

A photograph of a woman in a red, sequined, asymmetrical dress dancing with a man in a black suit. The woman is in the foreground, her legs spread wide in a dance pose. The man is behind her, his hands on her waist. The background is a dark, textured wall.

Vontobel

Investors' Outlook

US-Zölle – Der Tanz ist eröffnet

März 2025



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Märkte weichen Risiken im Walzerschritt aus

6 Markt-Highlights

«Zölle sind das schönste
Wort im Wörterbuch!» – Donald Trump

10 Viewpoint

Einfacher und sauberer:
profitable Möglichkeiten durch Effizienz

14 Anlageklassen im Fokus

18 Prognosen

21 Referenzen

Glossar und Quellen

Herausgeber
Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion
Corinne Gretler,
Senior Investment Writer,
Vontobel
Investment Content Team,
Vontobel

Autoren
Anthony Corrigan,
Client Portfolio Manager,
Vontobel
Stefan Eppenberger,
Chief Investment Strategist,
Vontobel
Michaela Huber,
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel
Marco Lenfers,
Client Portfolio Manager,
Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel
Dan Scott,
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Erscheinungsweise
Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe 3. April 2025)

Konzept
MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation
Vontobel

Bilder
Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss
5. März 2025

Bemerkungen
Siehe «Rechtliche Hinweise» auf Seite 19

US-Zölle – Der Tanz ist eröffnet



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Der Februar begann mit einem orchestrierten Tanz aus Quartalsergebnissen und wirtschaftspolitischen Massnahmen, die gleichermassen Einfluss auf die Marktstimmung hatten.

Die Gewinne der Big-Tech-Unternehmen offenbarten die Ungleichheiten innerhalb des Sektors, da einige Tech-Giganten wie Meta und Microsoft bessere Zahlen vorlegten als erwartet, während andere – wie Tesla – ins Straucheln gerieten. Die Aktien der «Old Economy»¹ zeigten sich standhafter, was auf eine potenzielle Verlagerung auf Sektorebene hindeutet. Interessanterweise hat nämlich nach zwei Jahren der Tech-Dominanz der Dow Jones Industrial Average den Nasdaq Composite seit Anfang Jahr übertroffen – ein erstes Indiz dafür, dass sich die Anleger traditionellen Branchen zuwenden könnten, wohl wegen der Bedenken über die erhöhten Bewertungen im Technologiesektor.

Präsident Donald Trump brachte die Märkte mit einer Reihe von Zollankündigungen zusätzlich aus dem Takt. Eine Abgabe von 25 % auf Importe aus Kanada und Mexiko ist nun in Kraft, worauf beide Länder mit Vergeltungszöllen reagiert haben. Zudem hat Trump den Zoll auf chinesische Waren von 10 auf 20 % erhöht, und China hat seinerseits Gegenmassnahmen ergriffen. Trump verhängte ferner einen Zoll von 25 % auf Stahl- und Aluminiumimporte, der Mitte März in Kraft treten soll, und kündigte ab April individuell abgestimmte Gegenzölle gegen Länder an, die US-Importe ihrerseits mit Zöllen belegen.

Wir behalten die US-Konsumenten genau im Blick, da sie sich zunehmend Sorgen über die Auswirkungen der Zölle auf die Inflation machen – ein Grund für die Nervosität der Märkte. Das Konsumentenvertrauen hat bereits

gelitten, was besonders bemerkenswert ist, da es die US-Wirtschaft bislang gestützt hat. Sollten sich die langfristigen Inflationserwartungen verschieben, könnte das die Geldpolitik beeinflussen. Aus unserer Sicht könnten diese Massnahmen kurzfristige Inflationsrisiken darstellen, sie dürften jedoch im Endeffekt das Wirtschaftswachstum ausbremsen. Dies würde wiederum die Nachfrage belasten und letztlich die Teuerung dämpfen. Die Zölle scheinen nicht dauerhaft angelegt zu sein, sondern als Verhandlungsinstrument zu dienen, um die «America First»-Politik voranzutreiben. Wir gehen nicht davon aus, dass sie das ganze Jahr Bestand haben oder auf dem jetzigen Niveau bleiben werden.

Zudem beobachten die Anleger einen möglichen Waffenstillstand zwischen Russland und der Ukraine. Bei einer Einigung könnte Trump Europa zu höheren Militärausgaben drängen und die US-Staatsausgaben neu ausrichten. Für Europa könnte eine Einigung ein Impuls zu weiteren Fiskalanreizen sein, wobei die geringere politische Unsicherheit die wirtschaftliche Stimmung aufhellen könnte.

Jüngste Inflations- und Makrodaten in Europa dürften den Weg für weitere Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank (EZB) ebnen, während der Weg der US-Notenbank Fed zu ihrem Zwei-Prozent-Inflationsziel schwieriger aussieht. In China strebt der Nationale Volkskongress ein Wachstum von etwa 5 % an.

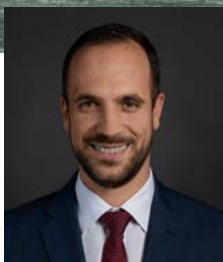
Im aktuellen Investors' Outlook blicken wir auf Trumps «Handelskrieg 2.0» – seine Motive und die potenziellen Auswirkungen auf Wirtschaftswachstum, Inflation und Geldpolitik – und betrachten mögliche künftige Szenarien. Ausserdem legen wir unsere Sicht auf das Thema Rohstoffe dar und gehen auf unsere Asset Allocation ein.

Die Tanzfläche ist gut gefüllt, aber wir wollen, dass jeder Schritt zählt.

→ Webcast

Um unseren Webcast zu den neuesten Marktentwicklungen zu sehen, klicken Sie bitte [hier](#).

¹ Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 21



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Märkte weichen Risiken im Walzerschritt aus

Die Anleger hatten im letzten Monat einiges zu verarbeiten – ein stärkeres Wirtschaftswachstum, die anhaltende Inflation und geopolitische Spannungen. Wir halten an unserer Prognose eines stetigen Wachstums, einer moderaten Inflation und einer weiteren Lockerung der Geldpolitik durch die Zentralbanken fest, wovon Aktien unseres Erachtens gegenüber Anleihen profitieren könnten.

Die Angst vor einem Handelskrieg nahm zu, als eine Schlagzeile die nächste jagte – sei es zu Zöllen auf chinesische Waren oder auf sämtliche Stahl- und Aluminiumimporte sowie Autos, Pharmazeutika und Halbleiter. Dies schlug sich auf die Konsumstimmung nieder und führte zu Inflationssorgen. Nimmt man allerdings den ersten Handelskrieg zwischen den USA und China als Anhaltspunkt, ist es unwahrscheinlich, dass Zölle allein zu einem nachhaltigen Anstieg der Warenpreise führen. Stärkere Inflationsrisiken könnten hingegen von Massendeportationen ausgehen, die das Arbeitskräfteangebot verknappen und die Löhne in die Höhe treiben, oder von einer verschärfen Haltung der USA gegenüber dem Iran. Allerdings halten wir ein aggressives Vorgehen gegen den Iran für unwahrscheinlich. Obwohl die US-Inflation im Januar unerwartet hoch ausfiel, sehen wir darin keinen anhalten-

den Trend. Zu Jahresbeginn kommt es häufig zu Inflationsspitzen, da viele Unternehmen ihre Preise zu diesem Zeitpunkt anpassen.

Vor diesem Hintergrund sehen wir Spielraum für einige Zinssenkungen in diesem Jahr. Derzeit sind die Märkte vorsichtig und preisen lediglich 36 Basispunkte (Bp.) an Zinssenkungen der US-Notenbank Fed für 2025 ein. Die Fed wird bei ihrer Sitzung im März aber ihre Prognose (bislang 50 Bp.) aktualisieren. Angesichts der schwachen Konjunktur in Europa könnten die EZB und die Schweizerische Nationalbank ihre Lockerungen beschleunigen.

