

Der US-Befreiungstag am 2. April soll die nächste Phase des US-Zollregimes einläuten. Dies erhöht kurzfristig die Unsicherheiten und damit die Volatilität an den Aktienmärkten. Die weltweite Fiskalpolitik hat sich verändert: Die USA treten auf die Bremse und Europa hat einen grundlegenden Wandel markiert. Diese Flucht nach vorne kann in Europa vor allem Deutschland locker mit zusätzlichen Schulden finanzieren. Während Firmen mit US-Dollar-Umsätzen mit grösseren Unsicherheiten konfrontiert sind (US-Zölle), dürften Firmen mit Euro-Umsätzen auf der Gewinnerseite stehen (lockere Fiskalpolitik). Dazu gehören auch die Schweizer kleinen und mittelgrossen Unternehmen. Der US-zentrierte Aktienbullmarkt ist vorerst vorbei und die Unsicherheiten bezüglich des Tempos des wirtschaftlichen Abschwungs der USA führen dazu, dass wir bei der taktischen Asset-Allokation Aktien von «Übergewichten» auf «Neutral» umstufen.

Marktdaten	Index	Stand	Veränderung seit		Markt- P/E-26
		27.03.25	28.03.24	31.12.24	
New York	Dow Jones Ind. Avge	42'300	6.3%	-0.6%	18.7x
New York	S&P 500	5'693	8.4%	-3.2%	20.0x
New York	Nasdaq	17'804	8.7%	-7.8%	22.1x
Europa	Stoxx-50 Euro	5'361	5.5%	9.5%	13.9x
Tokio	Nikkei 225	37'120	-7.6%	-7.0%	16.9x
Schweiz	Swiss Perf. Index	17'144	11.0%	10.8%	17.9x
Swiss Bond Index	Rendite CHF	0.60%	-12 bps	+85 bps	
USD/CHF		0.88	-2.1%	-2.7%	
EUR/CHF		0.95	-2.2%	1.2%	

## Befreiungs- oder Reziprozitätstag am 2. April 2025

### Bisher beschlossene oder angedrohte Zölle

Datum	Land/Region	Produkte	Zollhöhe	Status
04.02.2025	China	alle Importe	10%	beschlossen
04.03.2025	China	alle Importe	20%	beschlossen
04.03.2025	weltweit	alle Importe	25%	beschlossen
04.03.2025	Kanada	Energieprodukte	10%	beschlossen
04.03.2025	Mexiko	alle Importe	25%	beschlossen
12.03.2025	weltweit	Stahl und Aluminium	25%	beschlossen
26.03.2025	weltweit	Autos	25%	beschlossen
02.04.2025	EU	alle Importe	25%	angedroht
02.04.2025	weltweit	Pharmazeutika	25%	angedroht
02.04.2025	weltweit	Chips	25%	angedroht

D. Trump hat den 2. April 2025 zum "Befreiungstag" oder "Reziprozitätstag" ausgerufen. Dieser Tag soll den Start seines Plans für reziproke Zölle markieren und die globalen Handelsströme neu ausrichten. Die Strategie sieht vor, massgeschneiderte Zölle auf Handelspartner der USA zu erheben, mit dem Ziel, wirtschaftliche Vorteile zurückzugewinnen und die Industriebasis der USA wieder zu stärken. Finanzminister Scott Bessent hat angedeutet, dass jedes Land einen spezifischen Zollsatz erhalten soll. Die Basis für einen solchen Zollsatz sollen die wahrgenommenen

Handelsungleichgewichte sein, wie Zölle, nichttarifäre Barrieren (Quoten, technische Standards, Subventionen) und Währungsmanipulationen. Je nach Umsetzung werden die Zölle US-Importe im Wert von Billionen von Dollars betreffen und diverse Handelsspannungen auslösen. D. Trump hat zwar Flexibilität bei der Umsetzung angedeutet, aber die Zölle werden kommen. Neben der Tatsache, dass diese auch die Staatskasse füllen, wird auch ersichtlich werden, welche Länder nach wie vor mit den USA zusammenarbeiten wollen und welche nicht.

