

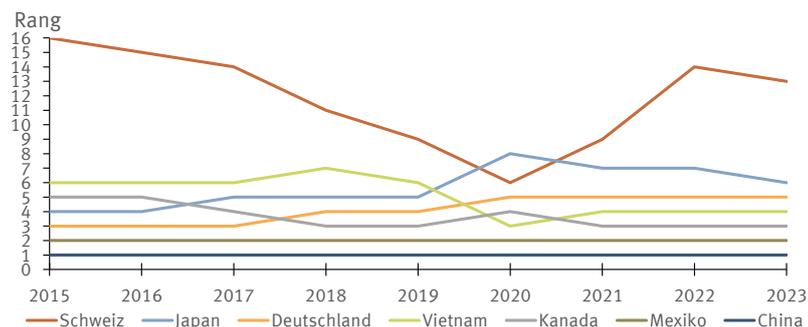
Alea iacta est – die Würfel sind gefallen: D. Trump kehrt am 20. Januar 2025 ins Weisse Haus zurück. Damit wird es zu grösseren politischen Veränderungen kommen. Die Unsicherheiten sind dementsprechend gross bei Wirtschaftsakteuren, die mit ihren Exporten in die USA überdurchschnittlich stark von der Konsumfreude der Amerikanerinnen und Amerikaner profitiert haben. China, Mexiko und Kanada stehen dabei ganz oben auf der Liste. Die Schweiz dürfte, wenn auch in geringerem Ausmass, ebenfalls direkt oder indirekt davon betroffen sein. Die globale Wirtschaft ist ein feines Geflecht und das Trump-Kabinettt besteht aus konservativen Loyalisten und Disruptoren. Eine allgemeine Marschrichtung für 2025 ist äusserst schwierig vorauszusagen. Zu viele Faktoren überlagern sich. 2025 könnte ein wilder Ritt werden. Extreme Positionierungen sollten deshalb vermieden werden. Bei der taktischen Asset-Allokation belassen wir Aktien auf «Übergewichten».

Marktdaten

Index	Stand	Veränderung seit		Markt-P/E-25	
		27.11.24	28.11.23		31.12.23
New York	Dow Jones Ind. Avge	44'722	26.3%	18.7%	22.2x
New York	S&P 500	5'999	31.7%	25.8%	23.6x
New York	Nasdaq	19'060	33.5%	27.0%	27.0x
Europa	Stoxx-50 Euro	4'764	9.6%	5.4%	13.5x
Tokio	Nikkei 225	38'349	14.8%	14.6%	19.3x
Schweiz	Swiss Perf. Index	15'586	10.5%	7.0%	18.5x
Swiss Bond Index	Rendite CHF	0.31%	-66bps	-56bps	
USD/CHF		0.88	0.6%	5.0%	
EUR/CHF		0.93	-3.5%	0.3%	

US-Zölle und die Schweizer Wirtschaft

Rangliste der Länder mit den höchsten US-Netto-Exportüberschüssen



Die Zölle werden kommen (siehe auch Beitrag auf Seite 4). Für die Schweiz stellt sich die Frage, inwiefern sie direkt oder indirekt davon betroffen sein wird. Die Grafik zeigt die Rangliste der wichtigsten US-Handelspartner, welche einen Netto-Exportüberschuss mit den USA haben. China ist seit 2015 die unangefochtene Nummer 1 mit USD 260 Mia. im Jahr 2023, gefolgt von Mexiko und Kanada. Die Europäische Union als Wirtschaftsblock hat einen Handelsüberschuss von USD 203 Mia. (Deutschland USD 81 Mia.). Eine "effiziente" Zollgestaltung der USA könnte zuerst auf die

grossen Blöcke abzielen. Unser Fokus gilt der Schweiz, die beim Handel mit den USA auf den hinteren Plätzen rangierte. Ihr Netto-Exportüberschuss mit den USA betrug 2023 USD 20 Mia. Die Schweiz könnte aus zwei Gründen weniger stark von US-Importzöllen betroffen sein: Erstens hat sie ein separates Handelsabkommen mit den USA und wäre bei auf die EU erhobenen Importzöllen vorderhand nicht betroffen, und zweitens sind die Gesamtvolumen klein. Gegen Zölle wehren könnte sich die Schweiz aber nicht. Die USA ist nämlich ihr wichtigster Handelspartner.

