



Zölle und Druck – Chance oder oder reine Verhandlungstaktik?

Das «Theater» um Präsident Trumps Zölle geht weiter. Nachdem zuerst ein US-Gericht die verhängten Zölle blockiert hat, konnte sich die US-Regierung vorerst erfolgreich per Eilantrag wehren. Das Argument dabei: Die «nationale Sicherheit» sei tangiert. Nun, wir sind gespannt auf den nächsten Akt. Spannung für die Finanzmärkte ist garantiert. Martin Thums, Leiter Active Advisory/Order Desk



Weltweiter Handlungsdruck

Das ständige Hin und Her in den Zolldiskussionen hält die Finanzmärkte nach wie vor auf Trab. Was steckt dahinter, nachdem doch jüngst selbst ein US-Gericht viele der verhängten – aber bis Anfang Juli ausgesetzten – Strafabbgaben der Trump-Regierung für rechtswidrig eingestuft hat? In seinem politischen Masterplan nutzt Donald Trump, ausgedrückt mit dem Slogan «Make America Great Again» (MAGA), eine Taktik, die schon Ronald Reagan 1980 erfolgreich wählte: An den Patriotismus der Bevölkerung appellieren und grossartige Zeiten versprechen. Das Kalkül von Donald Trump setzt auf maximalen Druckaufbau, um die Gegenparteien zum Nachgeben zu zwingen. Da sich nun nicht nur die Handelspartner der USA damit befassen müssen, sondern auch die Gerichte, dürfte sich die Unsicherheit weiter in die Länge ziehen. Selbst wenn sich das Endergebnis für die meisten wichtigen Länder nicht ändern wird. Kluge Taktik und subtile Kunst oder plumpe Provokation? Die Finanzmärkte, als Nebenwirkung, reagieren weltweit mit grossen Schwankungen.

Erfreuliche Kursentwicklung

Allen Unkenrufen zum Trotz, zeigten sich die Aktienmärkte im Mai erfreulich. Die Hauptbörsen haben die April-Scharte ausgleichen können. Die mehrheitliche Entspannung an der Handelsfront und die nicht weiter eskalierende Verschärfung der Geopolitik helfen. Jedoch gilt das Moratorium von der Trump-Regierung rund um die «reziproken» Zölle nur bis Anfang Juli und nun beschäftigen sich auch die Gerichte mit den Straftarifen. Selbst wenn die effektiven Warenzölle der USA sich in der Mitte der Erwartungen einpendeln, sind sie so hoch wie seit der Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren nicht mehr. Welchen Schaden das ganze Zollchaos an der Weltkonjunktur effektiv anrichtet, ist aktuell noch nicht absehbar. Wir erwarten nach wie vor, dass die US-Handelspolitik eine Abkühlung der Weltwirtschaft mit sich bringt und insbesondere auch die USA selbst treffen wird. Die Verbraucher werden unter höheren Preisen leiden und die Unternehmen dürften mit Investitionen vorsichtig agieren. Übermässige Rezessionsorgen erachten wir aber als nicht gerechtfertigt.

Anlagepolitik und taktische Positionierung

Geldpolitik und Staatsanleihen

Während die Europäische Zentralbank (EZB) geliefert und die Leitzinsen in diesem Jahr bereits mehrmals gesenkt hat, zögert die amerikanische Notenbank (Fed) weiterhin. Und auch für das bevorstehende Fed-Meeting Mitte Juni erwarten wir keine Leitzinssenkung. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) ist ein Sonderfall und Negativzinsen sind in der Schweiz nicht auszuschliessen.

Wie wird es im zweiten Halbjahr weitergehen? Bei einem Einlagensatz von zwei Prozent dürfte die EZB in die Beobachterrolle wechseln und prüfen, wie sich die geplanten Fiskalpakete im Euroraum niederschlagen. Die Fed sieht sich mit einer anderen Herausforderung konfrontiert. Für die US-Wirtschaft wirken die Zölle wie ein Angebotsschock. Das verschärft den Zielkonflikt zwischen Preisniveaustabilität und Vollbeschäftigung. Sie möchte die abwartende Haltung nicht so bald ändern. Sollte der Arbeitsmarkt aber einbrechen, hat die Fed viel Spielraum für Leitzinssenkungen, die Präsident Trump ja mit lauter Kritik fordert.

Die Aktienkurse haben sich auf breiter Front erholt. Das gilt nur mit Einschränkungen für die Anleihen. Die Nervosität ist nach wie vor zu spüren, insbesondere die Preise der US-Staatsanleihen ab zehn Jahren sind durch die gestiegenen Renditen unter Druck. Das Problem ist das hohe Haushaltsdefizit. Dieses führt zu einer kontinuierlich steigenden US-Staatsverschuldung. Und weil viele fällige Anleihen und Emissionen mit höheren Coupons verlängert werden müssen, steigt die Zinslast deutlich. Der Staat müsste also dringend die Einnahmen steigern, macht jedoch das Gegenteil und will Unternehmenssteuern senken. Der sichere Hafen-Status der USA wird in Frage gestellt. Diese Zweifel belasten die USA und den US-Dollar.

