

«Am besten wäre, wenn Trump in die Knie ginge»

INTERVIEW MIT DOMINIK SCHMIDLIN Der Anlagestrategie der St. Galler KB rät in der derzeitigen Grosswetterlage zu Gold und Schweizer Immobilien.

Dominik Schmidlin ist seit September 2024 Leiter Anlagestrategie und Analyse bei der St. Galler Kantonalbank (SGKB). In dieser Funktion verantwortet der Betriebs- und Volkswirt den gesamten Anlageprozess sowie die Anlageempfehlungen der Bank.

Herr Schmidlin, rutscht nach dem Zollerhammer jetzt die US-Volkswirtschaft und mit ihr die ganze Welt in eine Rezession? Ich denke, nein, auch wenn dieses Szenario an den Börsen derzeit für grosse Verunsicherung sorgt. Am Ende wird viel davon abhängen, ob Verhandlungen fruchten, die vermutlich recht zeitnah anstehen. Aber es gibt zumindest in den USA Anzeichen, die auf eine deutlich erhöhte Rezessionsgefahr hindeuten. Eine Wachstumsrate der Wirtschaft von 2,8%, wie wir sie in der Vergangenheit gesehen haben, wird dieses Jahr kaum möglich sein.

Es sind nicht nur die Zölle, auch die Unberechenbarkeit von Trumps Politik sorgt für grosse Unsicherheit. Bleibt das so? Ja, der gravierendste Punkt ist wirklich diese Unsicherheit, die natürlich verhindert, dass Unternehmen vernünftig planen und investieren. Allerdings muss man im Hinterkopf behalten, dass im November 2026 in den USA Zwischenwahlen stattfinden. Ich schätze Donald Trumps politischen Überlebenswillen als sehr gross ein. Zum Zeitpunkt dieser Zwischenwahlen wird er eine Wirtschaft sehen wollen, die nicht völlig unter Wasser steht. Daher gehe ich davon aus, dass er irgendwann im Verlauf des zweiten Halbjahres eine gewisse moderierendere Sichtweise auf bestimmte Themen einnimmt. Sonst wird er spätestens bei den Zwischenwahlen abgestraft.

Trump verspricht, die Inflation herunterzubekommen. Ist ihm dies nun egal? Absolut. Letzten Endes wird der amerikanische Konsument am stärksten unter den Zöllen leiden. Zumal sich dort die Inflation mit derzeit 2,5% ohnehin als hartnäckig hoch erweist. Und mit den Zollerhebungen wird sie rasch weiter steigen.

Es sei denn, es kommt zur viel diskutierten, preisdämpfenden Rezession. Die Zölle werden kurzfristig primär das Wirtschaftswachstum dämpfen und sich erst mit Verzögerung inflationär auswirken. Ein Preisauftrieb würde dann wiederum den Konsum und damit das Gesamtwachstum erneut empfindlich beeinträchtigen.

Aber ist damit ein ausgewachsener Aktiencrash nicht unvermeidlich? Im Moment ist die Grosswetterlage an den Börsen anfällig. Wie viele andere waren wir lange in Aktien übergewichtet, haben jedoch Anfang Jahr unsere Aktienallokation reduziert und uns neutral positioniert. Sollte noch ein weiterer Schock hinzukommen – etwa weitere Gegenzölle –, dann sehe ich ein Risiko, dass es zu einem ausgewachsenen Crash kommt. Im Moment wird die hohe Volatilität an den Märkten anhalten. Und danach wird es spannend, ob nach der ersten Zollerhöhung Käufer auftreten. Das war ein Muster, das wir in den letzten Korrekturphasen immer wieder gesehen hatten.

Ist das Risiko höher als bei früheren Korrekturen? Ja. Am positivsten wäre es natürlich, wenn Trump durch die Börsenreaktionen in die Knie gezwungen wird oder nach einigen Konzessionen einlenkt, wie im Februar im Fall von Mexiko. Ich glaube, wenn verschiedene Staaten Zugeständnisse gegenüber Trump machen, wird er auch kompromissbereit sein. Wie ausgeprägt das der Fall sein wird, entscheidet mit darüber, wie gross bis dahin die Korrektur an den Märkten ausfällt.