Wie wird bloss 2025?

D. Trumps Wahl zum Präsidenten und die republikanische Mehrheit im Senat und Repräsentantenhaus werden zwangsläufig zu grösseren Veränderungen führen. Möglicherweise stehen wir sogar am Beginn einer radikal neuen Ära der US-Wirtschaftspolitik. D. Trump und sein Team, das mehrheitlich aus konservativen Loyalisten und Disruptoren besteht, sind besser vorbereitet als 2016 und werden wohl wieder mit politischen Normen und Gepflogenheiten brechen. Man darf gespannt sein, wie radikal Elon Musk und Vivek Ramaswamy ihre Aufgabe angehen werden, den Staatsapparat zu verschlanken und effizienter zu machen. Die Digitalisierung würde sicherlich eine kleine Revolution erlauben. Andere Staaten dürften gespannt das Experiment verfolgen und ihre eigenen Lehren daraus ziehen. Dies ist vor allem ein Steilpass nach Europa, welches sich rühmt, zu den regulatorischen Vorreitern zu gehören. Weniger Staat und mehr unternehmerischer Freiraum wären aber dringend notwendig, um aus der wirtschaftlichen Malaise zu kommen. So sank der EU-Einkaufsmanager-Index für das Gewerbe von 46 im Oktober auf 45.2 Punkte im November und für die Dienstleistungen unter die magische Marke von 50 Punkten (von 51.6 auf 49.2). Sprich, Europa hätte dringend eine "Roskur" nötig, um unnötigen Ballast abzuwerfen und wieder die Initiative übernehmen zu können. Schafft dies nämlich die USA, würde Europa auch hier ins Hintertreffen geraten. Zuerst wird aber in Deutschland gewählt, und wenn man gewählt werden will, muss man grosszügige Versprechungen machen. Sprich, spektakuläre Würfe sind nicht zu erwarten. Damit zurück zur Frage "Wie wird bloss 2025?". Die USA bleiben der globale Leitmarkt und 2025 wird wahrscheinlich ein wilder Ritt werden, bei dem Veränderung die einzige Konstante ist. In so einem Umfeld tut man gut daran, keine extremen Positionen einzunehmen, damit man auf der Investmentseite die nötige Flexibilität behält. Lieber hat man den Spatz in der Hand als die Taube auf dem Dach. (her)

Nach der Wahl und vor Amtsübernahme

Nach der US-Wahl kann man beginnen, in den PMIs nach Konsequenzen zu suchen. Dabei bieten sich zwei Möglichkeiten an: Erstens die Suche nach Auffälligkeiten in den aktuellen Daten und zweitens ein Vergleich der aktuellen Daten mit jenen aus der ersten Amtsperiode. Damals übernahm der Präsident eine sich erholende Wirtschaft, in der die US-Notenbank gerade am Anfang eines Zinserhöhungszyklus stand. Heute stehen wir am Ende eines Zinserhöhungszyklus und erwarten eine Abkühlung des US-Wachstums. Ein Vergleich scheint deshalb wenig Sinn zu machen. In den historischen Daten fällt jedoch auf, dass global schlechtere Erwartungen in Folge des Handelsstreits mit China die

Wirtschaft ab 2018 belastet haben. Schaut man sich die Erwartungen heute an, erkennt man deutlich schlechtere Erwartungen in Europa und erheblich bessere in den USA. Der Netto-Effekt dürfte, wie auf Composite-Level, nahe null liegen. Es fehlen aber noch die Daten aus zahlreichen anderen Ländern. Wir gehen davon aus, dass sich die globalen Wachstumserwartungen wie 2018 eintrüben und die Stimmung die Wirtschaft systematisch belasten wird. Bis dies in den Gesamtindizes sichtbar ist, wird es einige Zeit dauern. Anpassungseffekte der Unternehmen können die kurzfristigen Daten verzerren. Wir lassen die aktuelle Einschätzung vorerst unverändert.