Anlagepolitik im Juni

Viele Börsen konnten den Taucher aus dem Vormonat wieder ausbügeln. Der US-Dollar konnte eine leichte Erholung erzielen, steht aber weiter unter Druck. Gleiches gilt für die US-Anleihen. Ursächlich für die steigenden Renditen ist aber nicht die Rating-Abstufung, sondern es sind die Themen Zölle und Verschuldung der USA, die belasten.

Im Unterschied zur SNB hätte die US-Fed viel Spielraum zur Stützung der Wirtschaft. Sie zögert, weil sie die Auswirkungen des Zollstreits abwarten möchte und der US-Arbeitsmarkt sich nach wie vor robust präsentiert.

Zu den Anpassungen: Schweizer Anleihen mit den tiefen Renditen sind unattraktiv. Wir reduzieren unsere Allokation wieder auf ein deutliches Untergewicht. Bei den globalen Anleihen sind wir neutral positioniert.

Für die Aktienmärkte bleiben wir konstruktiv. Da sich die Diskussionen rund um die Handelsstreitigkeiten bei den Firmen möglicherweise in temporär tieferen Quartalszahlen zeigen könnte, reduzieren wir jedoch die Gesamtquote auf neutral. Nach der jüngsten Rallye sind wir damit auch für Aktien Nordamerika im Normalgewicht.

Bei den CH-Immobilienfonds eröffnen wir wegen der hohen Bewertung ein leichtes Untergewicht. Im von starker Nachfrage getriebenen Gold schätzen wir die Diversifikationseigenschaften und bleiben neutral. Die Liquidität halten wir bereit, um Opportunitäten gezielt nutzen zu können.

Referenzportfolio CHF Ausgewogen

Bewertung	--	-	=	+	++
Liquidität				•	
Anleihen		•			
Schweiz	•				
Global*			•		
Aktien			•		
Schweiz			•		
Europa			•		
Nordamerika			•		
Pazifik			•		
Schwellenländer			•		
Alternative Anlagen			•		
Gold			•		
Immobilien		•			
Übrige				•	

- * Fremdwährungen ggü. CHF abgesichert
- /- Empfehlung, von einer Anlageklasse weniger zu halten
- = Empfehlung entspricht der strategischen Vermögensaufteilung
- + / ++ Empfehlung, von einer Anlageklasse mehr zu halten

Anlageklassen im Detail

Anleihen

↘ An den Anleihemärkten dominierten in den vergangenen Wochen zwei Themen. Zum einen sorgte das Hin und Her bei den Handelszöllen für erhebliche Schwankungen. Zum anderen waren es die Bedenken um die Verschuldung der USA, welche für kräftige Ausschläge sorgten. Mit der Ratingherabstufung von Moody's verloren die USA jüngst bei der letzten grösseren Ratingagentur ihre Top-Bewertung. Die derzeit laufenden Verhandlungen im US-Kongress zum Steuerpaket lassen vermuten, dass die Verschuldung in den kommenden Jahren erneut steigen wird. Angesichts dieser Ausgangslage fordern Investorinnen und Investoren eine Abgeltung für das höhere Risiko. So erklärt sich, dass die Renditen der zehnjährigen Papiere der USA um rund 0.30% gestiegen sind. Schweizer Anleihen weisen im internationalen Vergleich die tiefsten Renditen auf. Diese sind aus unserer Sicht sehr unattraktiv, weshalb wir unsere Untergewichtung ausbauen.

Wir empfehlen:

- Anleihen in CHF deutlich untergewichten
- Globale Anleihen in EUR, USD und den Schwellenländern neutral gewichten

Währungen

Der US-Dollar zählte in den vergangenen Wochen erneut zu den schwächeren Währungen. Zwar reduzierte sich das Tempo der Abwertung, trotzdem legten sowohl der Euro als auch der Schweizer Franken erneut zu. Auf Jahresbasis sind die Wertverluste des «Greenbacks» mittlerweile beträchtlich und liegen im Bereich von etwa zehn Prozent, wenn man europäische Währungen als Vergleichsgrösse heranzieht. Die weitere Entwicklung bei den Handelszöllen dürfte an den Währungsmärkten das richtungsweisende Thema bleiben.

Wir empfehlen:

- EUR und USD neutral gewichten

Aktien

→ Die US-Handelspolitik war an den Aktienmärkten wiederum das dominante Thema. Ankündigungen neuer Zölle und deren Aussetzung sorgen für Schwankungen, welche in ihrer Heftigkeit aber deutlich hinter diejenigen im April zurückblieben. Die Märkte entwickelten sich im Mai sehr erfreulich. Besonders die im Jahresverlauf schwächelnden US-Titel legten deutlich zu. Ebenfalls gut entwickelten sich die Aktienmärkte in der Eurozone. Viele Börsenindizes notieren in der Nähe ihrer Allzeithöchststände. Schweizer Aktien entwickelten sich deutlich schwächer, was sich mit dem hohen Anteil an Pharmafirmen begründet. Dieser Sektor ist derzeit weltweit – auch angesichts der US-Politik – nicht in der Gunst der Investorinnen und Investoren. Wir nutzen die solide Kursentwicklung der US-Aktien und reduzieren unsere Positionen auf eine neutrale Gewichtung.

