«Diesmal ist alles anders»

Investieren in unsicheren Zeiten

Von Thomas Urs Fischer, *CFA*
Chief Investment Officer Berner Kantonalbank BEKB

Mit der Ankündigung eines drastischen Zollregimes hat die US-Regierung Anfang April 2025 ein kurzfristiges Börsenbeben ausgelöst. Aktienmärkte rund um den Globus gaben innert 4 Handelstagen rund 10% nach, bevor von Donald Trump eine vorübergehende Lockerung verkündet wurde. Just nach der Meldung schossen manche Aktienmärkte innert Tagesfrist wieder deutlich hoch, teilweise gar mit zweistelligen Wachstumsraten.

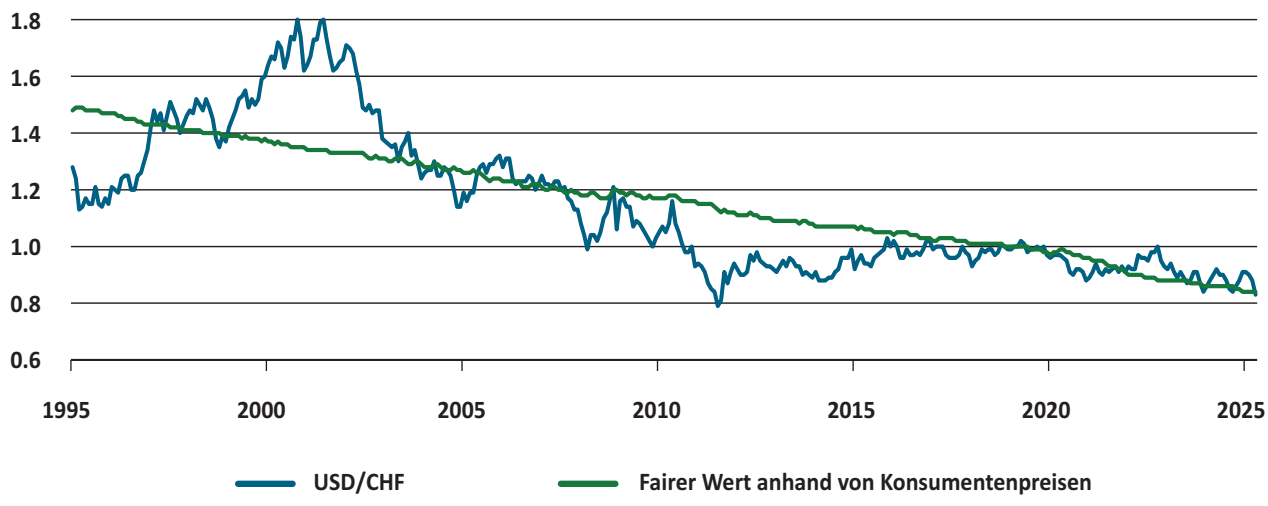
Mittlerweile haben sich an den Finanzmärkten die Wogen wieder geglättet. Manche Aktienmärkte haben per Anfang Mai fast sämtliche Verluste wieder wettgemacht – mindestens in ihrer Lokalwährung. Dennoch bleibt ob dem Hin und Her in den präsidentiellen Ankündigungen ein schaler Beigeschmack. Nach den Importrestriktionen kommen nun auch Exportrestriktionen im Technologiebereich dazu. Wo liegen nun die Unterschiede der US-Regierung zu den Eingriffen des Erzkontrahenten China im Jahr 2021, als das Reich der Mitte begann, mit regulatorischen Eingriffen Technologiefirmen zunehmend in die Mangel zu nehmen?

«Diesmal ist alles anders»

Diesen Satz vernimmt man in den Medien oft während Zeiten turbulenter Finanzmärkte. Der Vergleich der USA mit China soll nicht davon ablenken, dass unter der Oberfläche ein paar Entwicklungen stattfanden, die wahrscheinlich zum Zurückkrebsen der US-Regierung führten. Die Rendite von 10-jährigen US-Staatsanleihen stieg zeitweise um einen halben Prozentpunkt an. Dabei wäre beim Aufkommen von Rezessionsängsten eher ein Renditerückgang zu erwarten gewesen.

Im Zuge des von den USA ausgelösten Zollstreits verzeichneten nicht nur die Aktien- und Zinsmärkte turbulente Wochen. Auch der US-Dollar geriet mit Verzögerung deutlich unter Druck. Zölle und Wechselkurse sind miteinander verknüpft: Sie spielen eine zentrale Rolle in der Aussenwirtschaft eines Landes. Währungsüberlegungen waren schliesslich auch ein zentrales Argument der US-Regierung für die restriktiven Zollankündigungen. Man sei der Ansicht, dass der US-Dollar

Bewertung US-Dollar zu Schweizer Franken



Quellen: Asset Management BEKB, Factset

chronisch überbewertet sei und dies zu Lasten der US-Unternehmen gehe. Diese Aussage stimmt teilweise. Seit einer ganzen Weile war der US-Dollar hoch bewertet, nachdem der Euro vorübergehend seinen Status als sichere Währung verloren hatte und die höheren Zinsen in den USA und die boomenden Tech-Aktien Gelder aus dem Ausland anziehen konnten.