Anleihen

Die US-Notenbank trifft sich am 18. Dezember zu ihrer zweiten Sitzung nach der Wahl. Zuvor werden am 12. Dezember um 9.30 Uhr die SNB und um 14.15 Uhr die EZB tagen. In den USA sehen wir in den PMI-Indizes durchaus Anzeichen für verlangsamte Zinssenkungen. Zwar ist der Anstieg der Index-Werte für die Verkaufspreise fast zum Stillstand gekommen, die Kostenindizes steigen aber weiter. Damit entsteht ein Kostendruck, der in eine Inflation umschlagen kann, sobald die Verbraucherinnen und Verbraucher ihre finanziellen Möglichkeiten besser einschätzen können und weniger preissensitiv sind. Die gleichen Indizes zeichnen in Europa ein anderes Bild. Hier steigen die Verkaufspreise zwar

leicht schneller an als in den USA, aber im Verhältnis zu den Kosten sind die Anstiege tiefer, so dass die Margen stabiler bleiben und sich kein Inflationsdruck aufbaut. Vor dem Hintergrund des schwachen Wachstums und dem tiefen Inflationsdruck ist ein höheres Tempo bei den Zinssenkungen durchaus angebracht. Ein Zinsschritt von 0.5% würde uns nicht überraschen. Gegebenenfalls wäre auch die Ankündigung eines Zinssenkungspfads vorstellbar. Die SNB hat durch die tiefe bedingte Inflationsprognose indirekt eine Zinssenkung angekündigt. Der Franken ist seitdem stärker geworden und wird – abgeleitet aus dem Anstieg der Devisenreserven – als Problem wahrgenommen. Eine Zinssenkung um 0.5% ist fast schon wahrscheinlich.

US-Dollar

Wir hatten die Entwicklung des US-Dollar vor dem Hintergrund der Zinsdifferenzen und unterschiedlichen geldpolitischen Erwartungen diskutiert. Das Ergebnis sprach für die Währung. Weiter hatten wir gezeigt, dass Haushalts- und Handelsdefizite in den USA eher für einen schwächeren US-Dollar sprechen, wenn die Defizite nicht durch die US-Notenbank finanziert worden wären. Wir hatten auch schon darauf hingewiesen, dass eine Zollpolitik das US-Dollar-Angebot durch die Reduktion der US-Importe verknappt. Weniger Handel bedeutet einen stärkeren US-Dollar und einen sinkenden Euro-Dollar-Kurs. Die nebenstehende Grafik zeigt die Veränderung des PMI für die globalen Exportaufträge über die vergangenen sechs Monate.

Steigt der New-Export-Order-PMI, nehmen die Exportaufträge und damit der Handel über alle Länder hinweg zu. Man erkennt, dass sich der Rückgang der Exportaufträge im "ersten Handelskrieg" bereits kurz nach dem Erlass der ersten Zölle 2018 verlangsamt und die Abschwächung des Euros gebremst hat. Erst Ende 2019 hatte sich der Euro gefangen (die Null-Linie erreicht). In dieser Zeit fiel der Euro Composite PMI von 59 auf 50 Punkte, während der US-Composite PMI im ersten Jahr stabil bei ca. 55 Punkten lag und erst im zweiten Jahr auf 51 Punkte fiel. Das würde bedeuten, dass die grösste Aufwertung des US-Dollar zum Euro hinter uns liegt, ein Ende der Bewegung aber frühestens Anfang 2026 zu erwarten ist.

PMIs: Future Output Index



Zur Erhebung des Future Output Index werden Unternehmen gefragt, ob sie auf Jahressicht eine tiefere, gleiche oder höhere Produktion erwarten. Der Future Output Index ist die Erwartungskomponente in der PMI-Indexfamilie.

Notenbanksitzungen



Wir orientieren uns bei den Zinserwartungen am 3-Monats-Terminsatz in drei Monaten und ziehen davon den aktuellen Leitzins ab. Der Zinssenkungszyklus ist intakt (alle < 0), verliert in den USA aber an Dynamik.

US-Dollar und Handel



Die Handelstätigkeit beeinflusst den US-Dollar. Aus dem ersten Handelskrieg lässt sich ableiten, dass sich die Schwäche des Euro in verlangsamer Form auch im Jahr 2025 fortsetzt.