## US-Befreiungstag am 2. April

Was wie ein Datum aus dem zweiten Weltkrieg anmutet, ist in Tat und Wahrheit der nächste Schritt der Einführung eines neuen Zollregimes, mit dem die USA die globalen Handelsströme verändern wollen. Vieles ist noch unklar und dies ist auch das Problem – für Konsumentinnen und Konsumenten wie auch Unternehmen. Aber auch bei der Neuausrichtung der öffentlichen Finanzen macht die Trump-Administration Druck und bricht mit herkömmlichen Konventionen. Das eingeschlagene Tempo ist bewusst hoch und überfordert die demokratischen Prozesse. Die USA beschert Anlegerinnen und Anlegern so zwangsläufig volatilere Zeiten. Auch der "alte Kontinent" ist in Bewegung, und unter der Führung Deutschlands hat ein fundamentaler Wandel bei der europäischen Fiskalpolitik stattgefunden. Während aber Deutschland die Mehrausgaben locker mit zusätzlichen Schulden finanzieren kann, lastet die bestehende Verschuldung bereits schwer auf Europas Nummer 2, Frankreich, und Nummer 3, Italien. Auch wenn die Bäume in diesen Ländern nicht in den Himmel wachsen werden, haben die Aktienmärkte die Haltungsänderung bei der Fiskalpolitik mit steigenden Kursen begrüsst und sind den Bewertungen vorausgeeilt. Auf Worte müssen jetzt Taten folgen, sonst schmelzen die Kursgewinne wieder wie Schnee in der Sonne. Die Schweizer KMU-Landschaft dürfte ebenfalls von der europäischen Aufbruchstimmung profitieren. Nach einem schwachen 2024 und bisher verhaltenen 2025 besteht deutliches Aufholpotenzial (siehe Seite 3). Nach der SNB-Zinssenkung auf 0.25% erlebt der Schweizer Immobilienmarkt nochmals einen kleinen Frühling. Das Kurssteigerungspotenzial ist jetzt aber mehrheitlich ausgeschöpft und man muss sich mit der Dividende begnügen. Diese ist jedoch immer noch deutlich attraktiver als die Renditen im Obligationenmarkt (siehe Seite 4). Über alles hinweg betrachtet nehmen die Risiken an den Aktienmärkten zu. Wie auch immer der "US-Befreiungstag" aussehen wird, wollen wir vorgängig die Risiken reduzieren und stufen Aktien deshalb von "Übergewichten" auf "Neutral" um. (her)

## US-Erwartungen

Der Euro-Composite-Index steigt um 0.2 auf 50.4 Punkte. Hinter der leichten Verbesserung steht eine voranschreitende Stabilisierung im verarbeitenden Gewerbe. Da die Impulse im verarbeitenden Gewerbe nur teilweise durch einen Anstieg des Auftragseingangs oder einen Beschäftigungsaufbau begleitet werden, besteht der Verdacht, dass der leicht höhere Index nur Vorzieheffekten im Rahmen der Einführung der US-Zölle geschuldet ist. In den USA steigt der PMI-Index um 1.9 auf 53.5 Punkte. Der Anstieg ist die Folge einer Trendumkehr im Dienstleistungssektor. Aber auch hier ist nicht alles Gold, was glänzt. So steigt der Auftragseingang weniger stark als die Geschäftstätigkeit, und die Geschäfts-

erwartungen gehen sogar zurück. Die schlechte Stimmung ist vermutlich den deutlichen Kostenanstiegen geschuldet. So erfreulich die kurzfristige Verbesserung der Situation in den USA ist, so eindeutig bleiben die Richtung und die Risiken. Eindrucksvoll ablesen lässt sich dies auch an den Prognosen der US-Notenbank. Sie erwartet für das laufende Jahr ein Wachstum von 1.7% (nach 2.8% im Vorjahr) bei einem Anstieg der Konsumentenpreise um 2.7% (nach 2.5% im Vorjahr) – beides schlechtere Werte, aber nicht dramatisch. Alle Mitglieder des Komitees sehen die Risiken für das Wachstum jedoch eher abwärts- und die Risiken für die Inflation eher aufwärtsgerichtet. Das ist auch für Europa kein gutes Vorzeichen.

