wirtschaftlichen Gesamtleistung.

Mit der «Big Beautiful Bill (BBB)» gehen auch die USA den Weg der weiteren Verschuldung. Das ist insofern besonders problematisch, als die USA seit langem ein grosses Handelsbilanzdefizit aufweisen.

Dieses ist primär Ausdruck der Tatsache, dass die USA deutlich mehr Investieren als Sparen. Das Ausland finanziert einen wesentlichen

Japan, China and Germany are the ownwer
of the assets the US is owing/Incentive for the US to get rid of the burden



Josef Marbacher/CORUM VV

13

Teil der US-Investitionen. Bereits heute erreicht die US-Verschuldung rund 20% des weltweiten BIP. Gläubiger sind vor allem China, Japan und Deutschland. Die Trump-Administration hat schon im Vorfeld der Wahlen betont, dass ein Handelssystem, das die USA zu einem Verlierer stempelt, nicht geduldet werden könne. Massive Zölle auf ausländische Produkte sollen diesen «Misstand» beseitigen. Führende Ökonomen

halten diese Methode für ineffizient. Wesentlich wirksamer wären Massnahmen, die das Ungleichgewicht zwischen Sparen und Investieren reduzieren. Der Abbau des Budgetdefizits wäre da hilfreich. Mit dem neuen Gesetz (BBB) wird für Jahre das Gegenteil gemacht.

Damit stellt sich je länger je mehr die Frage der Verlässlichkeit dieser Administration im Hinblick auf die Bereitschaft, diese Schulden auch zurückzuzahlen. Man sollte die Pläne der libertären Vertreter der Trump-Administration nicht unterschätzen, die vorschlagen die Staatspapiere durch ewig laufende Schuldpapiere mit 1%-Verzinsung zu ersetzen. Damit könnten sich die USA mit einem Schlag schuldenfrei machen. Die Trump-Regierung würde sicher dafür sorgen, dass amerikanische Halter dieser Staatspapiere für deren Wertverlust entschädigt würden. Dieser Entscheid müsste der Administration umso leichter fallen, als sie nicht befürchten müsste, dass der Dollar als Reservewährung ersetzt werden könnte. Das ist auf absehbare Weise nicht zu befürchten.

Auch die hohen Bewertungen der Ratingagenturen sind dafür keine Garantie. Das hat die Finanzkrise 2008 gezeigt, als die verbrieften Hypothekarforderungen der USA noch kurz vor deren Kollaps mit Höchstnoten versehen wurden.

Ungemütlicher ist jedoch der Vergleich mit dem Jahre 1971 als der amerikanische Präsident R. Nixon in einer Fernsehansprache bekanntgab, dass man nicht mehr bereit sei, die Dollarschulden in Gold umzutauschen. Damit wurde der Bretton Woods Vertrag, der von den USA nach dem zweiten Weltkrieg in die Wege geleitet worden war, einseitig gebrochen. Die Folgen für die Weltwirtschaft und die Anleger waren gravierend, da der Dollar innerhalb von drei Jahren die Hälfte seines Wertes verlor. In der Schweiz sackte der Dollar von 4.30 CHF auf unter 2 Franken ab. Wer glaubte, der Dollar würde nach diesem Vertrauensverlust seine Funktion als Reservewährung verlieren, sah sich getäuscht. Im Gegenteil: Er baute seine Position in den folgenden Jahren noch aus, da keine Ersatzwährung zur Verfügung stand. Heute ist die Situation ähnlich. Es dürfte für Trump verlockend sein, Amerika mit einem Federstrich schuldenfrei zu machen. Ob und wann diese «Chance» genutzt wird, ist eine offene Frage. In der Zwischenzeit entfaltet diese Drohkulisse ihre Wirkung, da der Dollar unter Druck bleibt und den Exporteuren entgegenkommt. Ganz im Sinne des Maga-Konzeptes.

Aktuell kommt jedoch der Tarifpolitik eine grössere Bedeutung zu. Wir halten dabei die Einschätzung des Handelsbeauftragten für Asien in der Trump I Regierung, Michael Beeman (NZZ, 4. Juli 2025, S. 25), für realistisch, nämlich, dass es sich bei den Deals um

«Beziehungsabkommen, die Investitionen, Zusammenarbeit, Zölle und den Abbau von Handelsbarrieren umfassen. Es seien Gesamtpakete. Nur der Präsident wird entscheiden können, ob es sich lohnt, bei seinen Drohungen und den hohen Zöllen Zugeständnisse zu machen.»

Mit klassischen Handelsverträgen sind die «Deals» nicht zu vergleichen. Sie sind einseitig diktiert, wenig konkretisiert, selbst ein Schiedsgericht fehlt und sie können, wie Beeman betont, jederzeit beendet werden. Wir halten diese Einschätzung für realistisch. Wir gehen deshalb davon aus, dass die Zoll-Sanktionen auch nach Abschluss der Deals einen festen Bestandteil des aussenpolitischen Instrumentenkastens der Trump Regierung bilden werden. Ziel ist es, alle Staaten mit dem Zollhammer zu bedrohen, die sich nicht den Interessen der USA unterordnen. Mit dieser beispiellosen Willkürherrschaft ist so lange zu rechnen, wie Trump an der Macht bleibt.