Ausblick 2025 – ein Rundumschlag

Das Jahr 2024 neigt sich dem Ende zu und wir wagen einen Blick nach vorne. Bevor wir das tun, verweisen wir auf Grafik 1, welche die Performance der wichtigsten Vermögensklassen für 2024 in CHF zeigt. Die Kernaussage ist einmal mehr die Bedeutung der Diversifikation. So waren der S&P 500 und Gold die wichtigsten zwei Performance-Treiber, während Schweizer Immobilien ab Mai zu einer konstanten Aufhol- und Überholjagd zum Stoxx 600 und SPI angesetzt haben. 2024 war bisher ein erfolgreiches Börsenjahr.

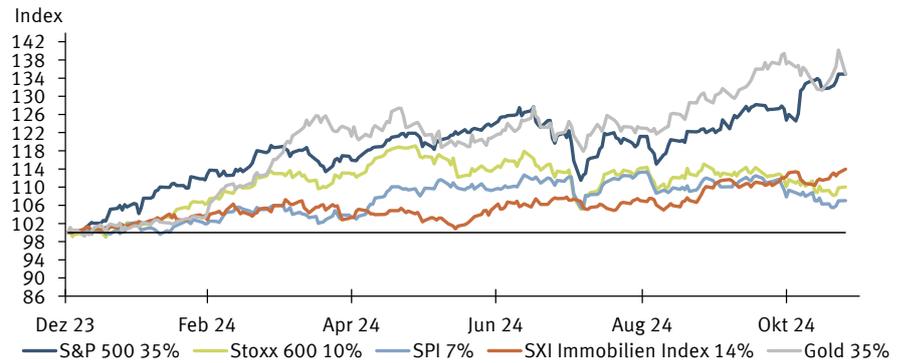
USA – die globale Lokomotive

Nach D. Trumps Vereidigung am 20. Januar 2025 werden schnell erste Entscheidungen fallen im Bereich Immigration, Zölle, Steuererleichterungen und Deregulation. Die grösste Gefahr besteht darin, dass Trumps Politik zu einer Überhitzung der US-Wirtschaft führt, der Desinflationsprozess unterbrochen wird und die US-Fed auf die geldpolitische Bremse treten muss. Die zwei für uns wichtigsten Indikatoren für die Entwicklung des Aktienmarktes sind die Break-Even-Inflationsraten und die Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen. (Grafik 2). Wir schätzen, dass ein Renditeanstieg über das derzeitige Leitzins-Niveau von 4.8% zu einer grösseren Korrektur führen würde. **Positionierung:** Trumps Politik führt zu vielen Überlagerungen. Beispiele: Profitieren KMUs? Was ist der Einfluss von R. Kennedy auf den Gesundheitssektor? Ist die Monopolstellung des IT-Sektors in Gefahr? Welche Subventionen werden gestrichen? Wie beeinflussen Zölle die Produktion und den Lageraufbau? Neben der Schweiz sind die USA unser Hauptfokus. Wir verfolgen anfänglich eine ausgewogene US-Sektorenpositionierung.

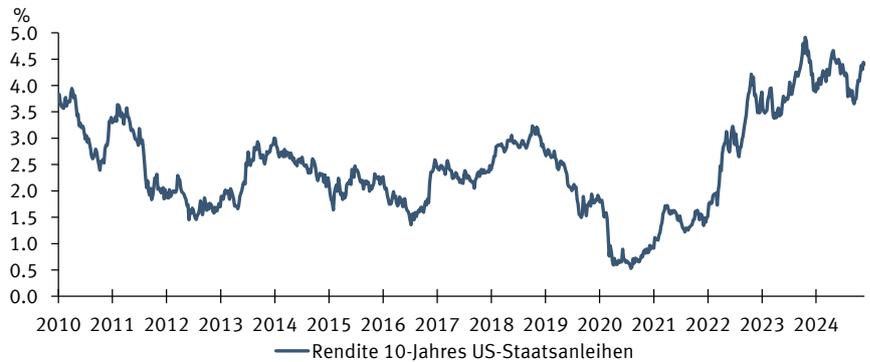
Europa – in der Defensive

Innenpolitisch sind die zwei grössten Volkswirtschaften mit sich selbst beschäftigt: In Deutschland stehen Neuwahlen und Budget an, in Frankreich die Budgetdiskussion. D. Trump hatte nie Freunde in Brüssel und Europa und wird sich in der Sicherheitspolitik und bei den Zöllen auf Gegenwind einrichten müssen. Darunter werden wohl zuallererst Exportchampions leiden, wobei Deutschland aufgrund seiner Exporttätigkeit in die USA wohl am meisten zu befürchten hat. Europas Lichtblick für die Aktienmärkte besteht in weiteren EZB-Zinssenkungen. **Positionierung:** Die Wirtschaft ist im Kriechgang und die Zölle sind eine Gefahr für die Margen der