Das Vontobel Investment Committee hat Schwellenländeraktien auf übergewichtet² hochgestuft, und Hochzinsanleihen auf untergewichtet herabgestuft. Wir bevorzugen weiterhin US-Aktien, sind aber der Meinung, dass die Märkte der Schwellenländer überzeugende Bewertungen bieten und von potenziellen chinesischen Konjunkturmassnahmen profitieren könnten. Darüber hinaus konnten sie sich bislang in Zeiten von Handelskriegen gut behaupten und von einem schwächeren US-Dollar profitieren. Weitere Informationen zu unserer Asset Allocation finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität			→			Wir behalten unsere neutrale Haltung gegenüber Liquidität bei und nutzen sie bei passenden Gelegenheiten.
2 Anleihen		→				Unsere insgesamt negative Einschätzung von Anleihen bleibt unverändert. Wir haben Hochzinsanleihen von neutral auf untergewichtet herabgestuft, da uns die Bewertungen nach der starken Hausse relativ hoch erscheinen und die aktuellen Spreads die Risiken nicht ausreichend ausgleichen. Unsere sonstigen Einschätzungen zu Anleihen bleiben unverändert: Wir bekräftigen unsere neutrale Haltung gegenüber Staats- und Schwellenländeranleihen und unsere negative Haltung gegenüber Investment-Grade-Anleihen aufgrund der unserer Ansicht nach unattraktiven Spreads.
3 Aktien				→		Wir bleiben in Aktien übergewichtet und gehen davon aus, dass der seit Ende 2022 anhaltende Bullenmarkt weiterhin von starkem Konsum, fiskalischen Anreizen, nachlassender Inflation und einer lockeren Geldpolitik getragen wird. Auf regionaler Ebene bevorzugen wir US-Aktien aufgrund der überdurchschnittlichen Entwicklung der Wirtschaft und des strukturellen Wachstums in den USA trotz des turbulenten Jahresbeginns, insbesondere im Technologie-sektor. Wir haben Schwellenländeraktien von neutral auf übergewichtet hochgestuft, da potenzielle Zinssenkungen der US-Notenbank Fed, ein schwächerer US-Dollar und politische Veränderungen in China für Rückenwind sorgen könnten. Die jüngste Hausse in Europa, die von den Sektoren Industrie, Finanz und Nicht-Basiskonsumgüter getragen wurde, scheint vor allem mit der Erwartung einer Konsumbelebung in China zusammenzuhängen. Diese Stärke sollte jedoch vor dem Hintergrund der wenigen positiven Überraschungen bei den Gewinnen und der Underperformance europäischer Aktien im letzten Quartal 2024 gesehen werden.
4 Gold			→			Der Goldpreis erreichte Rekordhöhen und näherte sich trotz anhaltender Inflation und zunehmend restriktiver Signale der Fed der Marke von USD 3000 pro Unze. Grundlage dieser Hausse ist vor allem Unsicherheit – sowohl in geopolitischer als auch in wirtschaftlicher Hinsicht. Möglicherweise wirkte die (vorübergehende) Abwertung des US-Dollars hier unterstützend; ein Zusammenhang, der allerdings umstritten ist. Die Nachfrage vonseiten der Zentralbanken ist nach wie vor hoch. So stockt beispielsweise China seine Reserven weiter auf. Die entscheidende Frage ist nun, ob die Zentralbanken an ihren Goldkäufen festhalten werden. Wir bleiben bei unserer neutralen Einschätzung.
5 Rohstoffe			→			Rohstoffe hatten einen guten Start ins neue Jahr. Während die Dynamik bei Rohöl nachgelassen hat, sorgen die geopolitischen Unsicherheiten und das Frontloading, also Käufe in Erwartung von Zöllen, für Gewinne. Damit der Aufwärtstrend anhält, muss die Nachfrage die Angebotsprobleme ausgleichen. Unser Ausblick für 2025 spricht weiterhin für zyklische Anlagen, die durch das Wirtschaftswachstum, die Lockerung der Geldpolitik durch die Zentralbanken und einen schwächeren US-Dollar unterstützt werden. Angesichts der geopolitischen Unwägbarkeiten bleiben wir jedoch gegenüber Rohstoffen vorerst neutral eingestellt.
6 Alternative Strategien			→			Bei alternativen Fonds und Immobilien halten wir an unserer neutralen Einstellung fest.

«Zölle sind das schönste Wort im Wörterbuch!» – Donald Trump

Der Handelsprotektionismus hat eine lange Tradition in den USA. Aber funktionieren solche Massnahmen? Da die USA erneut Zölle und Handelsbeschränkungen erhöhen, lohnt es sich, einen genaueren Blick auf die Geschichte, die Auswirkungen und die mögliche Zukunft protektionistischer Massnahmen zu werfen.



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

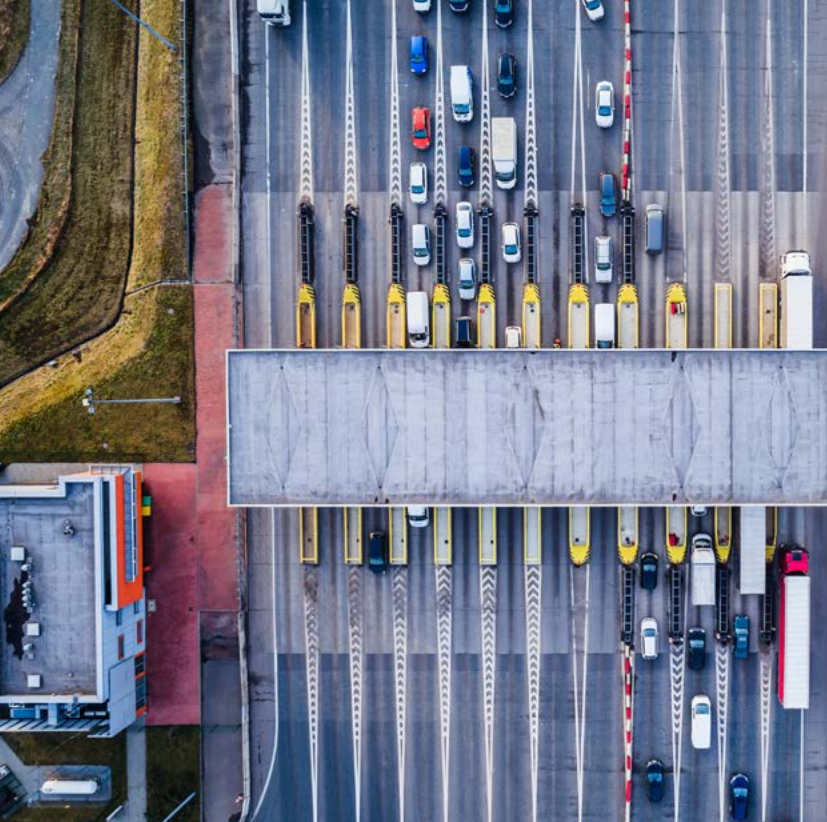
Zölle waren in den USA schon immer ein beliebtes Mittel, um die eigenen Ziele durchzusetzen. Der «Tariff Act» von 1816 beinhaltete eine Steuer von 25% auf Woll- und Baumwollwaren, die aus dem Ausland eingeführt wurden. Dies führte zu einem Haushaltsüberschuss und half, die Industrialisierung weiter voranzutreiben. Spätestens der «Morill Act» von 1861 leitete endgültig eine Phase des anhaltenden (oftmals von republikanischen Präsidenten vorangetriebenen) Protektionismus ein, die bis zur Verabschiedung des «Underwood-Simmons Tariff Act» andauern sollte. Die Wende kam mit dem nach dem Zweiten Weltkrieg verabschiedeten «General Agreement on Tariffs and Trade» (1948), das den Grundstein für die Gründung der Welthandelsorganisation (WTO) im Jahr 1995 legte. Damals wie heute fusst das Grundkonzept der WTO darauf, Handelshemmnisse abzubauen, die Marktoffnung weiter voranzutreiben und die Integration von Entwicklungsländern in die Weltwirtschaft zu verbessern.

Während gemeinhin angenommen wird, dass Freihandel und Liberalisierung am Ende des Tages allen zugutekommen, haben sie auch die ein oder andere negative Begleiterscheinung. So hat sich z.B. das US-Handelsdefizit

mittlerweile auf –USD 118,7 Milliarden ausgeweitet. Die USA importieren also deutlich mehr, als sie exportieren. Handelsdefizite können sich negativ auf die heimische Wirtschaft auswirken – beispielsweise auf die Produktivität, den Arbeitsmarkt oder die Zinsen, die ein Land zahlen muss.

Bereits Ende des letzten Jahrhunderts – also zu einer Zeit, als die Welt noch voller Freihandelseuphorie war – machte ein gewisser Donald Trump seinem Frust über die Missstände im Handel Luft. Im Gespräch mit Showmaster Larry King konstatierte Trump 1987: «Viele Menschen sind es leid zuzusehen, wie andere Länder die USA ausnehmen. Dies ist ein grossartiges Land³.» Mitte 2016 wurde Trump noch deutlicher. In einer Wahlkampfrede vor Mitarbeitern eines Metallrecycling-Unternehmens beschuldigte Trump seine Rivalin Hillary Clinton, einen «Handelskrieg» gegen die amerikanischen Arbeitnehmer angezettelt zu haben. Die Demokratin habe «schreckliche Abkommen (...) von NAFTA⁴ über China bis Südkorea» unterstützt. Eine Trump-Regierung werde diesen «Krieg» beenden und einen «fairen Deal» für das amerikanische Volk erzielen⁵.

Was folgte, ist Geschichte (Grafik 1). Im Januar 2018 verabschiedete Trump eine Reihe von Zöllen und Handelsbarrieren. Der Grossteil der Massnahmen richtete sich gegen die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt, China, aber auch andere Länder bekamen Trumps Unmut zu spüren. Wenige Monate später erreichte der Konflikt mit der Einführung eines Zolls von 25% auf chinesische Waren (und chinesischen Vergeltungszöllen) bereits seinen Höhepunkt. Im Januar 2020 unterzeichneten beide Seiten eine Art Waffenstillstand, das «Phase-Eins-Abkommen». China verpflichtete sich darin, seine Einfuhren aus den USA innerhalb von zwei Jahren um USD 200 Milliarden zu erhöhen.



schönste Wort im Wörterbuch⁶? In unseren Augen gibt es dafür drei Gründe: Erstens sieht er Zölle als Quelle für Staatseinnahmen, mit denen man das fiskalische Defizit der USA verbessern und Wahlkampfversprechen finanzieren kann. Grosses Trump-Vorbild ist dabei William McKinley, ein «grosser Präsident», der die USA laut Trump «sehr reich gemacht» habe⁷. Trumps Bewunderung für McKinley geht sogar so weit, dass er die Umbenennung des grössten Bergs Nordamerikas (ehemals Denali) wieder zurück auf «Mount McKinley⁸» in die Wege geleitet hat. Zweitens ist Trump der Meinung, dass Zölle dem Schutz wichtiger nationaler Wirtschaftszweige dienen – sei es, um die technologische Vorherrschaft in der Halbleitertechnologie zu schützen oder Arbeitsplätze in der verarbeitenden Industrie zurück nach Hause zu verlagern («Re-Shoring» statt «Off-Shoring»). Drittens sieht er Zölle auch als Verhandlungsinstrument, um andere Interessen durchzusetzen, z.B. um die Fentanyl-Krise zu bekämpfen oder die Militärausgaben anderer NATO⁹-Mitglieder zu erhöhen.