Kurzfristig werden die USA daraus Nutzen ziehen können. Die Exporte der USA werden aufgrund des tieferen Dollars und der geringeren Belastung mit Steuern zunehmen. Davon profitiert auch der US-Binnenmarkt, da die ausländischen Unternehmen weniger wettbewerbsfähig sind. Ob allerdings die ausländischen Direktinvestitionen in den USA zunehmen, ist fraglich, da die USA als Produktionsstandort für viele erfolgreiche Exportprodukte kaum in Frage kommen. Nämlich überall dort, wo es an den nötigen Spezialisten, an einer funktionierenden Infrastruktur oder verlässlichen Zuliefernetzwerken mangelt. Gewiss ist auch, dass die Zölle auf die ausländischen Produkte die Nachfrage nach US-Produkten erhöht und damit Preis- und Margenerhöhungen ermöglicht. Damit dürften die bereits hohen Gewinne der US-Unternehmen weiter zulegen.

Mittelfristig werden die USA jedoch weniger von der internationalen Arbeitsteilung und Spezialisierung profitieren können und damit Wohlstandsverluste erleiden.

Die Zölle hinterlassen zudem viele Verlierer in den USA. Die US-Konsumenten sind faktisch mit einer Steuererhöhung konfrontiert, da sie zu grossen Teilen von den Exporteuren auf die Kunden überwältigt werden kann.

Kurzfristig jedoch werden auch die Exportländer hart getroffen, da die schockartige Einführung von Zöllen einem Nachfrageschock gleichkommt. Preissenkungen, Gewinneinbrüche, Entlassungen und Konkurse können die Folge sein. In China, Kanada und Mexiko sind bereits Spuren in diese Richtung sichtbar. Mittelfristig jedoch werden sich die Unternehmen an die neuen relativen Preise anpassen und sich in den Absatzmärkten neu positionieren.

Insgesamt jedoch bringt die erratische und konzeptionell falsch ausgerichtete Handelspolitik viel Unberechenbarkeit, Ineffizienz und Preisverzerrungen in das marktwirtschaftliche System.

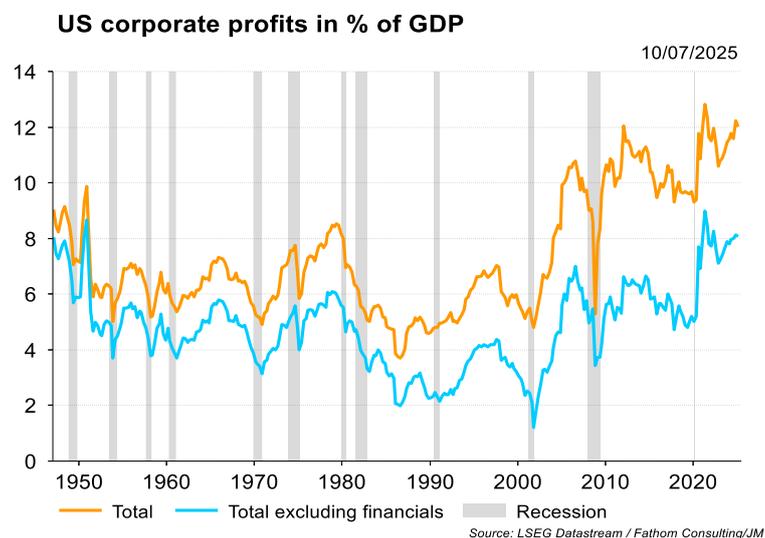
Die Investoren haben jedoch auch zur Kenntnis nehmen können, dass Trump zwar weder Moral noch Recht hochhält aber doch alles unternimmt, die Aktienmärkte bei Laune zu halten. Dass er die am 2. April pompös angekündigten Zölle innerhalb weniger Tage wieder zurückgenommen hat, zeigt, dass er sich weiterhin am Massstab der Marktkapitalisierung orientiert. Das hat die Märkte vorübergehend beruhigt. Die Kurse, die anfangs April weltweit rund 15% an Wert verloren haben, erholten sich in der Folge weitgehend. Auch die am 7. Juli angekündigten Drohbriefe an 15 nicht ausreichend entgegenkommende Staaten, haben die Märkte kaum bewegt.

