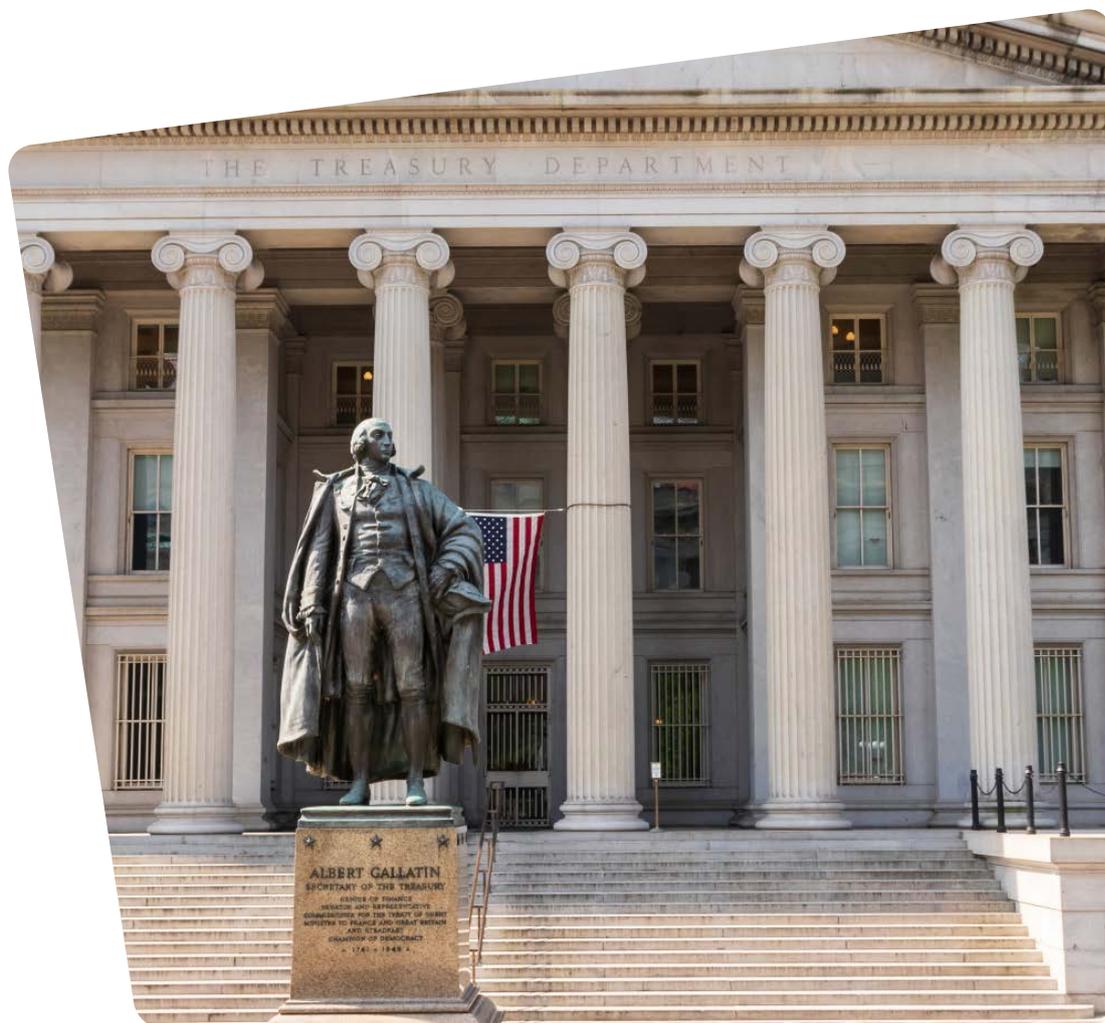


April 2025

FOKUS ANLEGEN



Fokusthema

«Mission (almost) Impossible» für den
US-Finanzminister

Trumponomics bedroht die globale
Wirtschaftssymbiose



Thurgauer
Kantonalbank

Inhaltsverzeichnis

Editorial	03
Trumponomics bedroht die globale Wirtschaftssymbiose	04
Wirtschaft und Finanzmärkte	08
Anlagepolitik	10
Schuldenbremse	11
Anlageidee	14

Impressum

Thurgauer Kantonalbank
Hauptsitz, Bankplatz 1
8570 Weinfelden

Telefon 0848 111 444
info@tkb.ch/tkb.ch

© Thurgauer Kantonalbank
Reproduktion von Inhalten
nur mit Genehmigung.



Werner Huber
Senior Portfolio Manager
Thurgauer Kantonalbank

Liebe Leserin
Lieber Leser

Die Bezeichnung «Golf von Amerika» hat die Weltöffentlichkeit noch mit einem Lächeln abgetan. Seit den letzten Wochen wissen wir aber, dass hinter dem Slogan «Make America great again» weit mehr steckt als blosses Wahlkampfgetöse. Und der Zusatz «at all costs» wäre gar nicht so unpassend. Denn die US-Administration versucht Teile der geografischen und wirtschaftlichen Ordnung umzukrempeln. Seit der Sicherheitskonferenz in München von Mitte Februar 2025 wissen wir auch, dass das viel beschworene transatlantische Bündnis am Wanken ist.