Ist konträres Handeln angesagt? Sind europäische Börsen wieder in Mode? Europa hat natürlich zuletzt vom Aufholpotential aufgrund des inflationären



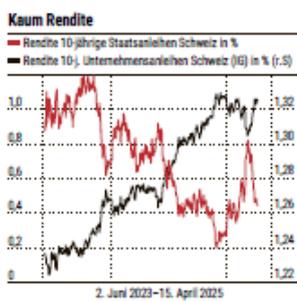
«Wir gehen nicht davon aus, dass die SNB nochmals an der Zinsschraube dreht.»

wertung im Vergleich zu den USA profitiert. Hinzu kamen das Investitionspaket in Deutschland und die gigantischen geplanten Verteidigungsausgaben der EU. Das hat kurzfristig eine gewisse positive Dynamik entfacht. Allerdings muss man das relativieren. Viele dieser Projekte sind noch lange nicht umgesetzt und konnten bisher keine realwirtschaftlichen Effekte zeigen. Diese werden sich erst mittel- bis langfristig entfalten. Ich glaube, da war die Euphorie etwas zu gross, zumal Europa nach wie vor unter vielen strukturellen Problemen leidet, etwa der ausufernden Bürokratie. Auch die Schwierigkeiten im Automobilsektor sind struktureller Natur und können nicht mit Geld allein gelöst werden. Die Feierlaune an den europäischen Börsen dürfte also jetzt tatsächlich ebenso ausgereizt sein.

«Die Feierlaune an den europäischen Börsen dürfte jetzt ebenso ausgereizt sein.»

Und wie sieht es mit dem Schweizer Markt aus? Gibt es kein Comeback? Mit der derzeit laufenden Dividendensaison sollte es eigentlich eine sehr gute Zeit für den Schweizer Aktienmarkt sein. Jedoch: Der Schweizer Markt kann sich dem globalen Umfeld nicht entziehen – und sicher nicht, wenn es mit den Kursen in den USA und in Europa abwärtsgeht. Zugleich sind Schweizer Unternehmen primär global aufgestellt. Von daher gilt dieser defensive Charakter des Schweizer Marktes in Phasen akuter Krisen nur bedingt, auch wenn die Sektorstruktur defensiver ist.

Gibt es überhaupt Aktienspektoren oder Märkte, in denen man Schutz findet? Das ist sehr schwierig. Zwar gibt es bestimmte Güter, die noch von Zollerhöhungen ausgenommen sind, dies aber nur in der ersten Phase. Auch dort wird der Zollerhammer irgendwann zuschlagen. Trotzdem erachte ich den Pharmasektor als recht gut positioniert. Denn viele seiner



Produkte lassen sich nicht einfach substituieren. Und insbesondere in den USA, wo auch die Preise nicht so stark administriert sind, haben die Schweizer Pharmakonzerne doch eine gewisse Preissetzungsmacht. Daher erwarte ich, dass die bereits angekündigten Zölle an Konsumenten, Kunden oder Krankenkassen weitergegeben werden können. Ich bin der Meinung, dass Roche in dieser Hinsicht gut positioniert ist, zumal sie eine beachtliche Anzahl neuer Medikamente in der Pipeline aufweist und ihre Dividendenpolitik natürlich auch sehr attraktiv ist.

Sollten Anleger aus Aktien in Obligationen umschlagen? Wenn man sich anschaut, dass zehnjährige «Eidgenossen» derzeit mit rund 0,4% rentieren, erwärmt das nicht gerade das Herz. Wir halten dennoch eine solide Position in Schweizer Obligationen guter Schuldner und präferieren dabei einen Laufzeitbereich zwischen fünf und sieben Jahren. Dort kann man mit vernünftigem Risiko immerhin noch eine Rendite von etwa 1% erwirtschaften. Auf den Obligationenmarkt in Europa oder den USA auszuweichen, ist aus Frankensicht meines Erachtens wegen des Währungsrisikos respektive der hohen Absicherungskosten nicht sinnvoll.

Dann bleibt also nur Gold? Das kann man so sagen. Die Notenbanken haben schon letztes Jahr rekordhohe Bestände an Gold nachgefragt. 2024 war das dritte Jahr in Folge, in dem Notenbanken mehr als tausend Tonnen Gold gekauft haben. Ich kann mir vorstellen, dass wir dieses Jahr einen neuen Rekord aufstellen werden. Nach wie vor schichten viele Notenbanken vom Dollar in Gold um. Das ist eine gute Stütze für den Goldpreis. Übrigens wurde der letzte Aufwärtsschub bei Gold gar nicht gross vom Zufluss in Gold-ETF unterstützt. Denn der steigt erst jüngst wieder. Folglich könnten Privatkunden künftig dazu beitragen, den Goldpreis auf neue Höhen zu treiben.