## Anleihen

Europäische und auch Schweizer Obligationen haben im vergangenen Monat teilweise deutliche Verluste hinnehmen müssen. Dies, obwohl die Teuerung in Europa insbesondere für heimische Dienstleistungen zurückgeht. Auch die Inflationsprognosen sehen nicht allzu schlecht aus. Selbst wenn ein Handelskrieg die Teuerung in Europa wie von der EZB erwartet um 0.5% anhebt, wird dieser Effekt bei einem im Handelskrieg schwachen Wachstum vorübergehend sein. Die SNB begründet ihren Zinsschritt denn auch mit dem Risiko einer deutlich tieferen Inflation. Anders als die EZB berücksichtigt sie bei der Inflationsprognose keine Währungsschwäche, sondern geht auch im Zollkonflikt von

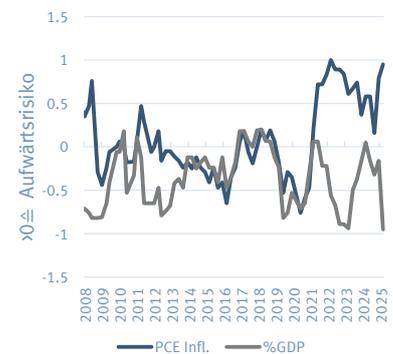
einem stärkeren Franken aus. Denkt man an den noch unbezifferten Effekt aus dem deutschen und europäischen Fiskalimpuls, muss auf jeden Fall festgehalten werden, dass dieser sich über einen langen Zeitraum erstreckt und die damit verbundene Nachfrage nicht direkt Konsumgüter betrifft. Inflationsangst ist also kein Preistreiber. Ein Grossteil der Preisbewegung ist vermutlich dem erwarteten Angebot zuzuschreiben. Dafür muss aber sicher sein, dass es überhaupt am Markt finanziert werden muss, und nicht die EZB mindestens einen Teil der zu platzierenden Obligationen kauft. Überhaupt keinen Sinn macht dann aber der Renditeanstieg in der Schweiz, wo keine Fiskalpakete zu erwarten sind.

## Euro-US-Dollar

Neben den Zinsbewegungen war der März auch von einer gewissen Volatilität an den Währungsmärkten geprägt. Der US-Dollar hat gegenüber dem Euro merklich an Wert verloren. Der fundamentale Faktor ist die Verschiebung der Wachstumserwartungen. Während die US-Regierung den Konsolidierungskurs trotz aller Risiken entschlossen vorantreibt und Fiskalprogramme der Vorgängerregierung zusammenstreicht, investiert Europa notgedrungen im grossen Stil. Auch die Handelspolitik trägt zum Erwartungsgefälle bei. Überspitzt gesagt haben die USA bei Zoll-Streitigkeiten mit x Ländern x Anpassungen zu verdauen und jedes andere Land nur jeweils eine. In der überzeichneten Version ist klar, wo die Risiken liegen. Das Ausmass der

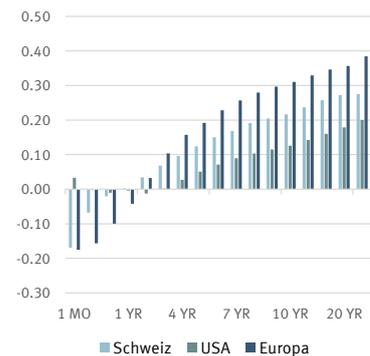
Kursbewegung wurde von Ängsten einer gezielten US-Dollar-Abwertung durch die US-Regierung verstärkt. Dieses Ziel kann die US-Regierung allein nicht erreichen, und durch kooperatives Verhalten zeichnet sie sich bisher nicht aus. Wird der Gedanke weitergesponnen, kann der US-Dollar sich nur abwerten, wenn sich die um ein Vielfaches kleinere, zweitgrösste Währung der Welt – der Euro – aufwertet. Im Grunde kämen dem Euro die erwarteten Defizite dabei gerade gelegen, denn irgendwo muss das nicht mehr in US-Staatsanleihen anzulegende Geld ja hin. Aus Sicht des Franken-Investors hiesse dies, dass Euro-Gewinne US-Dollar-Verluste weiterhin kompensieren könnten. Diversifikation macht wie immer Sinn. (tk)

