

Anlagepolitik

3. Quartal 2025 | Juni 2025

Autor | **Gianluca Tarolli, CFA** | Chefökonom und Strategieexperte, Co-CIO

Eckdaten

Wohin steuert der Dollar?

Zwar mutet die **Wirtschaftspolitik** der neuen US-Regierung einigermassen erratisch an, fest steht jedoch, dass sie ein erklärtes Ziel verfolgt: Sie will die restliche Welt für die Handelsbilanz- und Haushaltsdefizite der USA zur Kasse bitten. Dieses Gefühl der Ausplünderung, als deren Opfer sich die grösste Volkswirtschaft der Welt sieht, findet seinen Ausdruck in Massnahmen, die desaströse Folgen haben könnten.

Vor allem der von der Trump-Regierung entfesselte **Handelskrieg** läutet das Ende des Liberalismus ein, der jedoch seit 1945 von den USA selbst angestrebt und proklamiert wurde und der mit dem Mauerfall 1989 und in der Folge mit dem Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation (WTO) im Jahr 2001 eine Beschleunigung erfuhr. Ziel ist es, diejenigen Arbeitsplätze zurückzugewinnen, die im Zuge der umfassenden Globalisierungswelle und der darauffolgenden Standortverlagerungen im verarbeitenden Gewerbe verloren gingen, oder bei ausländischen Unternehmen für den Zugang zum Inlandsmarkt abzukassieren, um die geplanten Steuersenkungen zu finanzieren. In einer Welt, deren Wirtschaftsteilnehmer mittlerweile eng vernetzt und hochgradig voneinander abhängig sind, steht zu befürchten, dass Lieferketten dauerhaft unterbrochen werden, die Wirtschaftsaktivität auf globaler Ebene beeinträchtigt wird und die Inflation in den USA wieder aufflammt.

Auch der Entwurf des **Haushaltsgesetzes** mit dem blumigen Namen „One Big Beautiful Bill Act“ (Grosses schönes Gesetz) enthält eine Komponente, die direkt auf ausländische Investoren abzielt. Um die Verlängerung der kostspieligen Steuersenkungen von 2017 zu finanzieren, die zum Jahresende auslaufen, benötigt die Regierung zusätzliche Finanzmittel: Die Zolleinkünfte – und die geplanten Ausgabenkürzungen – könnten unzureichend sein. Abschnitt „899“ des Gesetzentwurfs ermächtigt daher die Regierung zur Erhebung von Steuern von ausländischen Unternehmen und auf die Einkünfte ausländischer Investoren in den USA (Dividenden, Kupons, Immobilien).

Durch diese Massnahmen – sollten sie tatsächlich implementiert werden – würden **US-Vermögenswerte** in USD für ausländische Investoren **weniger attraktiv**: Daher haben wir seit Anfang des Jahres unsere Exposure im Greenback in allen Portfolios reduziert.

Szenario und Schlussfolgerungen

- **Wirtschaft:** Der Handelskrieg sorgt für hohe Ungewissheit
- **Vereinigte Staaten:** Im Sommer soll das Haushaltsgesetz verabschiedet werden
- Mit Ausnahme der Federal Reserve, die eine Pause eingelegt hat, setzen die **Zentralbanken** ihren geldpolitischen Lockerungszyklus fort.
- **China:** Das Risiko eines Deflationsszenarios ist noch immer vorhanden

