

Spezial-
ausgabe zu
Handelszöllen

Finanzmärkte als Spielball der Politik

Politische Ankündigungen prägen aktuell die Finanzmärkte. Kaum ein Tag vergeht ohne Neuigkeiten bezüglich Handelszöllen. Gleichzeitig verabschiedet sich Deutschland von der Schuldenbremse und Europa plant riesige Rüstungsausgaben. Investorinnen und Investoren sollten ihre langfristigen Ziele im Auge behalten.

Joachim Ruh, Leiter Vermögensverwaltung



Keine Planungssicherheit bei Zöllen

Die Zollpolitik stand schon in der ersten Amtszeit von Donald Trump im Fokus. Im Wahlkampf des letzten Jahres kündigte er an, bei einer Wiederwahl erneut zu diesem Instrument zu greifen. In den vergangenen Wochen verging praktisch kein Tag ohne irgendwelche Zollankündigung oder, postwendend, deren Aussetzung. Kulminiert hat das Ganze am 2. April, welchen die US-Regierung zum «Liberation Day», also dem «Befreiungstag», erklärt hat. Damit will sich die Trump-Administration gegen aus ihrer Sicht unfaire Handelspraktiken zur Wehr setzen. Einen Überblick über die neueste Entwicklung und unsere erste Einschätzung finden Sie auf Seite drei dieser Publikation. Zollschränken sind für die Weltwirtschaft insgesamt keine gute Nachricht, selbst wenn ihre mittelbare Schädlichkeit überschätzt wird. Sie sind nicht neu und während vieler Jahre waren sie deutlich höher als heute. Der Wirtschaft steht also eine Rolle rückwärts in vergangene Zeiten bevor. Grundsätzlich ist das, dank der Anpassungsfähigkeit von Firmen, bewältigbar. Schmerzhaft ist allerdings die zumindest kurzfristig fehlende Planbarkeit. Diesen Kollateralschaden wird man vermutlich in den Bilanzen des ersten Quartals ablesen können.

Die Suche nach dem «Deal»

Die Konsumentinnen und Konsumenten in den USA werden ebenfalls zu den Leidtragenden gehören. Die Zölle dürften zu höheren Preisen bei betroffenen Gütern führen. Die beabsichtigte Rückverlagerung von Jobs in die USA ist nicht gewiss und wird auf jeden Fall Zeit brauchen. Zusätzlich besteht die Gefahr von opportunistischen Preiserhöhungen durch US-Anbieter. Die US-Regierung hat bereits angekündigt, kurzfristige Wirtschaftsrückschläge in Kauf zu nehmen. Fraglich ist allerdings, wie lange diese Haltung Bestand hat. Denn Widerstand formiert sich bereits und wird – nicht zuletzt mit Blick auf die Zwischenwahlen 2026 – nicht leiser werden. Aus diesem Grund sehen wir in den angekündigten Massnahmen immer noch ein Pfand, um Verhandlungen mit Handelspartnern zu führen. Die US-Regierung wird darauf abzielen, einen «Deal» zu finden. Hinweise darauf geben Äusserungen bezüglich einer gewissen Flexibilität bei der Ausgestaltung. Ebenfalls nicht ausser Acht gelassen werden dürfen positiv wirkende Massnahmen. So sind nach wie vor Steuersenkungen und vor allem der Abbau der Bürokratie wichtige Punkte auf der Regierungsagenda.