2025: Die Rückkehr des Handelskriegs

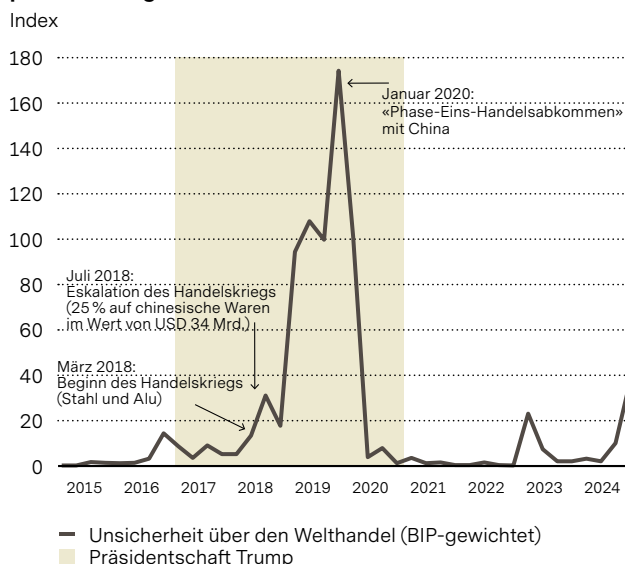
2025 steht ganz unter dem Motto «Handelskrieg 2.0». Im Fokus sind dabei einmal mehr Länder, die einen Handelsüberschuss gegenüber den USA aufweisen (Grafik 2). Los ging es mit Zöllen von 25% auf Importe aus den Nachbarländern Mexiko und Kanada, sowie 25% auf Aluminium und Stahl und 20% auf alle chinesischen Waren. Zudem hat Trump Zölle von 25% auf Autos, Medikamente und Halbleiterchips in Aussicht gestellt.

Also, warum liebt Trump Zölle? Viele US-Präsidenten vor ihm haben Zölle gemocht, aber warum geht Donald Trump noch einen Schritt weiter und hält sie für «das

Abwärtsrisiken für die Wirtschaft, nur bedingte Aufwärtsrisiken für die Inflation

Wir sind der Meinung, dass Anleger sich im Falle eines umfassenden «Handelskrieges 2.0» mehr Sorgen um die globale (und US-amerikanische) Wirtschaft als um die Inflation machen dürften. Warum? Etwas vereinfacht gesagt, schaden Zölle so ziemlich jedem Wirtschaftsteilnehmer: Sie sorgen für Unsicherheit, sowohl auf Unternehmens- als auch auf Konsumentenseite. Treibt man es zu weit, schrauben die Unternehmen ihre Investitionspläne zurück und stellen weniger Arbeitnehmer ein, während die Konsumenten den Gürtel enger schnallen. Dies bekommen dann wiederum die Unternehmen zu spüren. Irgendwann mündet das Ganze in einer wirtschaftlichen Abwärtsspirale. Kommt es zu einer Wirtschaftsabkühlung, lösen sich etwaige «Inflationsprobleme» böse gesagt «von selbst».

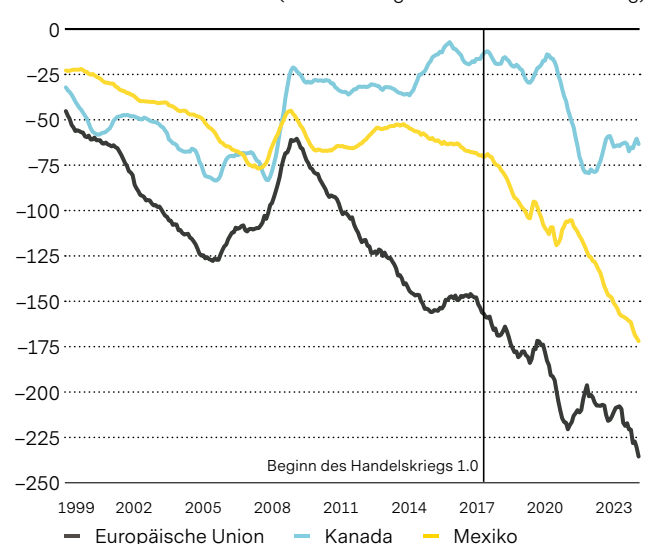
Grafik 1: Trump setzte Zölle 2018 wieder auf die politische Agenda



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 4. Quartal 2024.

Grafik 2: Die USA haben mit einem grossen Handelsbilanzdefizit zu kämpfen

Sichtbare Handelsbilanz USA (in USD Mrd. gleitender 12-Monatsbetrag)



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per Dezember 2024.

8 Markt-Highlights

Wirft man einen Blick auf Grafik 3, wird deutlich, dass schon der «Handelskrieg 1.0» nur einen sehr begrenzten Einfluss auf die US-Güterinflation hatte. Eine der wenigen Ausnahmen bildeten die Zölle auf Waschmaschinen und deren Teile, die in einigen Fällen bis zu 50 % betrug. Seit Ende 2018 begannen jedoch auch diese Preise wieder zu sinken¹⁰. Vielleicht hat der neue US-Finanzminister Scott Bessent Recht mit seiner Theorie, dass «Zölle gar nicht inflationär sein können, denn wenn der Preis der einen Sache steigt, haben die Menschen weniger Geld für andere Sachen zur Verfügung¹¹»...?

Fazit: Unserer Ansicht nach funktionieren Handelskriege nicht

Kurzfristig können Zölle für gehörig Nervosität am Markt sorgen. Langfristig funktionieren sie nicht. Die von China im Rahmen des «Phase-Eins-Abkommens» versprochenen höheren US-Einfuhren z.B. wurden bis heute nicht erreicht. Manches davon kann man mit der Corona-Pandemie und dem damit einhergehenden temporären Einbruch des weltweiten Handels wegerklären – aber nicht alles.

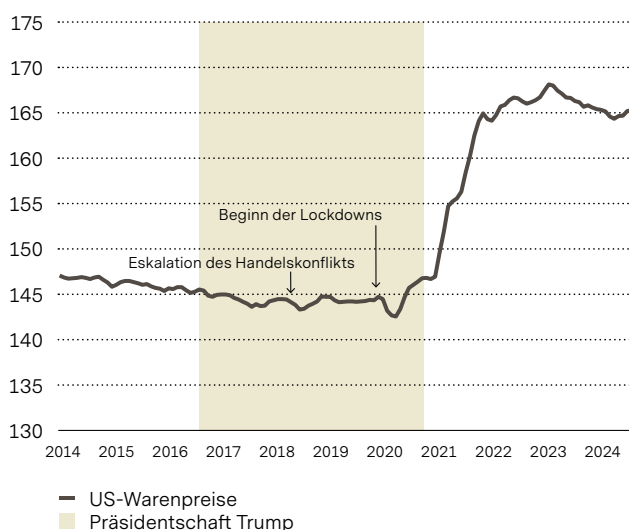
Dies liegt sicher auch daran, dass die betroffenen Länder die negativen Effekte höherer Zölle durch verschiedene Massnahmen abfedern können. Eine Möglichkeit ist, sich alternative Exportrouten zu suchen. Während beispielsweise Chinas Exporte in entwickelte Märkte über

die Jahre deutlich zurückgegangen sind (vor Ausbruch des Handelskrieges: knapp 60 %, Ende 2024: nur noch rund 50 %, gemessen in % der Gesamtexporte), sind die Exporte in andere Länder deutlich gestiegen (Grafik 4). Besonders in Ländern wie Vietnam (Nähe zu China) oder Mexiko (Nähe zu den USA) florierte der Handel plötzlich (Vietnams Handelsbilanzüberschuss mit den USA erreichte letztes Jahr ein Rekordhoch von über USD 123 Milliarden, was einem Anstieg von fast 20 % entspricht).

Eine weitere Möglichkeit ist, die eigene Währung abzuwerten, um die negativen Effekte höherer Zölle etwas abzufedern – ein Phänomen, das sich auch während des «Handelskrieges 1.0» beobachten liess. Peking liess den Yuan damals auf einen Kurs von über CNY 7 pro US-Dollar fallen – so schwach war der Yuan zuletzt während der globalen Finanzkrise (2008). Obwohl sich Chinas Präsident Xi Jinping wiederholt für eine «stabile» Währung stark gemacht hat, ist nicht auszuschliessen, dass China im Falle einer Handelskriegs-Eskalation seine Währung erneut abwertet¹².

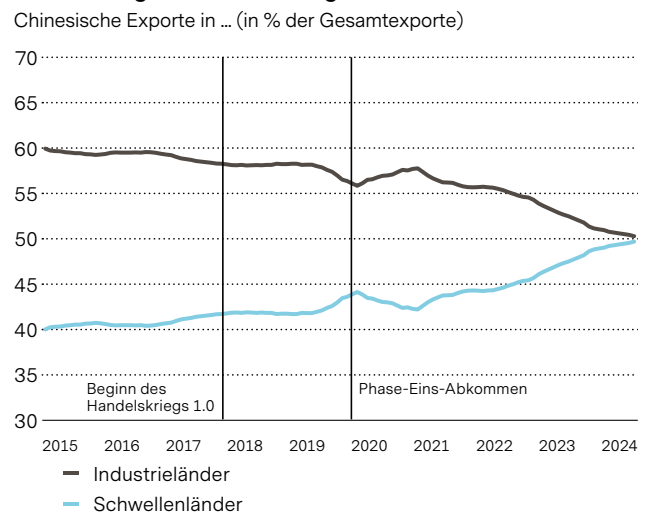
Bei einem Blick auf Grafik 5 wird auch deutlich, dass das erhoffte «Re-Shoring» von Arbeitsplätzen eher schlecht als recht funktioniert. Eines der grössten Hindernisse für die Rückverlagerung der Produktion ist das Lohngefälle zwischen den USA und anderen Ländern. Nach Angaben

Grafik 3: Trumps erste Zollrunde 2018 wirkte sich nur begrenzt auf die Gesamteinflation (der Warenpreise) aus
Konsumentenpreisindex



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per Dezember 2024.