Wir empfehlen:

- Europa, Schweiz, Pazifik, USA und Schwellenländer neutral gewichten

Alternative Anlagen

→ Der Goldpreis konsolidierte in den letzten Wochen auf hohem Niveau. Weder die Debatte um die US-Staatsverschuldung noch die Handelsdiskussionen sorgten für nennenswerte Impulse. Wir bestätigen unsere neutrale Positionierung. Die Schweizer Immobilienfonds legten in den letzten Monaten deutlich an Wert zu. Sie profitierten dabei in erheblichem Masse von den deutlich gesunkenen Anleiherenditen in der Schweiz. Immobilienfonds werden oft als Alternative gehalten. Dies führte allerdings zu massiv gestiegenen Aufpreisen («Agios»). Aus unserer Sicht haben die Bewertungen nun ein Niveau erreicht, welches nicht nachhaltig ist. Deshalb reduzieren wir unsere Bestände und sind neu in Immobilienfonds untergewichtet.

Wir empfehlen:

- Gold neutral gewichten
- Schweizer Immobilienfonds untergewichten

↘ / ↙ Untergewichtung: Empfehlung, von einer Anlageklasse weniger zu halten
→ Neutral: Empfehlung entspricht der strategischen Vermögensaufteilung
↗ / ↗ Übergewichtung: Empfehlung, von einer Anlageklasse mehr zu halten

Entwicklung der Märkte

Aktien: Regional unterschiedliche Performance

Aktien	Entwicklung 2025 in CHF *		Entwicklung 2025 in EUR *	
Schweiz		9.5 %		10.1 %
Deutschland		21.2 %		21.9 %
Europa		11.8 %		12.5 %
USA		-8.3 %		-7.7 %
Japan		0.4 %		0.9 %
Schwellenländer		-0.8 %		-0.2 %
Alternative Anlagen				
CH-Immobilienfonds		3.0 %		3.6 %
Öl (Brent) USD/Fass	64.86	-21.8 %		-21.3 %
Gold CHF/Kg	88'817.00	16.0 %		16.6 %

* per 04.06.2025

Währungen: US-Anleihen und USD unter Druck

Geld- und Kapitalmarkt	04. Juni 2025	Ende 2024	Veränderung
SNB Leitzins CHF	0.25 %	0.50 %	-0.25 %
EZB Einlagezins EUR	2.25 %	3.00 %	-0.75 %
10 Jahre Staatsanleihen CH	0.25 %	0.33 %	-0.08 %
10 Jahre Staatsanleihen DE	2.53 %	2.37 %	0.16 %
10 Jahre Staatsanleihen US	4.36 %	4.57 %	-0.21 %
10 Jahre Staatsanleihen JP	1.51 %	1.10 %	0.41 %
Währungen			
EUR/CHF	0.9342	0.9396	-0.57 %
USD/CHF	0.8171	0.9078	-9.99 %
EUR/USD	1.1433	1.0349	10.47 %

Impressum

Herausgeberin Schaffhauser Kantonalbank | Vorstadt 53 | 8201 Schaffhausen | +41 52 635 22 22 | info@shkb.ch

Redaktion Investment Center | **Redaktionsschluss** 4. Juni 2025, erscheint monatlich

Diese Publikation finden Sie auch unter www.shkb.ch/publikationen

Disclaimer Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen basieren nicht auf der Finanzanalyse der Schaffhauser Kantonalbank und begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zur Tätigung sonstiger Transaktionen. Sie dienen einzig informativen Zwecken und ersetzen weder eine persönliche Beratung durch eine fachkundige Person noch sind sie alleinige Grundlage für Anlage- oder andere Vermögensentscheide. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung finden auf die vorliegende Publikation keine Anwendung. Finanzinstrumente sind risikobehaftete Investitionen und unterliegen insbesondere Wert-, Wechselkurs- und Ertragsschwankungen. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Die Marktlage und damit der Wert von Finanzinstrumenten kann rasch ändern und sowohl steigen als auch fallen und ist von der Bonität des Emittenten abhängig. Machen Sie eine persönliche Bedürfnis-/Risikoanalyse, bevor Sie Anlage- oder andere Vermögensentscheide treffen. Die Schaffhauser Kantonalbank verwendet alle zumutbare Sorgfalt, um die Richtigkeit und Genauigkeit der publizierten Informationen sicherzustellen. Dennoch kann sie keinerlei Zusagen über die Korrektheit, Zuverlässigkeit und Wahrheit machen.