Anlagepolitik und taktische Positionierung

Umdenken beim Umgang mit Schulden

Innerhalb von Wochen wurde in Deutschland die Schuldenbremse ausgehebelt. Notabene, noch bevor die neue Regierung überhaupt im Amt ist. Dies lässt viele erstaunt zurück. War es doch die fiskalische Disziplin, die jahrelang mit einem gewissen Sendungsbewusstsein als vordringlich bezeichnet wurde. Möglich wurde das ausserordentlich rasche Vorgehen nur unter dem Eindruck einer durch das amerikanische Agieren entfachten Dringlichkeit bei der Wiederaufrüstung in Europa. Derzeit sind Ausgaben von europaweit etwa 800 Mrd. angedacht. In Deutschland kommen zusätzlich Mittel für die Infrastruktur dazu. Die Finanzmärkte reagierten in den letzten Wochen fast nach Schulbuch. Die Renditen für Anleihen stiegen, da Investorinnen und Investoren angesichts der zu erwartenden höheren Schulden entschädigt werden möchten. Zugelegt haben hingegen die Aktienmärkte. Hier verspricht man sich durch die fiskalischen Impulse zusätzliche Aufträge und Gewinne. Aus unserer Sicht bleibt es allerdings höchst fraglich, wie hoch das zusätzliche Wirtschaftswachstum ausfallen wird. Es ist deutlich leichter Gelder zu sprechen, als diese in der Folge sinnvoll und ertragsbringend auszugeben. Angesichts der ausufernden Bürokratie dürften sich zudem viele Projekte erheblich verzögern oder sogar ganz zerschlagen. Wir erwarten für die kommenden Monate noch kein markant höheres Wachstum. Aus unserer Sicht bleibt es angezeigt, durch «News» hindurchzuschauen und sich auf Fakten zu konzentrieren.

Anlagepolitik im April

Marktteilnehmende profitierten im ersten Quartal von einer breiten weltweiten Diversifikation. Der Kursverlauf der US-Aktienmärkte im Vergleich zu den übrigen Regionen war im März besonders ausgeprägt. Während die US-Börsen einen Taucher hinlegten, widersetzten sich die übrigen Börsenplätze dieser Entwicklung. In Europa stützten die fiskalischen Massnahmen, was zu einer besseren Bilanz führte. In China stabilisierten Ankündigungen der Regierung, etwas wirtschaftsfreundlicher zu handeln, die Börsen. Sowohl im Reich der Mitte wie auch in Europa sind die Kursfortschritte für dieses Jahr schon beträchtlich. Wir lassen uns nicht durch negative Stimmungsumfragen blenden und sehen, nach dem Rücksetzer im ersten Quartal, mehr Potenzial im US-Markt als anderswo und bestätigen deshalb unsere leichte Übergewichtung. An den Anleihe-

märkten waren in den vergangenen Wochen ebenfalls gegenläufige Bewegungen zu verzeichnen. Während die Renditen in den USA sanken, stiegen diese in Europa teilweise kräftig. Die Ausgaben für Rüstung und Infrastruktur werden zu höheren Staatsschulden führen. Für das damit verbundene ansteigende Risiko wollen die Investorinnen und Investoren entschädigt werden. In der Schweiz wurden keine Änderungen an der Schuldenbremse vorgenommen – trotzdem stiegen die Renditen. Wir nutzen diese Höherverzinsung und schliessen einen Teil unserer Untergewichtung in CHF-Anleihen. Keine Änderungen nehmen wir bei den Alternativen Anlagen vor. Sowohl bei unserer Allokation in Gold, wie auch in Immobilienfonds, bleiben wir bei einer neutralen Einschätzung. Im aktuellen Umfeld steht für uns eine möglichst breite Diversifikation und Vermögensverteilung in der Nähe der Strategiewerte im Zentrum.

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

US-Handelszölle – Ersteinschätzung



Am 2. April hat Präsident Trump seinen handelspolitischen Kurs weiter verschärft. Er kündigte weitreichende zusätzliche Massnahmen an.

Ankündigungen im Detail

Alle Importe aus dem Ausland werden mit einem Zolltarif von 10% belegt. Zusätzlich werden Länder, welche einen Handelsbilanzüberschuss mit den USA aufweisen und ihrerseits Zölle auf amerikanische Exportgüter erheben, mit einem darüberhinausgehenden reziproken Tarifsatz belegt. Diese Zusatzbesteuerung ist teilweise markant und wird individuell festgelegt. Gültigkeit sollen die neuen Regeln per 5. April, respektive 9. April haben. Gewisse Güter wie zum Beispiel Autos, Halbleiter, Stahl, Gold und pharmazeutische Produkte sind vorläufig ausgenommen oder Zölle wurden bereits vorher eingeführt. Die Finanzmärkte reagierten in den USA nachbörslich mit Abgaben. Auch die asiatischen und europäischen Börsen handeln im negativen Bereich. Der US-Dollar büsste an Wert ein. Der Goldpreis und Anleihekurse legten zu.