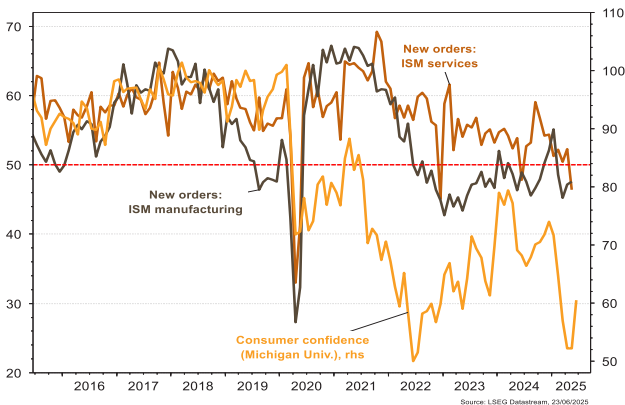
- **Aktien:** untergewichtet, Schwerpunkt auf Nicht-US-Aktien
- **Anleihen:** übergewichtet ausser CHF (erstklassige Unternehmensanleihen, IG-Kategorie)
- **Währungen:** Präferenz für den CHF, weitere Reduzierung des USD
- **Liquide Mittel:** neutral gewichtet

	UW (-)	N (=)	OW (+)
Asset-Allokation			
Aktien	☐	☒	☐
Staatsanleihen	☐	☐	☒
Kreditpapiere	☐	☐	☒
Alternative Anlagen	☐	☐	☒
Cash	☐	☐	☒
Aktien			
USA	☐	☒	☐
Europa	☐	☐	☒
Schweiz	☐	☐	☒
Japan	☐	☐	☒
Schwellenländer	☐	☒	☐
Anleihen			
Staatsanleihen	☐	☐	☒
Erstklassige Unternehmensanleihen (Investment Grade-Kategorie)	☐	☐	☒
High Yield-Bonds	☐	☒	☐
Schwellenländer-Staatsanleihen (USD)	☒	☐	☐
Schwellenländer-Staatsanleihen (Lokalwährung)	☒	☐	☐

Wirtschaftsaktivität: Der Sommer wird heiss

Da das Ausmass der von der US-Regierung geplanten Zoll-erhebungen gegenüber ihren Handelspartnern noch nicht in Stein gemeisselt ist, wollen wir an dieser Stelle nicht näher darauf eingehen. Sicher ist lediglich, dass der Handelskrieg die Interpretation der veröffentlichten Wirtschaftsdaten erschwert. Einerseits stellen sich die **Konjunkturdaten** insgesamt robust dar, andererseits deuten die **Vertrauensindizes** (Haushalte, Industrie, Dienstleistungen) auf eine Abschwächung des Wachstums hin (**Grafik 1**). Dies trifft auf die Vereinigten Staaten, Europa und auch China zu.

Grafik 1 | Vereinigte Staaten: Einbruch des Vertrauens!



Die Wirtschaftsakteure, die von der Erhöhung der Zölle betroffen sein könnten, haben das Inkrafttreten der Zölle natürlich bereits vorweggenommen und einige Entscheidungen vorgezogen: Unternehmen investieren und bauen Lagerbestände auf, Haushalte geben jetzt Geld aus.

So war beispielsweise der Rückgang des BIP der **Vereinigten Staaten** im ersten Quartal um 0,2% (annualisiert ggü. Vq.) nicht auf die schwache Inlandsnachfrage zurückzuführen, sondern auf einen sehr negativen Beitrag der Handelsbilanz (Beitrag von -4,9% im ersten Quartal), da die Importe deutlich höher als gewöhnlich ausfielen. Dennoch vermitteln die Frühindikatoren, wie z.B. das Vertrauen der Einkaufsmanager, kein so beruhigendes Bild der Konjunkturaussichten. Der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe befindet sich in der Kontraktionszone; gleiches

gilt für den Dienstleistungsindex: Ersterer sank zwischen Januar und Mai von 50,5 Punkten auf 48,5 Zähler (wobei die Komponente ‚Auftragseingänge‘ bei 46,6 Punkten steht), letzterer von 52,8 Punkten auf 49,9 Zähler (wobei die Komponente ‚Auftragseingänge‘ auf 46,4 Punkte eingebrochen ist).