## Risiko-Einschätzung der Fed



Die Indikatoren messen den Anteil der FOMC-Mitglieder, die ein Über- oder Unterschneiden der jeweils aktuellen Wachstums- und Inflationsprognosen erwarten.

## Renditeveränderung März



Da die Kosten der Absicherungen durch die Zinsdifferenz in kurzen Laufzeiten bestimmt werden, müssen ausländische Zinsen deutlich zurückgehen, damit währungsgesicherte ausländische Obligationen einen Mehrertrag generieren.

## Euro und Dollar in Franken (indexiert)



Solange sich zwischen den USA und Europa aktuelle und potenzielle Konflikte abspielen und Veränderungen stattfinden, ist es aus Sicht eines Franken-Investors vorteilhaft, sowohl in Euro wie auch in US-Dollar investiert zu sein.

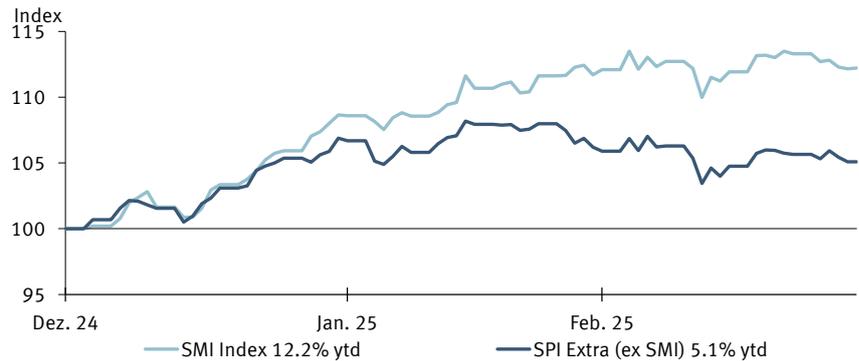
### Schweizer KMUs mit Aufholpotenzial

Die Aktienmärkte sind derzeit stark von politischen Entscheidungen getrieben. In diesem Beitrag geht es darum, die Einflüsse von zwei Entscheidungen auf den Schweizer Aktienmarkt aufzuzeigen.

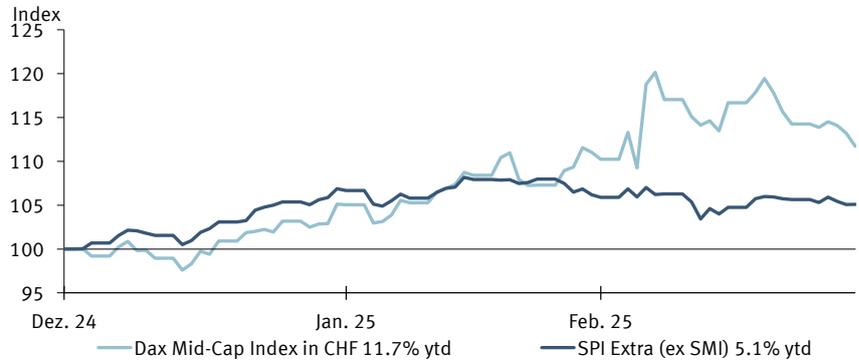
**US-Zölle:** Um den Zöllen zu entgehen, haben US-Firmen ihre Einkäufe vorgezogen und ihre Lager gefüllt. Der Unterschied zu D. Trumps erster Amtszeit ist, dass die Zölle im Jahr 2025 viel höher sind und schneller eingeführt wurden. Die direkten Profiteure dieser Politik waren ausländische Produzenten mit US-Exporten, die von einem höheren Bestelleingang profitierten. Der Effekt zeigt sich zum einen in den jeweiligen Länder-Exportstatistiken und zum anderen in der Performance von Grossfirmen, die hohe Umsätze in den USA tätigen. Viele dieser Firmen sind auch im SMI (seit Jahresbeginn +12.2%) vertreten. Die Schweizer KMU-Landschaft hingegen konnte weniger oder nur indirekt von diesem Effekt profitieren. Der Grund hierfür ist, dass diese Firmen mehr Umsätze im Euroraum tätigen und deshalb mehr von der europäischen Binnenkonjunktur abhängig sind. Dies zeigt sich auch im Index SPI Extra (ex SMI), der seit Jahresbeginn lediglich um 5.1% gestiegen ist (Grafik 1), nachdem auch 2024 mit +3.8% ein bescheidenes Jahr war.