Grafik 4: Alternative Exportrouten können die Auswirkungen der Zölle ausgleichen
Chinesische Exporte in ... (in % der Gesamtexporte)



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 2024.

Handelskrieg 2.0: Mögliche Szenarien und die von uns erwarteten Wahrscheinlichkeiten

DE-GLOBALISIERUNG	SLOWBALISIERUNG	RE-GLOBALISIERUNG
Permanente Handelskriege ohne Abkommen; strukturell höhere Zollsätze; WTO wird obsolet	WTO-Regeln bleiben weitgehend intakt, aber keine weitere Entwicklung; vorübergehende US-Handelskriege gefolgt von in den Augen Trumps «grossartigen» Handelsabkommen; einige US-Zölle bleiben in Kraft	Weiterentwicklung der WTO auf der Grundlage einer Freihandelsphilosophie; ein «grossartiges» Abkommen zwischen den USA und China
20%	70%	10%

Quelle: Schätzungen von Vontobel. Per Januar 2025.

des Bureau of Labor Statistics verdiente ein Arbeiter im verarbeitenden Gewerbe in den USA Mitte 2024 fast USD 30 pro Stunde, verglichen mit etwa USD 7 pro Stunde in China. In anderen Ländern war der Lohn sogar noch tiefer. Zusammen mit den häufig ebenfalls höheren Kosten für z.B. die Einhaltung von Sicherheits- oder Umweltstandards führt dies zu höheren Produktionskosten für die US-Unternehmen und damit zu einer Verringerung der Gewinnmarge.

Auch rein rechnerisch dürfte es für Trump schwierig werden, in die Fussstapfen des «Zollkönigs» McKinley zu treten. McKinley regierte zu einer Zeit, in der die Staatsausgaben weniger als 5% des Bruttoinlandproduktes ausmachten. 2023 lagen die Staatsausgaben bei über 22%. Gemäss Berechnungen des «Congressional Budget Office» werden sie in den nächsten Jahren weiter steigen¹³. Übersetzt heisst das: Die heutige US-Regierung kann gar nicht rein mit Zöllen finanziert werden.

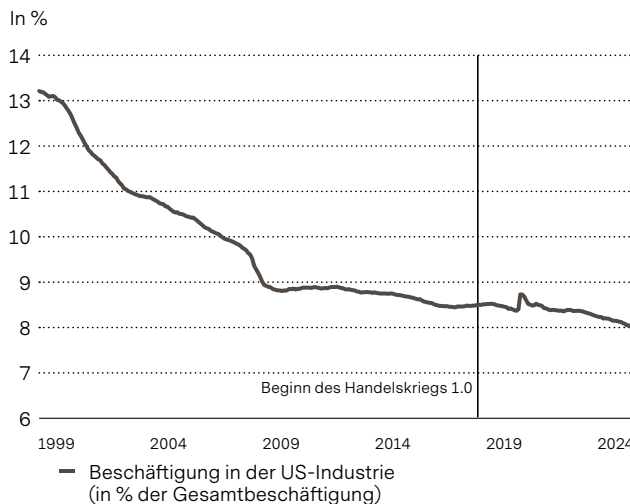
Gemäss einer Umfrage des CATO-Instituts haben 55% der befragten US-Amerikaner eine positive Sicht auf den internationalen Handel. 53% haben eine positive Sicht auf den freien Handel. Nur 34% bewerten Zölle als etwas Positives. Entsprechend gehen wir davon aus, dass Donald Trump mit seiner «Maximum Pressure»-Methode bei der Handelspolitik primär gute «Deals» bezüglich der wirklich wichtigen Sorgen der US-Bevölkerung herausholen

möchte. Denn höhere Handelszölle selbst interessieren seine Wähler wenig. Laut CATO-Institut geht es den Wählern vor allem um die Inflationsbekämpfung, das Gesundheitswesen und die Wirtschaft¹⁴.

Die Reaktion der US-Notenbank Fed ist entscheidend

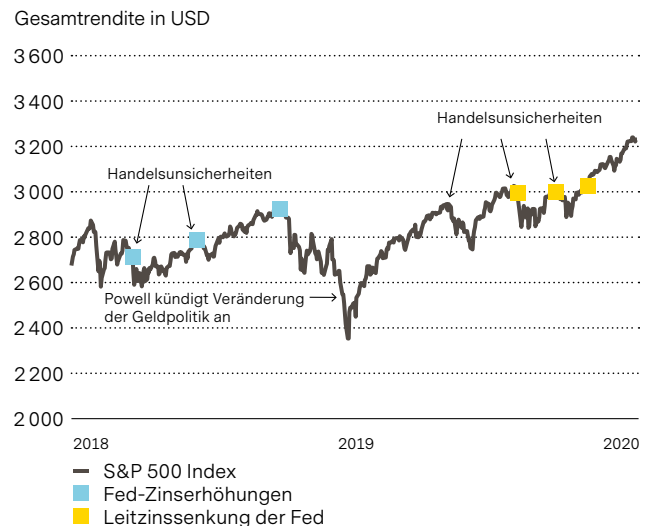
Eine der entscheidenden Fragen aus Anlegersicht ist, ob die Fed seit dem letzten Handelskrieg dazugelernt hat. Die Fed hatte bereits Ende 2016 begonnen, einen Strafungszyklus einzuläuten. In den Jahren 2017 und 2018 erhöhte sie weiter die Zinsen (sie erhöhte also «in den Handelskrieg hinein»). Im Sommer 2019 musste die Fed einknicken und die Zinsen wieder senken. Der Grund? Nervöse Aktienmärkte und zunehmende Wachstums-sorgen (Grafik 6). Entsprechend wichtig wäre, dass die Fed dieses Mal die temporären Preisanstiege auch als solche erkennt und nicht mit einer restriktiveren Geldpolitik reagiert.

Grafik 5: Die Realität hinter dem Onshoring-Mythos in der US-Industrie



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per Januar 2025.

Grafik 6: Die Auswirkungen der Zölle sind nur vorübergehend, die Reaktion der Fed ist entscheidend



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per Januar 2020.

10 Viewpoint



Einfacher und sauberer: profitable Möglichkeiten durch Effizienz

Als Stockpicker mit Bottom-up-Ansatz sind für uns die Portfolioallokationen in unseren sechs Anlagesäulen im Wesentlichen ein Ergebnis unseres Anlageprozesses. Ein Blick auf die Entwicklung dieser Allokationen über längere Zeiträume bietet jedoch faszinierende Einblicke und offenbart wichtige globale Trends.



—
Marco Lenfers
Client Portfolio Manager,
Conviction Equities Boutique



—
Anthony Corrigan
Client Portfolio Manager
Conviction Equities Boutique

Ein Beispiel hierfür ist unsere Allokation in der Säule «Ressourceneffiziente Industrie», die in den letzten Jahren gestiegen ist und nun etwa 40 % unseres Portfolios ausmacht. Eine derart beträchtliche Entwicklung wirft viele wichtige Fragen auf, etwa, weshalb für uns diese Säule in den letzten Jahren immer attraktiver geworden ist und welche Auswirkungen diese Positionierung auf das Gesamtportfolio hat. In diesem Viewpoint möchten wir einige Perspektiven hierzu erörtern und vor allem darlegen, weshalb die Mittelallokation in Ressourceneffizienz unseres Erachtens eine entscheidende Rolle bei der Bekämpfung des Klimawandels spielt.

Effizienz spielt eine entscheidende Rolle bei der Reduzierung der weltweiten Emissionen

Während die Bedeutung von erneuerbaren Energiequellen bei der Verringerung von globalen Emissionen kaum in Frage gestellt wird, wird der Beitrag der Energie- und Ressourceneffizienz häufig unterschätzt. Deren Vorteile sind oft weniger offensichtlich und werden nicht erfasst. Ein Blick auf die Zahlen zeigt indes, dass sich mit Effizienz

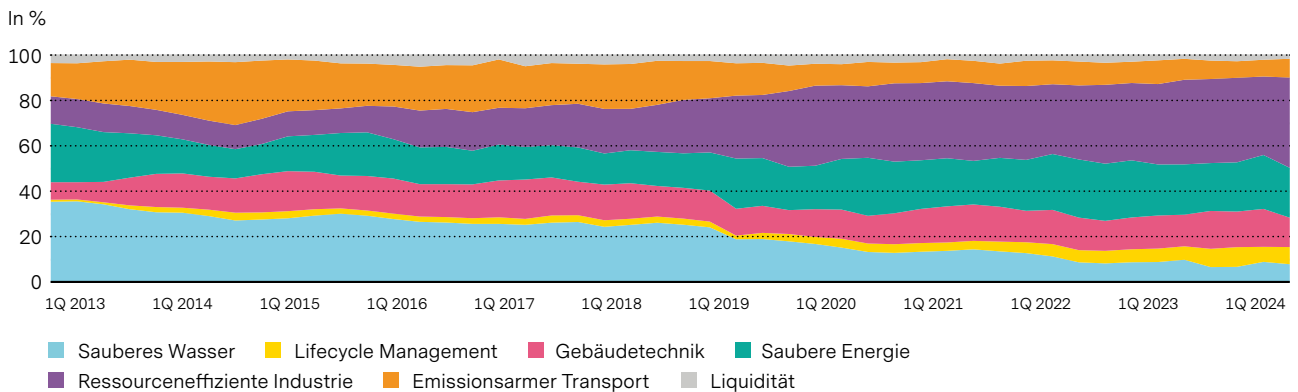
in den letzten zehn Jahren weltweit wahrscheinlich mehr an Emissionen einsparen liess als mit der Erzeugung erneuerbarer Energien¹⁵. Klimaforscher weisen schon seit Langem auf die Vorteile einer effizienten Nutzung von Energie und Ressourcen hin. Unseres Erachtens dürfte diese Fokussierung auf Effizienz auch künftig Bestand haben. Tatsächlich könnte sie sich in unserem zunehmend digitalisierten Zeitalter sogar noch weiter beschleunigen. Die Lösungen in diesem Bereich sind vielfältiger Art, fassen auf beeindruckenden technologischen Fortschritten (etwa den Fortschritten im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) in den letzten Jahren) und helfen, kohlenstoffintensive Prozesse in zahlreichen Branchen zu verbessern. Die Elektrifizierung von Transportmitteln, Fertigungsprozesse und intelligente Heizsysteme für Gebäude bieten erhebliche Einsparpotenziale bei Kohlenstoffemissionen. Innovative Leichtbaumaterialien oder Hochleistungsdämmstoffe senken den Energiebedarf noch zusätzlich.