Optimisten sind der Auffassung, dass eine Senkung der Zölle möglich sei, diese eine übermässige Verlangsamung der Konjunktur verhindern könne und sich die Vertrauensindizes erholen dürften. Im Falle einer Eskalation wäre eine Rezession jedoch so gut wie unausweichlich. Wir sind der Ansicht, dass der Arbeitsmarkt den Ausschlag dafür geben wird, wohin die Waagschale tendieren wird. Derzeit kann sich der US-Arbeitsmarkt noch recht gut behaupten, denn im Mai schuf die US-Wirtschaft 139.000 neue Arbeitsplätze. Andere Statistiken wie die wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosengeld stellen sich jedoch weniger gut dar (Anstieg von 200.000 zu Jahresbeginn auf 247.000 im Mai) und deuten auf eine gewisse Schwäche des Arbeitsmarktes hin.

Da nach der erfreulichen Abschwächung der Inflation aufgrund der Auswirkungen der Zölle ein erneuter Anstieg zu befürchten ist, hält die Zentralbank zum Leidwesen der Exekutive an ihrem Status quo fest (**Grafik 2**). Letztendlich muss man sich wie bei den Zöllen den Sommer über gedulden, um Klarheit über die endgültige Version des Staatshaushalts zu erhalten. Der vom Repräsentantenhaus verabschiedete Gesetzesentwurf ist noch vom Senat zu bestätigen, wobei es immer noch denkbar ist, dass es zu einem Gerangel zwischen beiden kommt, insbesondere wenn das Ausmass der darin enthaltenen Defizite die Anleihenmärkte in Aufruhr versetzen sollte.

In der **Eurozone** war das starke BIP-Wachstum im ersten Quartal (+0,6% ggü. Vq.) auf aussergewöhnliche – allerdings einmalige – Faktoren zurückzuführen. So schnellten die Exporte der Eurozone in die USA im ersten Quartal um 25% in die Höhe (auf sie ist u.a. das US-Defizit zurückzuführen), gleichzeitig zog die Industrieproduktion um 2,2% an, aber im Gegenzug kehrten sich die Zahlen in Deutschland

Finanzmärkte

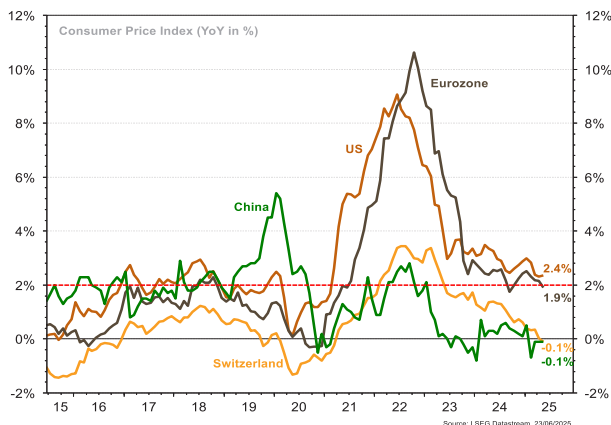
***) Zum 20.06.2025**

	Wertentwicklung			Bewertung			Gewinnwachstum			
	Kurs (in Lokalwährung)	Quartal 2. Qu. *)	Seit dem 31.12.2024	12-Monats- KGV	Dividenden- rendite	Kurs- Buchwert- Verhältnis	Gewinn je Aktie in den kommenden 12 Monaten	Gewinn je Aktie 2025	Gewinn je Aktie 2026	Gewinn je Aktie 2027
Aktienmärkte										
Vereinigte Staaten	5 704.06	6.69%	1.55%	22.01	1.5%	5.3	12%	9%	14%	13%
Europa	536.53	0.49%	5.69%	14.40	3.2%	2.2	7%	3%	11%	11%
Japan	2 771.26	4.20%	-0.49%	13.89	2.4%	1.4	6%	4%	11%	8%
Schweiz	11 871.32	-5.80%	2.30%	16.69	3.1%	4.0	9%	8%	10%	10%
Grossbritannien	4 765.29	3.10%	6.70%	12.55	3.4%	2.0	7%	3%	11%	11%
Schwellenländer (USD)	1 189.85	8.03%	10.60%	12.63	2.8%	1.9	12%	12%	13%	11%
Internationale Aktien (USD)	3 881.69	6.97%	4.69%	19.43	2.0%	3.6	10%	7%	13%	12%