Investoren konnten auch zur Kenntnis nehmen, dass er alles unternimmt, um die Handlungsspielräume der amerikanischen Unternehmen zu erweitern. So hat er Staaten mit Zöllen bedroht, die es wagen, amerikanische Unternehmen mit Steuern oder anderen Vorschriften zu belasten. So hat er sich ausdrücklich gegen die OECD-Mindeststeuer ausgesprochen, die vorsieht, dass ungenügend besteuerte Unternehmen extraterritorial ergänzend besteuert werden können. Auch müssen amerikanische Grossunternehmen mit Monopolmacht nicht befürchten, dass sich die Wettbewerbsbehörden ihrer

annehmen. Im Gegenteil: Trump unterstützt sie im Bemühen, Kaufkraft in anderen Staaten abzuschöpfen. Das macht zumindest deren Aktionäre und damit Amerika «great again».

Auch andere aggressive Projekte haben das Potenzial, amerikanische Aktionäre glücklich zu machen, wie die Annexion Grönlands oder Kanadas. Auch politisch könnte sich das auszahlen, da für Maga-Wähler ein Traum in Erfüllung gehen würde.

Eine weitere Stütze des Aktienmarktes sind die ausgewiesenen Gewinne der US-Unternehmen. Sie sind mit rund 11% des BIP immer noch nahe dem Höchststand von 12%, der in der Pandemie erreicht worden ist.



Auch für die europäischen Unternehmen sind die Gewinnaussichten positiv zu beurteilen, da die aussergewöhnlichen politischen Entscheide zugunsten von Investitionen in den Sicherheits- und Infrastrukturbereich in der Höhe von 5% des BIP im Laufe des kommenden Jahrzehnts zu einem eigentlichen Nachfrageschock führen dürften. Eine Bevorzugung eines dieser beiden Märkte drängt sich nicht auf, da die höheren Gewinnchancen in den USA durch die höhere Bewertung kompensiert wird.

Stützend für die Aktienmärkte wirkt sich auch der Sachverhalt aus, dass der Zinssenkungszyklus in den USA wieder Fahrt aufnehmen dürfte. Da die Zölle eine Verlangsamung des Wachstums bringen dürften, erhält das FED einen grösseren Spielraum für Zinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte. Dies, obwohl die Zölle zu einem Anstieg der Inflationszahlen führen dürften. Diesen erachten wir jedoch als transitorisch. Eine geldpolitische Reaktion darauf ist aufgrund der langen Zeitverzögerung nicht sinnvoll.

Anlagepolitisch bleibt die Absicherung der Dollarpositionen wichtig, da eine politisch gewollte weitere Abwertung des Dollars angestrebt wird. Neu kommt für Schweizeranleger eine Absicherung der Euroanlagen hinzu, da die Notenbank politisch immer mehr unter Druck gerät, die lockere Geldpolitik gegen den Euro aufzugeben. Sie wird für die starke Expansion des Exportsektors mitverantwortlich gemacht. Die Schweiz hat heute einen der höchsten Exportanteile der OECD und sich damit risikopolitisch stark exponiert. Dies ist in Zeiten des verstärkten Protektionismus und der De-Globalisierung nicht ungefährlich.

Insgesamt ist das anlagepolitische Umfeld recht positiv zu beurteilen, wenn man sich auf die Fundamentalfaktoren konzentriert und sich nicht von den Nebelpetarden blenden lässt, die der grosse Selbstdarsteller täglich loslässt.

So viel zu den grossen Linien.

Die Details der Vermögensallokation können Sie der folgenden Tabelle entnehmen. Die ausführliche Dokumentation, die dem Entscheidungsprozess zugrunde liegt, erhalten Sie über Ihren Berater

Mit herzlichen Grüssen

Prof. Dr. Josef Marbacher



Anlagestrategie 3. Quartal 2025

sensusPLUS

Anlagesitzung vom: 01.07.2025

		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%
	Aktien inkl. Aktienfonds + ETF	25%	0%	50%	0%	70%	0%	85%	0%
Offensiv	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.**

Rückblickend war das Zweite Quartal durch hohe Volatilität an den Aktienmärkten geprägt, ausgelöst durch den anhaltenden «Zollkonflikt» zwischen den USA und dem Rest der Welt, dem Krieg in der Ukraine, dem Militärschlag gegen den Iran sowie weiter fallenden Zinsen. Zu viele Ereignisse für ein Quartal, um Neuinvestitionen an den Aktien- und Rentenmärkten zu vollziehen. Wir sehen für die kommenden zwei Quartale eine weiter abnehmende BIP-Prognose für die Schweiz, trotz heimischer Binnennachfrage, Belebung im Bausektor und Konsum. Die Exportwirtschaft wird wohl nicht mit einer raschen Verbesserung in diesem Jahr rechnen können, ebenso wie der Arbeitsmarkt, welcher schwächelt. Die US-Dollar-Schwäche hat weiter zugenommen und wird weiter, auch wegen der immensen US-Verschuldung, unter Druck sein. Ein leichter Trend zu einem langsameren Durchschnittswachstum in der Schweiz dürfte sich fortsetzen.

Wir halten an soliden Schweizer Werten fest, speziell Dividentitel und sehen auch bei US-Titeln nochmals Chancen zum Einstieg auf diesem Aktienkursniveau.