Abgesehen davon hat die Wahl von Präsident Trump in den USA eine Phase grösserer Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Wachstumsraten erneuerbarer Energien in der grössten Volkswirtschaft der Welt eingeleitet, wodurch Effizienz in den kommenden Jahren noch wichtiger werden könnte. Anbieter von Produkten und Dienstleistungen, die dazu beitragen, den Verbrauch von Energie und anderen Ressourcen zu senken, ohne dass die Qualität von Prozessen leidet, könnten strukturellen Rückenwind erhalten. Denn schliesslich sind sie gut aufgestellt, um die Klimabilanz zu verbessern und damit möglicherweise auch den Inflationsdruck zu begrenzen.

*Hinweis: Dieser Artikel gibt die Ansichten der Conviction Equities Boutique von Vontobel wieder.

12 Viewpoint

Grafik 1: Historische Allokation in Impact-Bereichen von 2013 bis 2024



Allokationen und Merkmale können sich ohne vorherige Mitteilung ändern.

Quelle: Vontobel. Daten per 31. Dezember 2024.

Was sind die Wegbereiter von Effizienz?

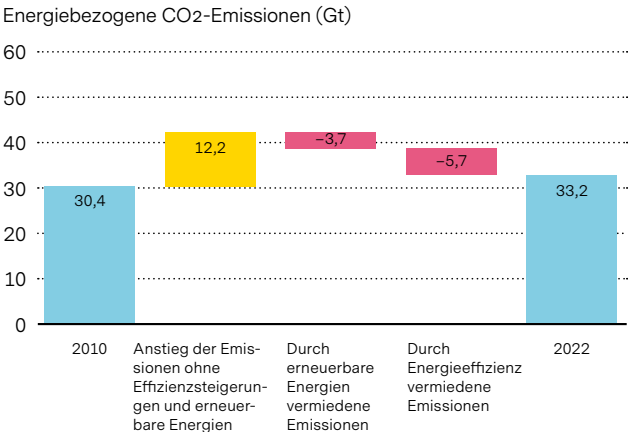
Wegbereiter oder Enabler sind unabdingbar bei der Realisierung von Effizienzgewinnen und der Beschleunigung des Wandels. Ein hervorragendes Beispiel für eine solche Technologie sind Halbleiter. Dank eines exponentiellen Wachstums der Rechenleistung in Kombination mit einer höheren Energieeffizienz und geringeren Kosten verringern sie die Energieintensität zahlreicher Produkte und beschleunigen die Verbreitung von umweltfreundlichen Schlüsseltechnologien wie Solar-Panels oder Elektrofahrzeugen. Folglich dürften die Bereiche Automobil- und Industrieelektronik, die wichtige Bestandteile unseres Spektrums an Anlagechancen sind, beim Wachstum nicht nur das globale Bruttoinlandsprodukt (BIP), sondern auch andere Bereiche des Halbleitermarktes voraussichtlich übertreffen.

Moderne Halbleiterchips erfordern auch Instrumente zur Automatisierung des Elektronikdesigns, die alles – von der Konzeption einzelner Transistoren bis hin zur Entwicklung von Software – noch vor der Herstellung der Hardware ermöglichen. Komplikationen von Anfang an zu beheben und den gesamten Lebenszyklus mit Simulationssoftware zu verwalten, wird zu einem immer wichtigeren Aspekt bei der Bestimmung der Umweltauswirkungen eines Produkts während der Konzeptphase. Frühzeitige Änderungen sind folglich der nachhaltigste und kostengünstigste Ansatz.

Effizienzsteigerungen sind aber nicht nur auf Hardware und Software beschränkt. Moderne Produktionsanlagen erleichtern die Automatisierung von Fabriken, Lagerhallen und Prozessen. Sie helfen, den Energieverbrauch zu senken, Präzision und Geschwindigkeit zu steigern und letztlich die Zuverlässigkeit und Sicherheit sowie die Arbeitsbedingungen zu verbessern. An anderen Stellen lassen sich industrielle Verbrennungsprozesse durch den Einsatz von Dampf oder den Ersatz von Luft durch Sauerstoff verbessern. Solche Industriegase spielen auch bei anderen Umweltawendungen eine wichtige Rolle, etwa bei der Wasseraufbereitung oder der Kontrolle von Luftverschmutzung.

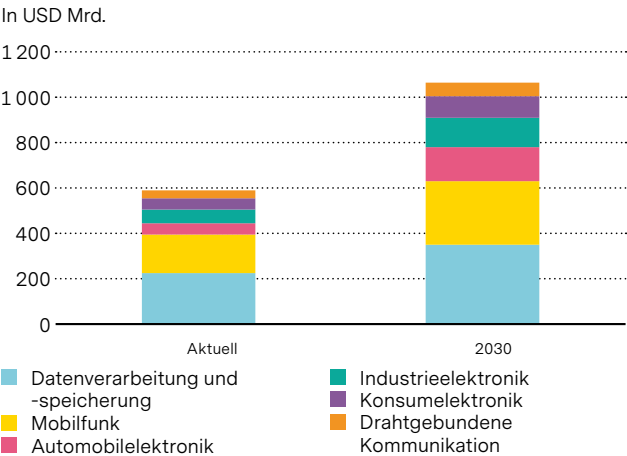
Diese verschiedenen Arten von Enablern sind unabdingbar, wenn es darum geht, etwas zu bewirken. Mit unserem Prozess konnten wir bereits viele attraktive Unternehmen mit kommerziell skalierbaren Technologien und bewährten Geschäftsmodellen identifizieren. Wir glauben jedoch nicht, dass es eine Patentlösung oder einen Königsweg gibt, um unser Klima auf einen kohlenstoffärmeren Weg zu führen oder Klimaneutralität zu erreichen. Aufgeschlüsselt nach den verschiedenen Sektoren des Impact-Bereichs «Ressourceneffizienz» investieren wir in zahlreiche verschiedene Teilbereiche, die von Halbleitern bis hin zu innovativen industriellen Komponenten und Lösungen reichen. Aus traditioneller Sicht zählen hierzu derzeit Unternehmen aus drei verschiedenen GICS-Sektoren und acht Ländern, was ein hohes Mass an Diversifizierung sicherstellt.

Grafik 2: Attributionsanalyse vermiedener Emissionen durch erneuerbare Energien und höhere Energieeffizienz*



*Ausgangsbasis 2010
Quelle: Goldman Sachs, «Angebot, nicht nur Nachfrage, Konsumenten, nicht nur Unternehmen: Energieeffizienz wird voraussichtlich an Bedeutung gewinnen». Per August 2024.

Grafik 3: Wert des globalen Halbleitermarktes nach Branchen



Quelle: McKinsey & Company, «Das Jahrzehnt der Halbleiter: eine Billionen Dollar schwere Industrie». Per April 2022.

Erneuerbare Energien und Effizienz: Zwei Seiten der gleichen Medaille

Die Bedeutung von erneuerbaren Energien in einer Welt mit Netto-Null-Emissionen ist unumstritten. Wir sind jedoch der Meinung, dass Effizienz ebenfalls eine entscheidende Rolle einnimmt, die oft verkannt und mit Sicherheit unterschätzt wird. Die Energie- und Rohstoffpreise sind sehr volatil und steigen in der Tendenz langfristig an. Effizienzlösungen ermöglichen es, mit weniger Aufwand das gleiche Ergebnis zu erzielen, was die

Risiken für die Investitionskosten über einen gesamten Lebenszyklus deutlich verringert. Mit dem Übergang in eine stärker digitalisierte Wirtschaft könnte die Rolle der Effizienz wohl noch an Bedeutung gewinnen und stellt daher eine wichtige Komponente in unserem breiteren Anlageumfeld dar.

Grafik 4: Ressourceneffiziente Industrie: Eine Vielzahl tiefgreifender Möglichkeiten

Impact-Bereich		Ressourceneffiziente Industrie	
Bereich	Digitalisierung	Moderne Produktionsausrüstung	Funktionsmaterialien
Teilbereich	Software	Fabrik-, Lager- und Prozess-automatisierung	Industriegase
	Halbleiter	Innovative industrielle Komponenten und Lösungen	Leichte und hochfeste Werkstoffe
	Sensoren		Spezialwerkstoffe
	Steuerungsgeräte		
	Testausrüstung		
	Halbleitersausrüstung		
Gelegenheiten	ca. 70 Aktien	ca. 30 Aktien	ca. 30 Aktien

Quelle: Vontobel. Per Januar 2025.

Die US-Notenbank tanzt den Stehblues



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Der Verbraucherpreisindex vom Januar deutet darauf hin, dass der Inflationsdruck anhält. Die Zwei- und die Zehnjahres-Breakeven-Inflationsrate erreichten ein Mehrjahreshoch. Während der Five-Year / Five-Year-Forward¹⁶ stabil bleibt, haben die kurzfristigen Erwartungen die Anleger verunsichert. Unterdessen bleibt die US-Notenbank Fed bei ihrer vorsichtigen Haltung und fordert eindeutige Beweise für eine Disinflation, bevor sie die Zinsen senkt. Die Märkte preisen 1,6 Zinssenkungen für 2025 ein, was etwa 40 Bp. entspricht, während die Fed eine grössere Bewegung von 63 Bp. in Aussicht stellt.