Quelle: Datastream, IBES-Konsens

bereits im April um (Exporte: -15% ggü. Vm.; Industrieproduktion: -1,4%). Die positiven Auswirkungen des Konjunkturstützungsprogramms in Deutschland werden erst ab kommendem Jahr spürbar sein. Bis dahin ist das wahrscheinlichste Szenario wohl eine Stagnation der Konjunktur. Einen zusätzlichen Impuls verleiht die Geldpolitik der EZB: Das Inflationsziel ist erreicht – die Teuerungsrate liegt bei 1,9% im Jahresvergleich – und die Zentralbank kann ihre Zinsen senken, um die Konjunktur zu stützen (**Grafik 2**).

Grafik 2 | Welt: Die Teuerungsrate erreicht die Zielvorgabe der EZB und der SNB

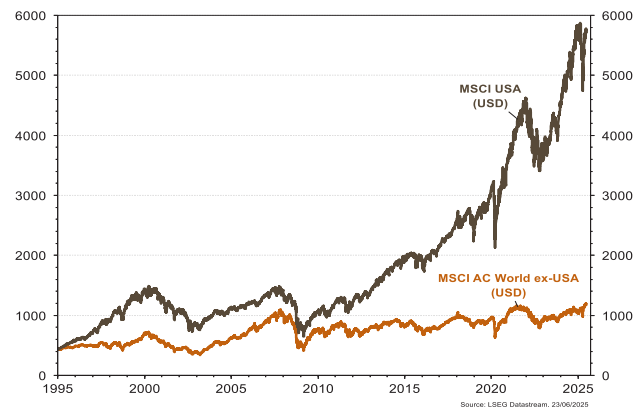


Die **Schweizer Wirtschaft** verzeichnete dank der dynamischen Exporte im ersten Quartal 2025 ein solides BIP-Wachstum um +0,8% ggü. Vq. (bereinigt um Sportveranstaltungen). Einen Beitrag zu diesem Ergebnis leistete das Baugewerbe, das durch die Zinssenkungen der SNB um 150 Basispunkte seit einem Jahr Unterstützung erhält. Angesichts der Aufwertung des CHF und des Rückgangs der Energiepreise ist die Inflation wieder negativ (-0,1% ggü. Vj.), so dass die SNB ihre Interventionen fortsetzen muss: Die Rückkehr zu negativen Zinsen zeichnet sich also ab (**Grafik 2**). Eine unterstützende Geldpolitik wird umso nützlicher sein, als die Aussichten, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe, weiterhin düster bleiben (das Vertrauen der Einkaufsmanager ist auf 42,1 Punkte gesunken). Darüber hinaus weist die Schweizer Wirtschaft eine

hochgradige Abhängigkeit vom Export auf (~50% des BIP) und ist daher anfällig für Handelsspannungen. In seinem halbjährlichen Bericht an den Kongress hat das US-Finanzministerium die Schweiz wieder auf die Liste der Länder gesetzt, die zu überwachen sind, weil sie ihre Währung manipulieren könnten. Vorerst geht es dabei nicht um eine Verurteilung, aber diese Position wird die Verhandlungen über eine Senkung der Zölle wohl nicht leichter machen.