Haben nicht auch Immobilien Potenzial? Immobilien sind ebenfalls eine solide und attraktive Anlageklasse. Man muss aber unterscheiden, welchen Zugang man zu dieser Anlageklasse wählt. Schweizer Immobilienfonds haben von den Zinssenkungen bereits stark profitiert und zugelegt. Die Agjos sind im Schnitt hoch. Anleger sollten darauf achten, dass der Anteil an Wohnimmobilien beim Fonds hoch ist, das generiert einen stabilen Cashflow, der eine attraktive Dividendenrendite von 2,3% ermöglicht. Dann sind Immobilienfonds durchaus eine Alternative neben Gold, die ich derzeit auch im Vergleich zu Obligationen bevorzuge. Ebenso konstruktiv ist derzeit das grundsätzliche Umfeld für den Immobilienerwerb: Die Preise für Wohnimmobilien sollten zumindest stabil bleiben, wenn nicht leicht steigen. Wir haben weiterhin Zuwanderung in die Schweiz, das stabilisiert den Markt, ausserdem ist das Bauland knapp. Die Zinsen sind tief und werden tief bleiben.

Wie viele Zinsschritte kann man von der SNB und anderen Notenbanken erwarten? Wir gehen nicht davon aus, dass die Schweizerische Nationalbank nochmals an der Zinsschraube drehen wird, sofern es nicht zu einer ausgewachsenen globalen Krise kommt. Bezüglich der EZB rechnen wir im Basisszenario noch mit zwei weiteren Zinssenkungen, also bis auf 2%. Das ist leicht höher als der sogenannte neutrale Zins für die Eurozone. Und beim Fed wird es natürlich am spannendsten: Es stellt sich hier die Frage, ob sich die Inflation im Zuge der Konjunkturabkühlung abschwächen wird oder ob sich die hohen Zölle in die Inflation hineinfressen. Vermutlich wird das Fed zunächst abwarten, aber irgendwann mit Zinssenkungen fortfahren. Wir rechnen mit drei bis vier weiteren Zinsschritten.

Markttechnik

Novo Nordisk und Sika

Weshalb fallen die Kurse? Darauf gibt es genau genommen nur eine Antwort: weil mehr Investoren glauben, dass die Aktie morgen billiger ist und sie sie deshalb heute verkaufen. Weshalb sie das annehmen, ist grundsätzlich egal. Zur gleichen Zeit finden sich ja auch Personen, die das Gegenteil glauben und ihnen die Aktien abkaufen. Wäre dem nicht so, käme kein Handel zustande.

An der Börse wird mit Taten über den Preis abgestimmt, nicht mit Worten. Die Preisfindung entwickelt sich deshalb zuweilen in eine andere Richtung als man, von der wirtschaftlichen Logik ausgehend, zu wissen glaubt. Aber: An der Börse werden nicht die Produkte eines Unternehmens gehandelt, sondern dessen Aktien.

Handlungsplan erstellen

In einer Wirtschaftszeitung las ich kürzlich, dass das Geschäft mit den Abnehmspritzen immer noch boomt – und damit auch jenes von Novo Nordisk, die solche Spritzen herstellt. Dennoch ist die Aktie gefallen – sogar kräftig. Die Geschichte hat nicht funktioniert, weil dennoch mehr Investoren glauben, dass sie die Aktie demnächst billiger zurückkaufen können, als jene, die vom Gegenteil überzeugt sind.

Wie ich übrigens auch. Die Aktie von Novo Nordisk ist jetzt nämlich nicht nur 60% billiger als Mitte Juni, sondern über die vergangenen drei Monate hat sich im Preis-Chart auch eine sogenannte Falling Wedge ausgebildet.

Während einer solchen Wedge fallen die Preise, dem Namen entsprechend, zwar noch weiter. Aber die mittlere

Abwärtsdynamik nimmt ab und deshalb werden die kurzfristigen Schwankungen grösser. Das ist eine Chance für anti-zyklisches Handeln. Investoren, die nicht glauben, sondern sich bei ihren Entscheidungen an Fakten orientieren, erstellen ihren Handlungsplan.

Sika nähert sich Zielbereich

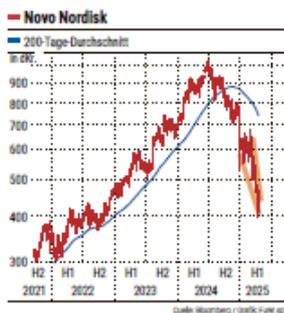
Zur Jahreswende wurde ich von auffällig vielen Investoren zu meiner Einschätzung betreffend der Sika-Aktie gefragt. Sie war negativ, weil sich die Aktie seit Anfang 2023 in einem Konsolidierungs-Flag befand. Und Flags werden in der Richtung des vorausgegangenen Trends aufgelöst, in diesem Fall also nach unten.