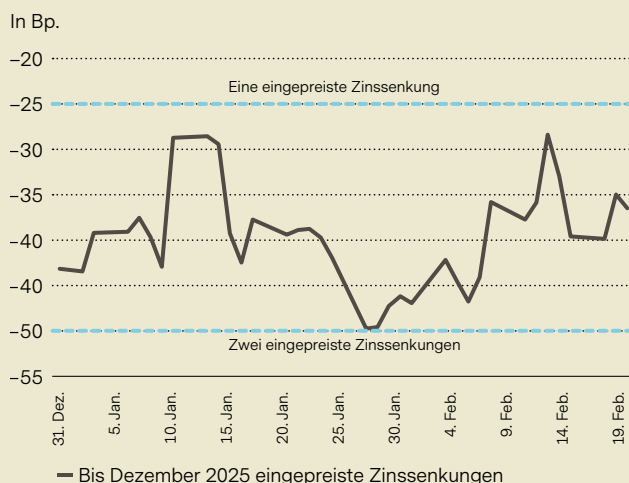
Trotz der heftigen Marktreaktion bestätigten die Januar-Inflationszahlen lediglich einen Trend, der sich schon lange in den Daten abgezeichnet hat. Die grössten Bewegungen gab es bei den Breakeven-Inflationsraten. Diese spiegeln die vom Markt implizierten Inflationserwartungen wider, indem sie die Renditen nominaler und inflationsgebundener Staatsanleihen miteinander vergleichen. Ihr Anstieg signalisiert, dass Anleger über die Laufzeit einer Anleihe hinweg mit einer höheren Inflation rechnen.

Die Breakeven-Inflationsraten über kürzere Zeiträume erreichten Zweijahreshochs, aber auch längerfristige Kennzahlen stiegen auf mehrjährige Höchststände. Unterdessen blieb der Five-Year / Five-Year-Forward stabil, aber steigende Kurzfrist-Erwartungen verdeutlichen die wachsende Besorgnis des Marktes im Hinblick auf die Inflationsrisiken. Die Fed sieht sich durch die Daten in ihrer geduldigen Herangehensweise bestärkt. Ihr Vorsitzender Jerome Powell erklärte kürzlich, die Fed werde auf ein paar Monate mit starken oder schwachen Daten nicht überreagieren – und das sollten die Märkte auch nicht tun.

Die Markterwartungen für Zinssenkungen der Fed in diesem Jahr schwanken zwischen einer und zwei Senkungen (Grafik 1), wobei derzeit 1,6 Senkungen (40 Bp.) eingepreist sind. Fast zwei Monate nach Jahresbeginn stehen noch sieben Sitzungen des Offenmarktausschusses (FOMC) an, wobei eine Pause im März sehr wahrscheinlich, im Mai so gut wie sicher und im Juni noch offen ist – es bleiben also noch vier Sitzungen für potenzielle Massnahmen.

Trotz zahlreicher Erlasse, Ernennungen und politischer Massnahmen bleiben die Renditeaufschläge – gestützt durch eine anhaltende renditegetriebene Nachfrage und robuste Fundamentaldaten – bemerkenswert stabil. Die Renditeaufschläge verharren auf einem aussergewöhnlich niedrigen Niveau (Grafik 2), was den Spielraum für eine weitere Verengung begrenzt und die Anfälligkeit für negative Marktentwicklungen oder wirtschaftliche Schocks erhöht. Aufgrund des geringeren Puffers sind Anleger möglicherweise einem höheren Risiko ausgesetzt.

Grafik 1: Zinssenkungs-Roulette



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 14. Januar 2025.

Grafik 2: Renditeaufschläge werden immer enger



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 14. Januar 2025.

«Objekte im Rückspiegel sind näher, als sie erscheinen»



— **Mario Montagnani**
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Der typische Sicherheitshinweis auf dem Beifahrerspiegel – «Objekte im Rückspiegel sind näher, als sie erscheinen» – ist eine treffende Analogie für Chinas unlängst bekannt gewordenen Durchbruch bei der künstlichen Intelligenz (KI). Die im Januar vermeldete bahnbrechende Entwicklung von DeepSeek war ein Weckruf und beweist, dass China ungeachtet aller Rückschläge ein ernstzunehmender Konkurrent im globalen KI-Wettbewerb bleibt.

Anfang 2025 prägten geopolitische und wirtschaftliche Ereignisse das Geschehen, dominiert von der US-Politik. Von Friedensgesprächen zur Beendigung des Konflikts zwischen Russland und der Ukraine, bei denen die europäischen Verbündeten aussen vor gelassen wurden, bis hin zur drohenden Gefahr globaler Zölle und den Vermittlungsbemühungen Washingtons im Nahen Osten – die USA bestimmten die globale Tagesordnung.

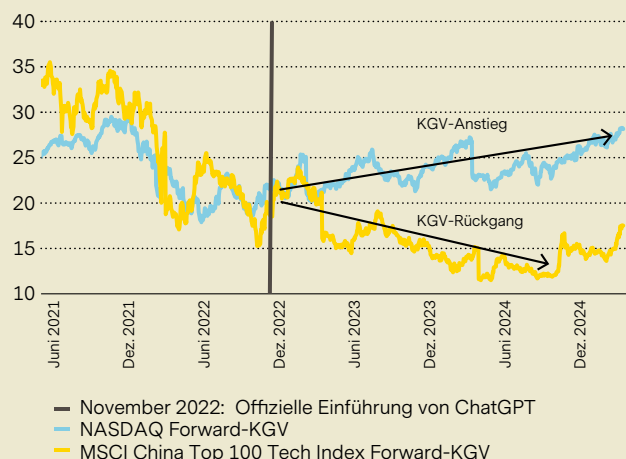
Aber auch in China gab es keinen Stillstand. Zur Unterstützung der Märkte stellt die People's Bank of China Liquidität bereit, senkt die Zinssätze und fördert das Kreditwachstum. Unterdessen lässt Peking die Phase der harten Hand gegenüber Technologie- und Immobilien-

unternehmen hinter sich und konzentriert sich nun auf Massnahmen zur Wiederbelebung wichtiger Branchen. Auch die direkten Interventionen an den Aktienmärkten wurden intensiviert. Sie senden ein klares Signal, dass die Stabilisierung der Anlegerstimmung nun Priorität hat. Wir rechnen für die kommenden Monate mit weiteren staatlichen Anreizen zur Belebung von Konsum und Investitionen. Nach Jahren der wirtschaftlichen Probleme könnte endlich ein Wendepunkt in Sicht sein. In diesem Umfeld erkennen wir strukturelle Chancen bei Schlüssel-sektoren in einem Markt, der im Vergleich zu den Volkswirtschaften der Industrieländer immer noch mit einem erheblichen Abschlag gehandelt wird (Grafik 1). Huawei und DeepSeek stärken Chinas Rolle als globaler Wettbewerber durch Fortschritte bei Halbleitern und KI. Im Bereich der grünen Energien bleibt China die dominierende Kraft bei Elektrofahrzeugen, Solarmodulen und der Batterieproduktion und schwimmt damit auf der Welle der globalen Energiewende mit. China bleibt eine führende Exportnation – das industrielle Herz der Welt mit einer starken Nachfrage nach Technologie- und Industriegütern. Daher gehen wir davon aus, dass chinesische Hersteller Zölle abfedern können.

Wir sehen auch Chancen für eine Wiederbelebung der ausländischen Investitionen, begünstigt durch die Stabilisierung der Zinsen in den USA und wirksamere Konjunkturaneize in China. Nach Jahren der negativen Stimmung (Grafik 2) dürfte unseres Erachtens ein Grossteil des Pessimismus eingepreist sein. Jede positive Veränderung auf politischer Ebene und jede fundamentale Verbesserung könnte somit eine kräftige Erholung nach sich ziehen. Wir bleiben Übergewichtet in Aktien und stufen Schwellenländeraktien von neutral auf Übergewichtet hoch.

Grafik 1: Tiefpunkt chinesischer Tech-Bewertungen bei unterstützender Gewinnodynamik

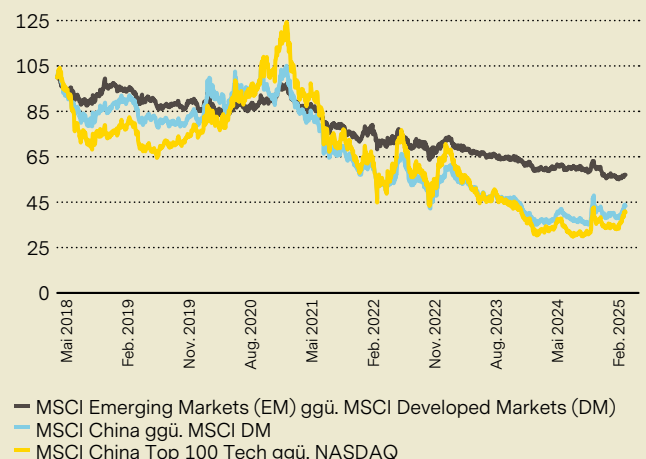
1-Jähriger Forward-KGV



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 21. Februar 2025.

Grafik 2: Schwellenländer- und China-Aktien womöglich am Tiefpunkt gegenüber Tech-lastigen US- und Industriemärkten

Relative Netto-Gesamtpformance (in % und USD, indexiert auf Mai 2018)



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 21. Februar 2025. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die laufende oder zukünftige Wertentwicklung.