In **China** sind an den Daten für den internationalen Handel die gleichen Verwerfungen abzulesen wie in anderen Ländern. Im April stiegen die Exporte zwar um 4,8% ggü. Vj., sanken aber um 34,5% in die Vereinigten Staaten (~10% der chinesischen Ausfuhren). Dies ist ein Anzeichen dafür, dass Peking nach Wegen zur Umgehung der Strafzölle sucht. Die Verhandlungen mit Washington sind nicht die einzige Priorität der Regierung. De facto deutet der Rückgang der Preise um 0,1% im Jahresvergleich (Mai) darauf hin, dass die Gefahr einer Deflation noch nicht abgewendet ist. Um die Ausbildung eines Deflationsszenarios zu verhindern, hat die PBoC ihre Massnahmen intensiviert: So senkte sie die Kreditkosten um 0,1% auf 3,5% für fünf Jahre und auf 3% für ein Jahr sowie den Mindestreservesatz der Grossbanken von 9,5% auf 9%, um die Kreditvergabe zu stimulieren. Wahrscheinlich hat sie ihren geldpolitischen Lockerungszyklus noch nicht abgeschlossen.

Grafik 3 | Aktien: Präferenz für internationale Aktien, ohne USA !



10-jährige Staatsanleihen	Rendite zum 20.06.2025	Veränderung 2. Qu.* (in bp)	Veränderung seit dem 31.12.2024 (in bp)
USD-Rendite - Vereinigte Staaten	4.37%	16	-20
EUR-Rendite - Deutschland	2.51%	-18	15
JPY-Rendite - Japan	1.40%	-7	31
CHF-Rendite - Schweiz	0.40%	-18	16
GBP-Rendite - Grossbritannien	4.53%	-14	-4
Schwellenländer (USD)	6.75%	-8	-20
Schwellenländer (Lokalwährung)	3.69%	-7	10
Rohstoffe	Preis	Quartal 2. Qu.*	Seit dem 31.12.2024
Goldpreis (USD/Unze)	3 367.64	7.8%	28.0%
Brentpreis (USD/Barrel)	78.53	5.1%	4.5%

Devisen	Kurs zum 20.06.2025	Veränderung 2. Qu.*	Veränderung Seit dem 31.12.2024
EUR ggü. CHF	0.9416	-1.49%	0.33%
EUR ggü. USD	1.1514	6.60%	11.19%
EUR ggü. JPY	168.0212	4.02%	3.25%
EUR ggü. NOK	11.6509	2.38%	-0.93%
GBP ggü. EUR	1.1707	-2.04%	-3.24%
GBP ggü. USD	1.3465	4.32%	7.51%
USD ggü. CHF	0.8177	-7.58%	-9.78%
USD ggü. CAD	1.3730	-4.61%	-4.54%
AUD ggü. USD	0.6467	3.77%	4.44%

Quelle: Datastream

Unsere Favoriten am Devisenmarkt

Rang 1 Aufwertung erwartet	Rang 2 Stabilisierung	Rang 3 Abwertung erwartet
CHF GOLD	EUR GBP JPY	↓ USD
CHF: Der Franken fungiert als sicherer Hafen und Absicherung und gleicht damit eine geringere Vergütung aus. Seine Bewertung ist nicht übermässig hoch GOLD: Zinssenkungen und eine etwaige Abwertung des Dollars würden Unterstützung bieten. Schutz vor dem geopolitischen Risiko und übermässiger Staatsverschuldung	EUR: Die erwartete Aufhellung des Wachstumshorizonts und die niedrigen Bewertungsniveaus sind Stützfaktoren GBP: interessante Bewertung und Vergütung JPY: sehr attraktive Bewertung, gestützt durch eine gegenläufige geldpolitische Richtung (Zinserhöhung)	↓ USD: hohe Bewertungen, höheres Haushaltsdefizit als in anderen Ländern und Abwärtskorrektur des erwarteten Wirtschaftswachstums im Vergleich zur restlichen Welt

Schlussfolgerung für unsere Portfolioallokationen

Die Ungewissheit in Bezug auf die Handels- und Haushaltspolitik in Washington dürfte US-Vermögenswerte weiter belasten. Daher reduzierten wir in unseren Allokationen **Aktien der Vereinigten Staaten** sowie unsere Exposure im US-Dollar weiter. Beide erscheinen uns teuer und spiegeln nicht die erwartete Verschlechterung ihrer Fundamentaldaten wider.