**Fiskalpolitik:** Von viel grösserer Bedeutung für das Aufholpotenzial der Schweizer KMU-Landschaft sind die deutschen Wahlen Ende Februar, nach welchen die CDU/CSU in einer Grosskoalition mit der SPD Deutschland wieder zur alten Grösse verhelfen will. Entscheidend dabei ist, dass in der deutschen Politik ein Umdenken bei der Fiskalpolitik stattgefunden hat. So will Deutschland, um die Binnenwirtschaft anzukurbeln, die Schuldenbremse lockern und einen Infrastrukturfonds von EUR 400 Mia. und einen Klimaschutzfonds von EUR 100 Mia. einrichten. Zusätzlich sollen auch die Rüstungsausgaben deutlich gesteigert werden. Dies ist Balsam für die Schweizer KMU-Landschaft und ein wichtiger Treiber für das erwartete Aufholpotenzial bei der Performance. Den Effekt sieht man exemplarisch bei der Preisentwicklung der deutschen KMUs (Grafik 2). Es gibt aber noch weitere Gründe, die für das Aufholpotenzial bei Schweizer KMUs sprechen. Zum einen bieten diese eine beeindruckende Auswahl an qualitativ hochwertigen Firmen quer durch alle Branchen hindurch – von Industrie über Pharma und Konsumgüter bis zu Vermögensverwaltung und Versicherungen. KMUs mögen zwar einen grösseren

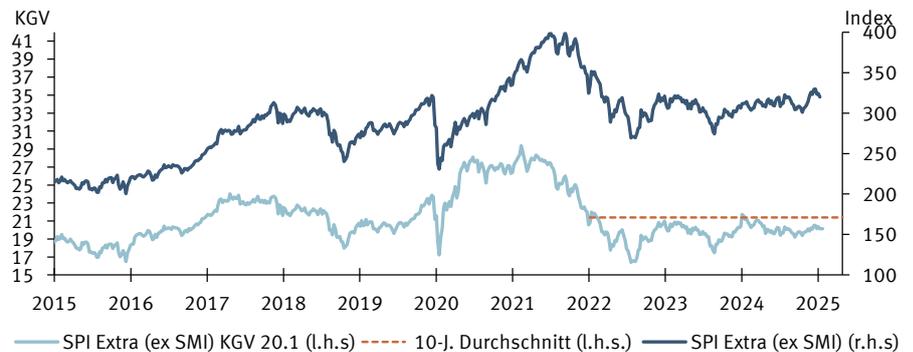
Grafik 1: Performance SPI Extra (ex SMI) vs. SMI seit Jahresbeginn



Grafik 2: Performance SPI Extra (ex SMI) vs. Dax Mid-Cap (deutsche KMUs)



Grafik 3: SPI Extra (ex SMI) und das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)