Kaffee – das neue «schwarze Gold»?



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Der Autor und Umweltschützer Edward Paul Abbey konstatierte einmal, dass die amerikanische Kultur «von Kaffee und Benzin» lebt, wobei «das erste oft wie das zweite schmeckt»¹⁷. Während der dem Benzin zugrundeliegende Rohstoff Rohöl seit Monaten in einer recht komfortablen Spanne von USD 70 bis 75 pro Barrel handelt, scheinen die Preise für die kleinen Bohnen nur eine Richtung zu kennen: nach oben.

Seit Beginn des Jahres 2024 hat die qualitativ bessere (weil weniger bittere) Sorte Arabica um mehr als 100% zugelegt. Die «kräftigere» Robusta-Bohne verteuerte sich um mehr als 90% (Grafik 1). Viel davon hat mit dem Wetter zu tun.

Brasilien, das für knapp 40% der globalen Kaffeeproduktion verantwortlich (und der grösste Arabica-Produzent) ist, wurde von einer Mischung aus Frost und langanhaltender Trockenheit heimgesucht¹⁸. Der weltweit zweitgrösste Produzent Vietnam (der wichtigste Robusta-Produzent) hatte mit einer Kombination aus Dürre und starken Regenfällen zu kämpfen (Grafik 2). Das hat die Ernteerträge und damit das Angebot auf dem Markt deutlich

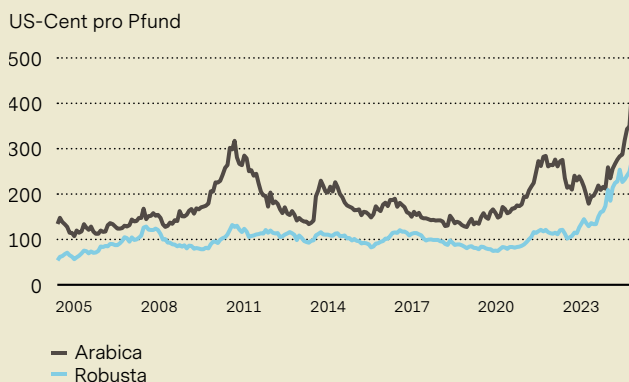
reduziert. Besonders angespannt war die Situation bei Arabica-Bohnen, die von den grossen Kaffee Ketten bevorzugt werden.

Weiterer Aufwärtsdruck ging von allgemein steigenden Produktionskosten aus, z.B. durch höhere Transport- und Lohnkosten. Es gab auch Berichte, dass einige Landwirte zögerten, ihre Bohnen zu verkaufen, in der Hoffnung auf noch höhere Preise in der Zukunft. In den letzten Wochen spielten auch geopolitische Entwicklungen wie die (wenn auch nur vorübergehenden) Sanktionsdrohungen Donald Trumps gegen Kolumbien (8% der globalen Kaffeeproduktion) eine Rolle.

Die explodierenden Preise haben dazu geführt, dass grosse Lebensmittelunternehmen die Preise erhöht haben. Trotzdem bleibt die Nachfrage nach Kaffee (vorerst) stark. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Kaffee – je nachdem, wen man fragt – entweder als unabdingbares Grundnahrungsmittel oder aber als Luxusgut gilt, auf das man nicht verzichten möchte. Solange es nicht zur Nachfragezerstörung kommt und solange die Ernte nicht besser ausfällt, könnte die Hausse noch etwas weitergehen. Fürs Erste geht Brasiliens Agentur für Ernteprognosen Conab davon aus, dass die brasilianische Kaffeeernte 2025/26 auf 51,81 Millionen Säcke (um 4,4% gegenüber dem Vorjahr) fallen wird.

Das Beispiel Kakao zeigt aber auch, dass die Märkte selbst bei Luxusgütern irgendwann der Appetit vergeht: Der erfolgsverwöhnte Rohstoff (+180% in 2024) hat bis zum Redaktionsschluss im Jahr 2025 bereits mehr als 25% seines Wertes verloren.

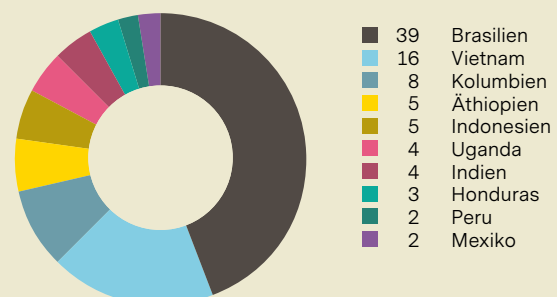
Grafik 1: Ein immer kostspieligerer Muntermacher



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 21. Februar 2025.

Grafik 2: Die weltweit wichtigsten Kaffeeproduktionsländer

2023/2024 Kaffeeproduktion (in %)



Quelle: US Department of Agriculture. Daten per 2023/2024.

US-Dollar nahe 40-Jahres-Hoch: Ist ein Wendepunkt erreicht?



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Der Trade-Weighted Real Dollar Index nähert sich einem 40-Jahres-Hoch, angetrieben durch höhere US-Zinssätze, Kapitalzuflüsse und die Nachfrage nach sicheren Häfen für die Kapitalanlage. Nach Jahren der Stabilität in der Zeit nach 2008 stieg der US-Dollar ab 2015 an, da die US-Renditen die globalen Renditen übertrafen. Dies veränderte die Handels- und Investitionsströme.

Der Index misst inflationsbereinigt den US-Dollar-Wert gegenüber Währungen der wichtigsten Handelspartner und gibt so ein präziseres Bild seiner Kaufkraft und Wettbewerbsfähigkeit als nominale Messgrößen. Währungen aus Ländern mit engen Handelsbeziehungen zu den USA haben dabei mehr Gewicht. Wie Grafik 1 zeigt, stieg der Dollar in den letzten zehn Jahren stetig. Nach der Finanzkrise 2008/2009 bewegte er sich zunächst in einer festen Bandbreite. Ab 2015 gewann er an Schwung, als die US-Notenbank Fed die Zinsen erhöhte, während die EZB und die Bank of Japan die Leitzinsen nahe oder unter null hielten. Höhere US-Renditen machten auf US-Dollar lautende Vermögenswerte attraktiver und stärkten so die Währung weiter. Mit den realen Dollarbewertungen nahe eines 40-Jahres-Hochs rücken die Folgen für Handel, Investitionen und die globale Finanzstabilität in den Fokus.

Die kurzfristige Entwicklung des Dollars bleibt eng mit der Zollpolitik verbunden. Während eine harte Linie in der Vergangenheit die Währung gestützt hat, wird die jüngste scharfe Rhetorik zunehmend als strategisches Manöver angesehen, was ihre Wirkung dämpft. Jenseits der Handelsunsicherheit bleiben die wirtschaftlichen Fundamentaldaten die stärkste Säule der Dollarstärke. Der Optimismus in Bezug auf das US-Wachstum ist ungebrochen, aber da sich die Wirtschaft nun in einer späteren Zyklusphase befindet, sind die Abwärtsrisiken höher als noch vor einem Jahr. Anfang 2025 dominiert Optimismus für die USA, wodurch der Dollar anfällig für Anzeichen einer Underperformance wird.

Die Euro-Erholung gegenüber dem US-Dollar (Grafik 2) ergibt sich aus nachlassender Dollar-Hausse-Stimmung und Unsicherheiten in Bezug auf die US-Handelspolitik. Während Zölle weiterhin ein Hauptrisiko darstellen, herrscht wenig Klarheit darüber, wie sie sich entwickeln werden. Sollte der von Donald Trump vorgeschlagene wechselseitige, länderspezifische Ansatz umgesetzt werden, könnte dies Spielraum für Verhandlungen bieten und die Dollar-Hausse-These möglicherweise schwächen. Es ist noch zu früh, um von einer dauerhaften Trendwende beim Euro/US-Dollar-Kurs zu sprechen, da die Entwicklung eher aus der Schwäche des US-Dollars als aus einer grundlegenden Stärke des Euro zu resultieren scheint. Optimismus über einen möglichen Waffenstillstand zwischen der Ukraine und Russland könnte, den Euro weiter stützen. Ein stärkerer Euro/US-Dollar-Kurs in einem «Risk-on»-Umfeld könnte auch andere Währungspaare beflügeln, wobei der Euro/Franken-Kurs zu den Profiteuren gehören dürfte.

Grafik 1: US-Dollar nähert sich real dem 40-Jahres-Hoch



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 21. Februar 2025. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die laufende oder zukünftige Wertentwicklung.

Grafik 2: Erholung des Euro – US-Dollar-Flaute oder dauerhafte Veränderung?



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 21. Februar 2025. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die laufende oder zukünftige Wertentwicklung.

Konjunktur und Finanzmärkte 2024 – 2026

Die folgende Liste zeigt die Ist-Werte, Wechselkurse und Preise von 2024 sowie Konsensprognosen für 2025 und 2026 zu Bruttoinlandprodukt (BIP), Inflation/Inflationserwartungen, Leitzinsen, 10-jährigen Staatsanleihen, Wechselkursen und Rohstoffen.