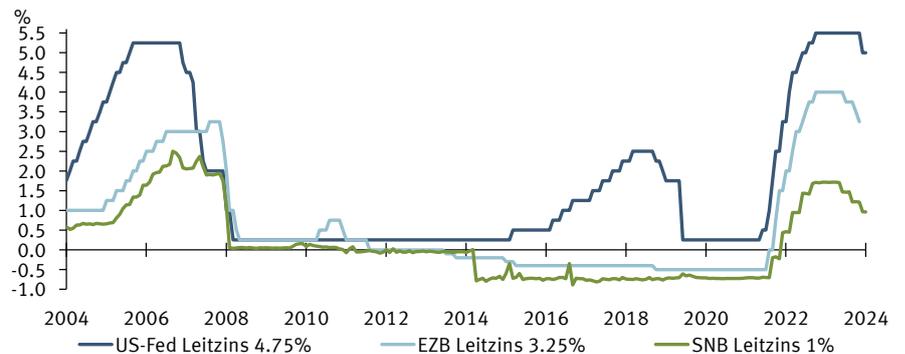
Grafik 1: Performance der wichtigsten Vermögensklassen seit Jahresanfang in CHF



Grafik 2: Rendite 10-Jahres US-Staatsanleihen



Grafik 3: Inflation in den USA und in Europa



Exportindustrie. Sprich, zyklische Werte sind unattraktiv. Das Umfeld spricht für defensive Titel und für Immobiliengesellschaften und Versorger, die von weiteren Zinssenkungen profitieren. Europa hilft einzig der Diversifikation. Die Chancen sehen wir in anderen Regionen.

Schweiz – Stabilität hat ihren Preis

Politisch stabil, tiefe Verschuldung, tiefe Inflation, tiefe Zinsen und ein starker Schweizer Franken. Die Schweizer Exportwirtschaft wird direkt oder indirekt ebenfalls von den US-Zöllen betroffen sein. Bei den Volumen spielt die Schweiz aber eine untergeordnete Rolle (siehe Seite 1). **Positionierung:** Die Schweiz ist unser Heimmarkt und unser Fokus liegt auf internationalen Firmen, die bereits

Produktionsstätten in den USA haben. Ein weiterer Fokus liegt auf Firmen mit einer Nischenstrategie und möglichst hoher Preismacht, um Zölle an den Endkunden überwälzen zu können. Ebenfalls in einem Schweizer Aktienportfolio sind Firmen, die einen Grossteil des Umsatzes in der Schweiz erwirtschaften. Zu guter Letzt dürfen Dividententitel und Immobilien als Stabilisatoren nicht fehlen. **Konklusion:** Die USA bleiben der globale Leitmarkt. Daran müssen sich Investorinnen und Investoren ausrichten. Während wir das erste Halbjahr 2025 noch positiv sehen, dürften sich die negativen Auswirkungen der Trump-Politik in der zweiten Jahreshälfte offenbaren. Agil bleiben muss man auf jeden Fall. (her)

Übersicht

Zum einen hat sich der wirtschaftliche Grundtenor verschlechtert. Zum anderen haben die Zentralbanken die Zinsen

gesenkt und der Markt erwartet weitere Zinssenkungen. Eine zyklische Ausrichtung ist weiterhin gerechtfertigt.

Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	-	-	3	7
Grundstoffe	+	+	-3	8
Investitionsgüter	+	+	2	28
Zyklischer Konsum	0/+	0/+	6	23
Nichtzykl. Konsum	0	0	0	11
Gesundheitswesen	+	+	-3	12
Finanzwerte	0	0	6	38
Info Technologie	0	0	0	36
Medien/Telekom	0/-	0/-	3	33
Versorger	0	0	0	21
Immobilien	0/-	0/-	0	0

Regionen / Währungen

Aktien - Beurteilung und historische Performance	Beurteilung				Perform. %				Obligationen					Wechselkurs			
	alt		neu		1 Mo	12 Mo	alt		neu		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	-4	10	EUR	0	0	0	0	0/+	0	0					
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	0	11	GBP	-	-	-	-	-	0	0					
USA (S&P 500)	0	0	3	32	USD	0/+	0/+	0/+	0/+	0	+	+					
Japan (Nikkei 225)	0	0	-1	15	JPY	0	0	0/-	0/-	0/-	0	0					
Schweiz (SPI)	+	+	-4	11	CHF	0	0	0	0	0/+							

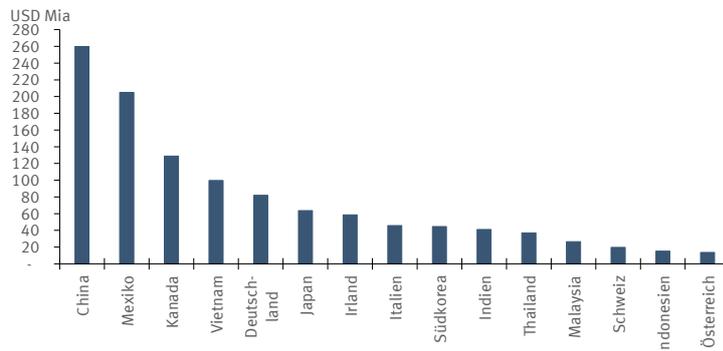
US-Zölle – kurzfristig mit positivem Effekt

Im Wahlkampf hat D. Trump "Zölle" als "das schönste Wort im Wörterbuch" bezeichnet. Dabei war die Rede von allgemeinen Zollerhöhungen von 20% und von Zöllen auf chinesische Waren von bis zu 60%. Amerikas Handelspartner werden sich mit Bestimmtheit auf Zölle einrichten müssen. Mit grösster Wahrscheinlichkeit wird es aber eine weniger extreme Version als jene, die während des Wahlkampfes angekündigt wurde. Wen die Zölle wie schnell und wie stark treffen werden, hängt von verschiedenen Faktoren ab.

Inflation: Die Zölle sollen die Verbraucherpreise nur minimal beeinflussen. Diese Strategie wurde bereits bei Trumps Handelskrieg 1.0 gewählt, und die Zölle wurden hauptsächlich auf Zwischenprodukten und Kapitalgütern erhoben. Zölle auf Konsumgütern machten einen geringeren Teil aus. Die Zölle inflationsneutral zu gestalten, wird aber kaum möglich sein.

Finanzierungslücke: D. Trump will mit den Zöllen seine versprochenen Steuer-senkungen finanzieren. Allein die Verlängerung des Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) von 2017 wird ab 2026 etwa USD

Netto-Importe der wichtigsten US-Handelspartner im Jahr 2023



500 Mia. kosten. Sprich, je grösser die geplanten Steuergeschenke ausfallen, desto aggressiver müssen Importzölle erhoben werden.

Werkplatz USA: Die erhobenen Zölle sollen dazu führen, dass es für Firmen wieder attraktiver wird, in den USA zu produzieren und dort Arbeitsplätze zu schaffen (sogenanntes Onshoring). In den USA herrscht derzeit Vollbeschäftigung und die mittelfristigen Auswirkungen dürften eher inflationär sein.

Konklusion

Die zukünftigen US-Zölle werden zu erhöhten Spannungen und Gegenmass-

nahmen der Handelspartner führen. Hinzu kommt, dass der Umschlag von zum Beispiel chinesischen Waren über Drittländer wie Mexiko und Vietnam neue Probleme schafft. Wenn man sich am Handelskrieg 2018/19 orientiert, dann kam es vor Einführung der Zölle kurzfristig zu einer Belebung der Produktion, erhöhten Importen und einem Lageraufbau von US-Firmen. Mittel- und langfristig führen Zölle aber unweigerlich zu einem geringeren Wachstum und zu höherer Inflation. Dies basiert auf dem Gesetz des komparativen Kostenvorteils. Wie es schlussendlich kommen wird, wissen wir nicht, denn es gibt eine Konstante in D. Trumps Karriere: Er enttäuscht alle Erwartungen. (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