Produktfokus haben und damit volatil sein, gleichzeitig bieten sich aber auch mehr Chancen für positive Gewinnüberraschungen. Dies betrifft vor allem Aktien, die aus unserer Sicht vom Markt im Jahr 2024 überproportional abgestraft wurden und sich noch nicht erholt haben. Des Weiteren bewegen sich die Bewertungen in einem vernünftigen Rahmen und der Index SPI Extra (ex SMI) zeigt beim Kurs/Gewinnverhältnis eine faire Bewertung an. Sollte sich die Gewinndynamik verbessern, dann dürften auch die Aktienkurse davon profitieren. Der letzte Faktor bezieht sich auf die fehlenden alternativen Anlagemöglichkeiten in der Schweiz. Der SNB-Leitzins

beträgt 0.25% und für Investoren in Schweizer Obligationen ist es wieder deutlich schwieriger geworden, eine ansprechende Rendite zu erwirtschaften. Für den Schweizer Aktienmarkt bedeutet dies, dass wieder vermehrt Obligationengelder in den Aktienmarkt fliessen werden, was die Preise unterstützt.  
**Konklusion:** Deutschland ist in Aufbruchstimmung und von den Investitionsprogrammen sollte auch die Schweizer KMU-Landschaft profitieren können. So dürfte sich die Performancelücke zwischen den Schweizer KMUs und dem SMI-Index ganz oder zumindest teilweise schliessen können. (her)

## Übersicht

Ein ausgewogenes Portfolio sollte derzeit breit diversifiziert sein und eine

gewisse Cash-Position halten, um reagieren zu können.

### Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	-	-	4	0
Grundstoffe	+	+	0	-5
Investitionsgüter	0	0	0	7
Zyklischer Konsum	0/+	0/+	-5	5
Nichtzykl. Konsum	0	+	-2	5
Gesundheitswesen	+	+	-3	-2
Finanzwerte	0/-	0/-	-1	21
Info Technologie	0	-	-6	7
Medien/Telekom	0/+	0/+	-4	16
Versorger	0/+	0/+	1	15
Immobilien	+	0	0	0

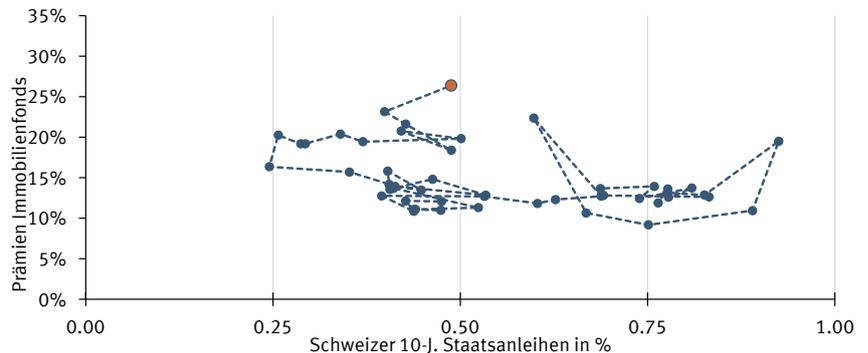
### Regionen / Währungen

Aktien - Beurteilung und historische Performance	Obligationen										Wechselkurs	
	Beurteilung				Laufzeiten Jahre				gegen CHF			
	alt	neu	1 Mo	12 Mo	alt	neu	0-3	3-5	5-10	alt	neu	
Europa Euro (Stoxx-50)	0	0	-2	6	EUR	0	0	0	0/+	0	0	
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	-1	9	GBP	-	-	-	-	0	0	
USA (S&P 500)	-	-	-4	8	USD	0/+	0/+	0/+	0/+	0	0	
Japan (Nikkei 225)	0	0	0	-8	JPY	0	0	0/-	0/-	0	0	
Schweiz (SPI)	+	+	0	11	CHF	0	0	0	0/+			