Der Verkaufsgrund der künftigen Verkäufer hat mich dabei nicht interessiert. Wenn es mich dann wundernimmte, ist er im Nachhinein leicht zu erfahren. Ohnehin würde ich dann lieber wissen wollen, wer ihnen die Aktien verkauft hat und jetzt so liquide ist, um sie wieder zurückzukaufen zu können. Doch das scheinen echte Geheiminformationen zu sein.

Weil die einzelnen Bewegungen in gewissen Relationen zueinander stehen müssen, erlauben solche Flags ungefähre Zielberechnungen. Bei der Sika-Aktie liess sich somit der Bereich 170 bis 180 Fr. ermitteln. Jetzt müsste ich also dazu anregen, zu überdenken, wie die Taktik aussieht, die den finalen Kaufauftrag auslöst.

ROLAND VOGT, linkedin.com/in/rovogt

Die Meinung des Autors muss nicht mit der der Redaktion übereinstimmen.



Meinungen zur Börsenlage

Meta, PepsiCo

Das Börsengewitter zog schnell vorbei, und wer die tieferen Kurse zum Aufbau von Positionen nutzte, war gut bedient. Was die Aussichten auf die nächsten Wochen und Monate betrifft, so gibt weiterhin die amerikanische Politik die entscheidenden Impulse, und zwar sowohl was die Geopolitik als auch die Wirtschaftsentwicklung betrifft. In diesem Umfeld sind nur die besten Aktien gut genug. Wir haben in unseren Portefeuilles unlängst die Aktien der Tech- und Kommunikationsgruppe Meta, des Autobehörerlieferanten AutoZone sowie der Getränke- und Nahrungsmittelgruppe PepsiCo zugefügt. Meta will dank KI noch besser von den täglich 3,3 Mrd. Nutzern profitieren und diversifiziert weg von der traditionellen Werbung. Der Erfolg von AutoZone basiert auf einem traditionellen Geschäftsmodell mit nur minimaler Disruption durch den E-Commerce. Und PepsiCo macht dank der starken Marke in den USA, aber auch anderswo, weitere Fortschritte. **VT WEALTH MANAGEMENT**

Strukis

Die Ankündigung von Präsident Trump, die reziproken Zölle für 90 Tage auszusetzen, sorgte für Erleichterung, doch Ausnahmen bleiben und Handelskonflikte sind ungeklärt. Auch der Basissoll von 10% stellt die meisten Länder vor Probleme. Wir erwarten weiterhin Turbulenzen und Marktvolatilität in den kommenden Wochen und Monaten. Mit

dem Ansatz des «aktiven Abwartens» navigieren wir durch die Marktvolatilität, bleiben aber strategisch neutral in Aktien, Regionen und den meisten Sektoren. Dies erlaubt es uns, an Rallys teilzunehmen und flexibel zu bleiben. Gleichzeitig nutzen wir die scharfen Marktrückgänge, indem wir einen Teil unserer Put-Optionen auf globale Aktien – die wir als Absicherung hielten – gewinnbringend auflösten. Parallel dazu ergriffen wir die Gelegenheit, in ein-kommenssteigernde strukturierte Produkte zu investieren und sicherten äusserst attraktive Renditen in allen wichtigen Währungen. **ROTHSCHILD & CO**

Aktien Europa

Europa muss sich selbst finden. Globale Anleger haben Europa bereits gefunden, der Aktienmarkt startete im Vergleich zu den USA so stark ins Jahr wie seit 25 Jahren nicht mehr. Nun dürften die globalen Wachstums- und Gewinnprognosen noch nach unten revidiert werden. Die Abwertung des Dollars könnte auf einen längerfristigen Vertrauensverlust der Investoren in US-Vermögenswerte hinweisen. Er vollzieht sich zu einer Zeit, in der US-Staatsanleihenrenditen steigen und deutsche Renditen fallen. US-Treasuries gelten nicht mehr als sicherster Hafen. Und das bei massivem Aussenhandels- und Haushaltsdefizit. Wer dann seine Gläubiger so vor den Kopf stösst wie das Team Trump, spielt ein gefährliches Spiel. Diese Zolllpolitik erzeugt nur Verlierer. Wir glauben aber, dass europäische Aktien weniger zu verlieren haben als amerikanische. **DW**