BIP (IN %)	2024 ¹	AKTUELL ²	KONSENS 2025	KONSENS 2026	
Global (G20)	3,2	2,8	2,6	2,6	
Eurozone	0,7	0,9	0,9	1,2	
USA	2,8	2,5	2,3	2,0	
Japan	0,1	1,2	1,2	0,9	
Grossbritannien	0,9	1,4	1,1	1,4	
Schweiz	1,3	1,7	1,3	1,5	
Australien	1,0	0,8	1,9	2,3	
China	5,0	5,4	4,5	4,2	
					VONTABEL-AUSBLICK IN 2025 ⁵
INFLATION	2024 ³	AKTUELL ⁴	KONSENS 2025	KONSENS 2026	
Eurozone	2,4	2,5	2,1	1,9	→
USA	3,0	3,0	2,8	2,6	↓
Schweiz	1,1	0,4	0,5	0,8	→
					VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN ⁶
NOTENBANKZINSEN (IN %)	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	
EUR (Einlagenzins)	3,00	2,75	2,10	1,82	→
USD (Fed-Leitzins, obere Grenze)	4,50	4,50	4,35	3,95	↓
CHF	0,50	0,50	0,20	0,20	→
					VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN ⁶
RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	
EUR (Deutschland)	2,37	2,46	2,34	2,34	↓
USD	4,57	4,42	4,44	4,32	↓
CHF	0,33	0,58	0,40	0,51	↓
					VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN ⁶
WECHSELKURSE	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	
CHF je EUR	0,94	0,94	0,94	0,94	↑
CHF je USD	0,91	0,90	0,91	0,90	↑
USD je EUR	1,04	1,05	1,02	1,05	↑
					VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN ⁶
ROHSTOFFE	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	
Brent-Rohöl, USD je Barrel	75	74	75	72	↓
Gold, USD je Feinunze	2625	2941	2788	2700	→
Kupfer, USD je Tonne	8768	9559	9338	9600	↓

¹ Vorbehaltlich von Überarbeitungen (z.B. potenzielle Überarbeitungen der Q4-Daten)
² Letztverfügbares Quartal
³ Vorbehaltlich von Überarbeitungen
⁴ Letztverfügbarer Monat, G20-Daten nur vierteljährlich
⁵ ↑ über Konsens, → im Einklang mit dem Konsens, ↓ unter Konsens

Offenlegungen und Disclaimer

1. Disclaimer und Quellenangabe

Dieses Dokument wurde durch ein oder mehrere Unternehmen der Vontobel-Gruppe (zusammen «Vontobel») für private und institutionelle Kunden erstellt.

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist weder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, noch zur Abgabe eines Kauf- oder Zeichnungsangebots.

Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Die Rendite kann, zum Beispiel infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Der Wert des angelegten Kapitals kann steigen oder fallen. Für die vollständige oder teilweise Rückzahlung des angelegten Kapitals gibt es keine Garantie.

Obwohl Vontobel der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann Vontobel keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen übernehmen. Ausser soweit im Rahmen der anwendbaren Urheberrechtsgesetze vorgesehen, darf die hier wiedergegebene Information ohne die ausdrückliche Zustimmung von Vontobel weder in Teilen noch in ihrer Gesamtheit wiederverwendet, angepasst, einer Drittpartei zur Verfügung gestellt, verlinkt, öffentlich aufgeführt, weiterverbreitet oder in anderer Art und Weise übermittelt werden. Vontobel lehnt, soweit gemäss dem geltenden Recht möglich, jegliche Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste ab, welche sich aus den hier zur Verfügung gestellten Informationen oder dem Fehlen ebensolcher ergeben. Haftungsansprüche, die gegen Vontobel infolge unterlassener oder unvollständiger Übermittlung dieser Informationen oder allfälliger Probleme mit diesen Informationen oder wegen Fahrlässigkeit, Vertragsbruch oder Gesetzesverstössen gegen uns geltend gemacht werden könnten, beschränken sich, im Ermessen von Vontobel, soweit gesetzlich zulässig, auf die erneute Bereitstellung dieser Informationen beziehungsweise eines Teils davon beziehungsweise auf die Zahlung eines dem Aufwand für die Beschaffung dieser Informationen oder eines Teils davon entsprechenden Geldbetrages. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in Ländern zur Verfügung gestellt oder Personen in solchen Ländern zugänglich gemacht werden, wo dies aufgrund der geltenden Gesetze verboten ist. Personen, welche dieses Dokument zur Verfügung gestellt erhalten, sind verpflichtet, sich über solche Einschränkungen kundig zu machen und die lokalen Gesetze zu befolgen. Insbesondere darf dieses Dokument weder US Personen zur Verfügung gestellt oder überreicht noch in den USA verbreitet werden.

20 Rechtliche Hinweise

2. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokumentes sowie die darin beschriebenen Anlagen können in gewissen Rechtsordnungen aufgrund der lokalen Gesetze und Vorschriften Beschränkungen unterworfen sein. Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in Ländern verbreitet werden, in denen die Erstellerin oder die Distributorin über die entsprechenden Lizenzen verfügt. Ist in diesem Dokument nichts Gegenteiliges erwähnt, kann bezüglich eines spezifischen Landes nicht davon ausgegangen werden, dass die Erstellerin oder Distributorin über entsprechende Lizenzen verfügt. Bitte beachten Sie die nachfolgenden länderspezifischen Angaben, welche strikte einzuhalten sind. Mit Ausnahme der nachfolgenden speziellen Distributionswege gelten diese Research-Berichte in dieser Publikation als von der auf der Umschlagseite bezeichneten Gesellschaft verteilt.

Informationen für Kunden aus Deutschland

Für die Weitergabe der Finanzanalyse ist die Bank Vontobel Europe AG, Alter Hof 5, D-80331 München verantwortlich. Sie verfügt über die erforderliche Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn, und unterliegt deren Aufsicht. Die Mitarbeiter von Vontobel, die für die Weitergabe von Finanzanalysen verantwortlich sind, unterliegen den jeweils geltenden gesetzlich und aufsichtsrechtlich vorgeschriebenen Compliance-Regelungen. Insbesondere wurden Massnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten ergriffen (zum Beispiel die Kontrolle des Informationsaustausches mit anderen Mitarbeitern, Unabhängigkeit der Vergütung der betroffenen Mitarbeiter, Verhinderung von Einflussnahme auf diese Mitarbeiter, Einhaltung der Vorgaben für Mitarbeitergeschäfte etc.). Die Einhaltung der jeweiligen Compliance-Regelungen und Organisationsanweisungen wird von Compliance-Stellen überwacht.

Additional information for UK clients

This communication is issued and approved by Vontobel Asset Management S.A. London Branch which has its registered office at 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF and is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA") with Firm Reference Number 966651. Details of its regulatory permissions are available on the FCA Register and can also be obtained upon request from Vontobel Asset Management S.A., London Branch. Vontobel Asset Management S.A. London Branch is an overseas branch of Vontobel Asset Management S.A. ("Vontobel") public limited company registered in Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") with reference number A00001304 and S00001011.

Information for Italian clients

This research document prepared by Bank Vontobel AG is distributed according to EU rule 2016/958 by Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano authorized and regulated by Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.

Glossar und Quellen

- ¹ Aktien aus traditionellen Branchen wie das verarbeitende Gewerbe, Energie, Transport oder Konsumgüter, die stabile Gewinne, Dividenden und ein langfristiges Wertpotenzial bieten können.
- ² Übergewichtet bedeutet, dass das Vontobel Investment Committee eine höhere Präferenz für eine Anlageklasse oder Untereinlageklasse hat. Market Highlights
- ³ Quelle: Transkript von Frontline. <https://www.pbs.org/wgbh/frontline/documentary/trumps-trade-war/transcript/>
- ⁴ North American Free Trade Agreement
- ⁵ Quelle: Artikel von Time, veröffentlicht am 28. Juni 2016. time.com/4386335/donald-trump-trade-speech-transcript/ «Hillary Clinton unleashed a trade war against the American worker when she supported one terrible trade deal after another – from NAFTA to China to South Korea (...) a Trump Administration will end that war by getting a fair deal for the American people. The era of economic surrender will finally be over.»
- ⁶ Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 21. Januar 2025. www.bloomberg.com/news/videos/2025-01-21/trump-says-tariffs-are-most-beautiful-word-in-dictionary-video
- ⁷ Quelle: Artikel der Washington Post, veröffentlicht am 27. Januar 2025. www.washingtonpost.com/history/2025/01/27/trump-mckinley-tariffs-history/
- ⁸ Quelle: www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/01/restoring-names-that-honor-american-greatness/
- ⁹ Nordatlantikpakt-Organisation. Militärisches Bündnis, das 1949 gegründet wurde und aus Ländern Nordamerikas und Europas besteht, mit dem Ziel der kollektiven Verteidigung.
- ¹⁰ Quelle: Coalition for a Prosperous America, veröffentlicht am 16. Januar 2024. prosperousamerica.org/economic-view-tariff-jumping-investment-the-success-of-the-2018-washing-machine-tariffs/
- ¹¹ Quelle: US-Finanzminister Scott Bessent in der Larry Kudlow Show (November 2024): «Tariffs can't be inflationary because if the price of one thing goes up, unless you give people more money, then they have less money to spend on the other thing, so there is no inflation.»
- ¹² Der chinesische Yuan darf sich um 2% beiderseits eines von der Zentralbank festgelegten täglichen Mittelwerts bewegen.
- ¹³ Quelle: Federal spending per series Y 457-465 in «Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970, Part II» and per White House OMB. GDP prior to 1930 per Louis Johnston and Samuel H. Williamson, «What Was the U.S. GDP Then?» MeasuringWorth, 2010, GDP post 1930 per White House OMB, KPCB
- ¹⁴ Quelle: CATO Institute 2024 Globalization and Trade National Survey. www.cato.org/sites/cato.org/files/2024-08/Globalization%20Survey_2024.pdf
- ¹⁵ Quelle: Bericht von Goldman Sachs, veröffentlicht im August 2024. [dfs.gs.com/signin?flowId=q0Jl7](https://www.goldmansachs.com/dfs/signin?flowId=q0Jl7). Anmeldung erforderlich.
- ¹⁶ Der Five-Year/Five-Year-Forward ist eine wichtige Kennzahl für die Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Inflation.
- ¹⁷ Quelle: Buch mit dem Titel «Down the River» von Edward Abbey
- ¹⁸ Quelle: US Department of Agriculture (2023/2024)

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