Der faire Wert des US-Dollars gegenüber dem Schweizer Franken dürfte aktuell zwischen 80 und 85 Rappen liegen (inklusive einer Leitwährungsprämie von 5%). Mit der jüngsten Entwicklung kann der US-Dollar somit bestenfalls als neutral bewertet, jedoch nicht als unterbewertet angesehen werden. Sollten nun umfangreichere Zinssenkungen folgen oder der Vertrauensverlust durch weitere staatliche Eingriffe verschärft werden, könnte der Wert vorübergehend gar noch weiter zurückgehen. Angesichts gestiegener Rezessionsrisiken stellt dies ein realistisches Szenario dar.

Der Aussage, dass der US-Dollar den Status als Leitwährung bald verlieren wird, kann jedoch mangels effektiver Alternativen nicht gefolgt werden. Bereits während der Finanzkrise vor rund 15 Jahren machten Aussagen die Runde, der US-Dollar würde bald vom Euro abgelöst werden. Die Proponenten verstummten allerdings mit dem Ausbruch der Eurokrise einige Jahre später.

Wahrscheinlich war die Nervosität an der US-Zinsfront der Hauptgrund für das rasche Einlenken der US-Regierung. Der Schaden hingegen ist nun angerichtet. Die 10-jährige Rendite auf US-Papiere notiert Anfang Mai immer noch höher als vor dem «Liberation Day» am 2. April 2025. Dafür wird der Verursacher – die US-Regierung – vorerst mit höheren Finanzierungskosten bestraft. Dass die Bevölkerung dies sowohl direkt als auch indirekt spüren wird, scheint in der ganzen Debatte gänzlich unterzugehen. Insofern bleibt aus Zins- und Währungssicht alles beim Alten: Höhere Unsicherheiten führen zu höheren Finanzierungskosten, und eine überbewertete Währung hat sich ihrem fairen Wert angenähert (siehe Grafik oben)

Hauptregel: Strategie beibehalten

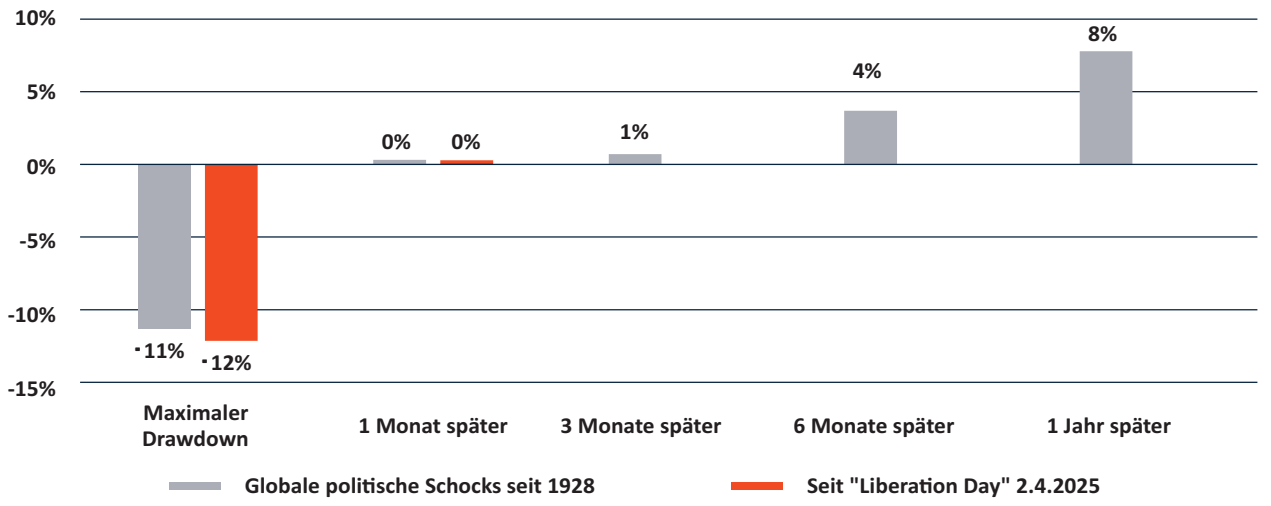
Wie soll man sich als Anlegerin oder Anleger in einem solchen Marktumfeld verhalten? Zunächst einmal sollte man skeptisch werden, wenn jemand postuliert, diesmal sei alles anders – gerade bei der Konsumation von Inhalten in sozialen Medien. In Zeiten hoher Kursschwankungen sollte man sich nicht zu stark von den zahlreichen Negativmeldungen verleiten lassen. Phasenwechsel zwischen hohen und tiefen Marktschwankungen gehören gerade bei den Aktienmärkten einfach dazu. Die Entwicklungen im April 2025 zeigen, dass innert kürzester Frist Kehrtwenden stattfinden können. So notiert der Schweizer Aktienmarkt bereits wieder höher als zu Jahresbeginn. Für langfristig orientierte Anleger ist deshalb das Festhalten an der auf mehrere Jahre ausgerichteten Anlagestrategie viel erfolgversprechender. Diese sollte primär bei Veränderungen der persönlichen Verhältnisse angepasst werden und nicht allein aufgrund kurzfristiger Marktturbulenzen. Berücksichtigt man schliesslich auch noch die Grundzüge der Diversifikation, dürfte in den meisten Fällen manch turbulente Marktphase psychologisch unbeschadet überstanden werden können.