Vieles bleibt unklar

Es ist nach wie vor unklar, ob die Zölle tatsächlich eingeführt, oder wie in früheren Situationen aufgeschoben oder ausgesetzt werden. Ebenfalls offen ist, ob die betroffenen Staaten Gegenmassnahmen ankündigen oder zuerst versuchen, mit der US-Administration eine individuelle Lösung zu suchen. Abhängig von den Reaktionen der von Zöllen betroffenen Ländern droht eine Eskalation der Situation. Der Umgang der US-Importeure mit den höheren Kosten ist ebenfalls noch offen. Auch wenn die Preise für die Konsumenten in den USA tendenziell steigen dürften ist ungewiss, in welchem Masse dies geschehen wird.

Unsere Einschätzung

Die verordneten Zolltarife sind teilweise sehr hoch (Schweiz z.B. 31%) und nur bedingt nachvollziehbar. Wir gehen davon aus, dass sie bewusst auf schmerzhaft hohem Niveau angesetzt wurden und Gegenstand von Verhandlungen sein werden. Inwiefern von diesen Zöllen eine inflationäre Gefahr ausgeht, ist momentan offen und hängt nebst der Frage der Einführung vom Verhalten der Marktakteure ab. Grundsätzlich handelt es sich um eine einmalige Anhebung des Preisniveaus, was sich ab Einführung auf die Inflationsraten auswirkt. Einigen Ländern droht bei kompletter Einführung wirtschaftlicher Gegenwind. Diesen Effekt zu beziffern, ist heute schwer möglich. Der Einfluss auf die amerikanische Wirtschaft ist ebenfalls noch nicht abschätzbar.

Unsere Anlagepolitik

Die Finanzmärkte dürften in den kommenden Tagen volatil bleiben. Allerdings sind die längerfristigen Folgen unklar. Es besteht durchaus die Möglichkeit, dass die jetzt angekündigten Zölle wieder deutlich reduziert werden. Ausserdem sind nicht alle ausländischen Firmen gleich von Zöllen betroffen, denn viele betreiben in den USA bereits heute Produktionsstätten. Wir raten in diesem Umfeld der gewählten Anlagestrategie treu zu bleiben. Überhastete, impulsive Umschichtungen sind aus unserer Sicht nicht sinnvoll. Anlegerinnen und Anleger sollten sich an ihrem Anlagehorizont orientieren. Wir empfehlen im aktuellen Umfeld eine breite Diversifizierung über alle Anlageklassen. Wir halten entsprechend an unserer aktuellen Anlagepolitik fest.

Anlageklassen im Detail

Anleihen

↘ Die Anleihemärkte standen im Bann der politischen Ankündigungen. Neben der Handelspolitik waren es vor allem die Beschlüsse über massive Ausgabeprogramme für Rüstung und Infrastruktur in Europa, welche die Märkte stark beeinflussten. Vor allem bei europäischen Anleihen mit längeren Laufzeiten stiegen die Renditen zwischenzeitlich deutlich an. Investorinnen und Investoren verlangen also für das höhere Verschuldungsniveau eine bessere Entschädigung. Ebenfalls in Bewegung waren die Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen. Besonders im tieferen Bonitätssegment führte die gestiegene Unsicherheit über den Einfluss der US-Politik auf die Konjunktur zu höheren Aufschlägen. Trotz einer Leitzinssenkung stiegen die Renditen in der Schweiz ebenfalls – zum Monatsende stoppte diese Entwicklung weitgehend. Wir nehmen die höhere Verzinsung zum Anlass, um unsere starke Untergewichtung zu reduzieren.

Wir empfehlen:

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

Währungen

Der Euro legte in den letzten Wochen gegenüber fast allen anderen Währungen zu. Derzeit gewichten die Investorinnen und Investoren die Chance auf ein höheres Wirtschaftswachstum aufgrund der Ausgabeprogramme höher als die Risiken der Schuldenlast. Gleichzeitig dürfte die Einheitswährung zusätzlich von USD-Verkäufen profitiert haben. Einige Marktteilnehmende reduzierten ihre vormals übergewichteten Bestände im «Greenback». Als Resultat werteten viele Währungen zum US-Dollar auf.