## Immobilienanlagen – mit kleineren Brötchen backen

Immobilienfonds haben zahlreiche Vorteile, wie zum Beispiel eine hohe Stabilität, Wertbeständigkeit und eine stabile Dividende. Hinzu kommt eine geringere Korrelation zu anderen Anlageklassen, da sich die Immobilienmärkte bis zu einem gewissen Grad unabhängig von den Finanzmärkten entwickeln und in der Regel auch weniger grossen Schwankungen unterliegen. Dank den genannten Eigenschaften können Anlegerinnen und Anleger in Immobilienfonds das Gesamtrisiko eines Wertschriftenportfolios senken und das Risiko-Ertrag-Verhältnis verbessern. **Immobilienfonds:** Die einfachste und liquideste Art, um in Immobilien zu investieren, ist via Immobilienfonds. Solche Fonds bewirtschaften ein Liegenschaften-Portfolio und schütten regelmässig den erwirtschafteten Ertrag aus. Um das Fondsvermögen zu bestimmen, bewerten unabhängige Schätzungsexpertinnen und -experten auf Jahres- oder Halbjahresbasis den Verkehrswert der Liegenschaften und bestimmen damit den sogenannten Inventarwert (NAV). Bei Immobilienfonds ist der Inventarwert ein Schlüsselbegriff. Da Anlegerinnen und Anleger den Fonds an der

Verhältnis Immobilienfondsprämien vs. Schweizer Staatsanleihen



Börse kaufen und verkaufen können, bezahlen sie jeweils eine sogenannte Prämie oder einen Abschlag zum letztgeschätzten Inventarwert. Die Grafik oben zeigt das Verhältnis der Prämie von ausgewählten Immobilienfonds zu 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen über die letzten 52 Wochen. Der braune Punkt widerspiegelt den aktuellen Wert. Als Grundsatz gilt: Je tiefer die Renditen der Staatsanleihen, desto höher der Druck, dass die Prämie zum NAV steigt. Im Jahr 2024 senkte die SNB den Leitzins von 1.75% auf 0.5%, während der Referenzzinssatz für die Mieten bei 1.75% blieb.

Sprich, bei den Immobilienanlagen kam es zu einer deutlichen Ertragsausweitung und die Prämie zum NAV stieg. Die aktuelle Situation ist, dass die SNB den Leitzins zwar nochmals von 0.5% gesenkt hat, aber gleichzeitig auch der Referenzzinssatz für die Mieten von 1.75% auf 1.5% gesunken ist.

**Konklusion:** Immobilienanlagen bleiben im Vergleich zu Schweizer Obligationen attraktiv und die Immobilienpreise sind weiterhin gut abgestützt (tiefe Leerstandsquote). Für 2025 muss man aber mit kleineren Brötchen backen. Dabei steht die Dividende von rund 2.5% im Fokus – und weniger eine zusätzliche Rendite dank einer höheren Prämie zum NAV. (her)

Heinz Rüttimann (her), Investment Office, +41 44 639 13 94; heinz.ruettimann@rahnbodmer.ch  
 Thorsten Küchler (tk), Investment Office, +41 44 639 13 87; thorsten.kuechler@rahnbodmer.ch

Der Anlagekompass wurde uns mit freundlicher Genehmigung von Rahn+Bodmer Co., Zürich, zur Verfügung gestellt.

Diese Publikation dient ausschliesslich Informationszwecken und trägt keinen individuellen Anlagezielen oder übrigen Anforderungen Rechnung. Die Publikation stellt weder ein öffentliches Inserat, noch eine Beratung, ein Angebot oder eine Empfehlung zur Beanspruchung einer Dienstleistung, zum Kauf oder Verkauf einer Anlage oder zum Abschluss einer anderen Transaktion dar. Bevor ein Anlageentscheid getroffen wird, sollte der Anleger eine individuelle Beratung zu seiner persönlichen Situation in Anspruch nehmen. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen richten sich grundsätzlich an Personen in der Schweiz und sind insbesondere (und auch grenzüberschreitend) nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Geschäfts- oder Wohnsitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen bzw. die darin enthaltenen Finanzinstrumente oder -anlagen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder aus anderen Gründen verboten ist, wie namentlich in den USA, CAN und/oder GB. Diese Publikation ist stichtagbezogen. Die darin angeführten Marktpreise, Prognosen und dergleichen beruhen auf banküblichen Informationsquellen und/oder geben die jeweilige Einschätzung des Verfassers wieder, sind indikativ, können sich jederzeit ändern und sind für Rahn+Bodmer Co. nicht verbindlich. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit übernimmt Rahn+Bodmer Co. keine Garantie oder Haftung. Hinweise auf die vergangene Performance bilden keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

Datenquelle: Bloomberg