Wer dennoch den Reiz verspürt, trotz hoher Kursschwankungen Anpassungen vorzunehmen, kann dies im Rahmen geringfügiger taktischer Abweichungen von der Anlagestrategie vornehmen, sie sollten jedoch befristet sein und die Grundzüge der langfristigen Ausrichtung nicht gefährden. So kann man beispielsweise die Aktienquote vorübergehend um einige wenige Prozentpunkte erhöhen oder reduzieren. Wie sind nun diesbezüglich die Aussichten für die nächsten Monate?

Taktische Aussichten

Die Aktienmarktentwicklung des US-Leitindex S&P 500 seit Anfang April 2025 weist Parallelen auf zu den globalen politischen Schocks der vergan-

Entwicklung des US-Aktienmarkts bei geopolitischen Schocks



Quellen: Asset Management BEKB, Factset

genen rund 100 Jahre: Der maximale Rücksetzer seit Anfang April lag bei rund 12% und entspricht dem historischen Mittelwert. Auch die Monatsentwicklung passt nahezu perfekt auf das historische Muster. Wenn wir nun die historische Entwicklung als Drehbuch verwenden, könnten wir Ende Oktober 2025 bereits wieder höhere Aktienkurse sehen als noch Ende März 2025 – wohlverstanden alles in Lokalwährung betrachtet (siehe Grafik oben).

Für diese Aussicht spricht auch die zyklische Einstufung. Die Unsicherheit um die weitere Entwicklung im Zollstreit dürfte zu einer Zurückhaltung bei den Ausrüstungsinvestitionen von Unternehmen führen. Eine konjunkturelle Abschwächung liegt deshalb nahe. Zinssenkungen dürften jedoch im weiteren Jahresverlauf eine Entspannung herbeiführen können. In den USA erwarten wir die nächste Zinssenkung allerdings frühestens im Juni 2025. Die nächsten Monate dürften deshalb noch von höheren Kursschwankungen geprägt sein.

Taktisches Vorgehen erfordert das Einnehmen einer antizyklischen Haltung. Wenn Negativmeldungen das Tagesgeschehen dominieren, haben die Finanzmärkte oft bereits Einbussen erlitten. Dominieren hingegen nur positive Meldungen, könnte es sich anbieten, das Portfoliorisiko kurzfristig etwas zu reduzieren. Nach der Börseneuphorie im Jahr 2024 ist es deshalb nicht verwunderlich, dass eine Konsolidierungsphase eine blosse Zeitfrage war. Die eigenen Stimmungsindikatoren zeigten dabei nur an einem Tag auf einen Ausverkauf hin. Ein solcher sollte grundsätzlich für selektive Aktien-Zukäufe genutzt werden. Inzwischen hat sich die Lage normalisiert. Deshalb ist es ratsam, die Risikotoleranz (sprich: maximale Aktienquote) aktuell nicht voll auszufahren.

Dass die Risikotoleranz nicht voll ausgereizt werden sollte, wird auch beim Bewertungsvergleich ersichtlich. Dort erscheinen weder der US-Aktienmarkt noch der US-Dollar unterbewertet. Schweizer Aktien wirken im Vergleich deutlich attraktiver. Bei der BEKB haben wir deshalb weiterhin eine Präferenz für den heimischen Aktienmarkt. Aufgrund des Gesagten führen wir unser Aktien-Übergewicht weiter, wenn auch nicht voll ausgereizt. Ergänzend helfen Schweizer Obligationen und Immobilien sowie alternative Anlagen wie Gold und Insurance-Linked Securities zur Stabilisierung der Portfolios. Gerade Schweizer Anlageklassen dürften vom aktuellen wirtschaftspolitischen Geschehen weniger negativ beeinflusst werden.

thomas.fischer@bekb.ch
www.bekb.ch

Fazit

Als Fazit kann somit festgehalten werden, dass der Ausblick für Schweizer Anleger bis zum Jahresende freundlich bleibt. Wer der globalen Situation allerdings weiterhin misstraut, sollte die Einhaltung der Anlagestrategie im Auge behalten, in regelmässigen Abständen die Gewichtungen der Bausteine überprüfen und gegebenenfalls Anpassungen vornehmen.