Wir empfehlen:

- EUR und USD neutral gewichten

Aktien

↗ Für die meisten Aktienmärkte bedeuteten die letzten Wochen ein Treten an Ort. Auf zwischenzeitliche Kursgewinne folgten Einbussen teilweise postwendend. Oft traten diese Bewegungen parallel zu Neuigkeiten aus der US-Politik auf. Typischerweise belasteten neue Zollankündigungen. Die darauffolgenden Relativierungen sowie die

Verabschiedung des deutschen Ausgabenpakets stützten die Märkte. In einer eigenen Liga bewegten sich die US-Aktien. Hier waren vor allem zu Monatsbeginn kräftige Kurseinbussen zu verzeichnen. Vor allem die in den letzten zwei Jahren sehr gefragten Titel der «Mag7» büssten kräftig an Wert ein. Wir weisen schon seit längerem darauf hin, dass wir für dieses Jahr eine grössere Marktbreite erwarten. Wir können uns deshalb gut vorstellen, dass zukünftig andere Titel im US-Markt die Performanceführerschaft übernehmen werden. In den USA sehen wir für 2025 weiterhin ein höheres Wirtschafts- und Gewinnwachstum als in anderen Regionen. Deshalb bestätigen wir unsere leichte Übergewichtung in US-Titeln.

Wir empfehlen:

- US-Aktien übergewichten
- Europa, Schweiz, Pazifik und Schwellenländer neutral gewichten

Alternative Anlagen

↗ Schweizer Immobilienfonds wiesen im März kleine Kursbewegungen auf. Mittlerweile ist das Level der Aufgelder (Agios) in vielen Gefässen sehr hoch. Andererseits sind die Anleiherenditen immer noch so tief, dass aus dieser Anlageklasse bisher kaum eine Konkurrenz erwächst. Wir bestätigen deshalb unsere neutrale Einschätzung. Diese Einstufung behalten wir auch beim Gold bei. Der Preis der Feinunze scheint weiterhin vor allem ein Resultat von Nachfrage und Angebot zu sein und es lassen sich kaum Ableitungen mittels Bezug von Geopolitik, dem US-Dollar oder Zinsniveau machen.

Wir empfehlen:

- Gold und Schweizer Immobilienfonds neutral gewichten

- ↓ / ↘ Untergewichtung: Empfehlung, von einer Anlagekategorie weniger zu halten
- Neutral: Empfehlung entspricht der strategischen Vermögensaufteilung
- ↗ / ↑ Übergewichtung: Empfehlung, von einer Anlagekategorie mehr zu halten

Entwicklung der Märkte

Aktien: Europa und Gold mit erfreulichem Jahresstart

Aktien	Entwicklung 2025 in CHF *		Entwicklung 2025 in EUR *	
Schweiz		8.5 %		6.3 %
Deutschland		14.8 %		12.5 %
Europa		10.9 %		8.7 %
USA		-5.9 %		-7.8 %
Japan		-2.0 %		-4.0 %
Schwellenländer		1.1 %		-0.9 %
Alternative Anlagen				
CH-Immobilienfonds		2.4 %		0.4 %
Öl (Brent) USD/Fass	74.95	-2.3 %		-4.2 %
Gold CHF/Kg	88'705.00	15.8 %		13.5 %

* per 02. April 2025

Anleihen: weiterhin mit unterschiedlicher Entwicklung

Geld- und Kapitalmarkt	02. April 2025	Ende 2024	Veränderung
SNB Leitzins CHF	0.25 %	0.50 %	-0.25 %
EZB Einlagezins EUR	2.50 %	3.00 %	-0.50 %
10 Jahre Staatsanleihen CH	0.55 %	0.33 %	0.22 %
10 Jahre Staatsanleihen DE	2.72 %	2.37 %	0.35 %
10 Jahre Staatsanleihen US	4.13 %	4.57 %	-0.44 %
10 Jahre Staatsanleihen JP	1.47 %	1.10 %	0.37 %
Währungen			
EUR/CHF	0.9588	0.9396	2.05 %
USD/CHF	0.8835	0.9078	-2.68 %
EUR/USD	1.0852	1.0349	4.86 %

Impressum

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

Redaktion Investment Center | **Redaktionsschluss** 02. April 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.