In Bezug auf Aktien wurden die Prognosen für das Gewinnwachstum in diesem Jahr sowohl in den USA als auch in der Eurozone nach unten korrigiert. Anders als US-Werte sind Aktien des alten Kontinents derzeit günstig bewertet, stehen im Einklang mit ihrem historischen Durchschnitt und passen zu den erwarteten Wachstumsraten (**Grafik 3**). Des Weiteren profitieren sie von einer stärker unterstützenden Geldpolitik.

Nach einem ungewöhnlich langen Aufwärtszyklus ist der **US-Dollar**, wie eingangs bereits erwähnt, inzwischen teuer.

Zudem verschlechtern sich seine Fundamentaldaten gegenüber anderen Währungen: Das Haushaltsdefizit wird voraussichtlich hoch sein, während es anderswo sinken wird, das Wirtschaftswachstum verlangsamt sich, während es sich anderswo stabilisiert, und die Attraktivität von USD-Anlagen wird durch die protektionistischen Positionen der US-Regierung in Mitleidenschaft gezogen. Innerhalb der **USD**-Profile senkten wir unsere Positionierung in **Staatsanleihen zugunsten von Hedgefonds**: Das aktuelle Umfeld mit hoher Volatilität und zunehmenden Diskrepanzen ist für diese Art von Verwaltungsstrategie von Vorteil. In Bezug auf die **EUR**-Portfolios erhöhten wir die Positionen in **Hochzinsanleihen** zu Lasten von Staatsanleihen, da wir mit einem Anziehen der Konjunktur rechnen. Für **CHF**-Portfolios schliesslich hält die Jagd nach Rendite an, da die SNB darauf zusteuert, ihre Leitzinsen wieder in den negativen Bereich zu senken.

Redaktionsschluss | 10. Juni 2025

Dieses Dokument wurde ausschliesslich zum Zweck der allgemeinen Information erstellt und wird im Rahmen einer mit dem Empfänger vereinbarten vertraglichen Beziehung von Bordier & Cie SCmA exklusiv zur Verfügung gestellt. Die in ihm enthaltenen Meinungsäusserungen sind diejenigen von Bordier & Cie SCmA. Der Inhalt dieses Dokuments darf von nicht-autorisierten Personen weder vervielfältigt noch weitergegeben werden. Jede nicht genehmigte Vervielfältigung oder Veröffentlichung dieses Dokuments löst die Haftung des Nutzers aus und kann gerichtlich verfolgt werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben sind unverbindlich und stellen in keinem Fall eine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung für Dritte dar. Des Weiteren weisen wir ausdrücklich darauf hin, dass die Bestimmungen unseres Haftungsausschlusses vollumfänglich auf dieses Dokument Anwendung finden, insbesondere die Bestimmungen über Einschränkungen im Zusammenhang mit den jeweils gültigen Gesetzen und Vorschriften der einzelnen Länder. So erbringt die Bank Bordier weder Anlagedienstleistungen noch Anlageberatung für „US-Personen“ im Sinne der diesbezüglichen Vorschrift der US-amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde Securities and Exchange Commission (SEC). Des Weiteren richten sich die auf unserer Website - einschliesslich dieses Dokuments - angebotenen Informationen in keinem Fall an US-amerikanische Personen oder Rechtspersonlichkeiten.

Anlagepolitik | Juni 2025

4/4
Design ClPa

Bordier & Cie SCmA | Banquiers Privés depuis 1844

Rue Rath 16 | case postale | CH-1211 Genève 3 | t +41 58 258 00 00 | f +41 58 258 00 40 | bordier.com