Damit bekommt die Zeitenwende einen neuen Drall und territoriale Expansionsgelüste sind kein Tabuthema mehr. Panama, Kanada und Grönland lassen grüssen. Sicherheitsbedenken werden vorgeschoben, um Hegemonialansprüche zu rechtfertigen. Dabei werden auch enge Verbündete vor den Kopf gestossen.

Zölle auf Warenimporten werden hochgefahren und die mühsam erkämpften Errungenschaften eines freien Handels aufgelöst. Dies verursacht Wallungen an den Kapitalmärkten und Verluste an den Börsen. Denn die massiv höheren Zölle werden die Importpreise markant verteuern. Resultat: steigende Inflation. Die Gegenmassnahmen anderer Staaten werden aber auch US-Exporte treffen. Lieferverzögerungen oder gar Lieferunterbrüche könnten die Folge sein. Die globalisierte Welt ist eng vernetzt und auf gut eingespielte Logistikketten angewiesen. Weiteres Ungemach droht von Firmen, welche ihre Investitionspläne aufgrund der Unsicherheiten aufschieben. Dieser Cocktail dürfte früher oder später zu einem Abschwung führen.

Die Schweiz ist von den jüngsten Zollerhöhungen ebenfalls stark betroffen, obwohl wir der sechstgrösste Investor in den USA sind und einer der grössten was Forschung und Entwicklung anbelangt. Der Wissenstransfer ist somit riesig. Ausserdem beschäftigen Schweizer Firmen rund 500'000 Arbeitnehmende in den USA.

Nun noch etwas in eigener Sache: Nach 13 Jahren im Portfolio Management und im Redaktionsteam Fokus Anlegen trete ich kürzer und gehe in Pension. Liebe Leserinnen und Leser, es hat mir stets sehr viel Freude bereitet, Sie über aktuelle Themen zu informieren. Als Ratsschlag möchte ich Ihnen noch Folgendes auf den Weg geben: Investieren Sie nur in Anlagen, die Sie auch verstehen, und bleiben Sie in Ihrem Anlageportfolio breit diversifiziert. Somit senken Sie die Risiken deutlich. Ich wünsche Ihnen auch weiterhin ein gutes Gelingen!

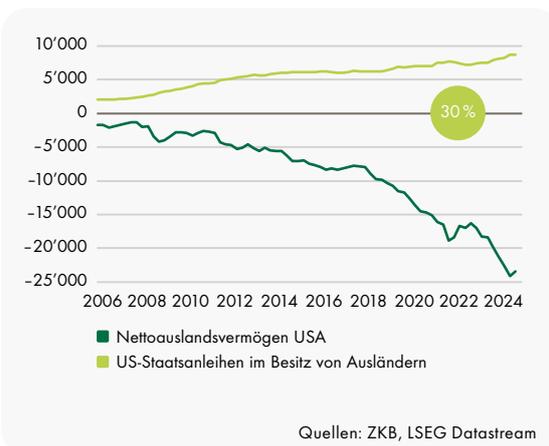


TRUMPONOMICS BEDROHT DIE GLOBALE WIRTSCHAFTS-SYMBIOSE

Die USA brüskieren mit harscher Zollpolitik, signalisieren aber Verhandlungsbereitschaft. Donald Trump hat die kühne Vorstellung, dass ausländische Handelspartner für die zu lasche US-Fiskaldisziplin herhalten sollen. Neben institutionellen Hürden gibt es auch rein ökonomische Gegebenheiten, welche die Machbarkeit der forschenden wirtschaftspolitischen Veränderungen von «Trumponomics» relativieren. Hierbei übernehmen die Finanzmärkte eine Aufsichtsfunktion.

Grafik 1

Internationale Nettoinvestitionsposition der USA und Auslandsschulden, in Mrd. USD



In seiner ersten Amtszeit hat Donald Trump die Entwicklung der Aktienkurse als Gradmesser für seinen politischen Erfolg herangezogen. Heute stehen für die Anleger die Anleiherenditen im Vordergrund – und das aus gutem Grund. Seit Trumps Amtsantritt wirken die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen als eine Art Fieberthermometer für die US-Wirtschaftspolitik. Sie steigen zusammen mit den Inflationserwartungen und fallen, wenn die US-Regierung eine Senkung der Fiskalausgaben ankündigt und die Konjunktursorgen zunehmen. Die Volatilität der Obligationenrenditen widerspiegelt einerseits die Unsicherheit der Anleger und ist andererseits als Signal der Investoren (Gläubiger) an die US-Regierung (Schuldner) zu verstehen. In den USA verschlingt die Bedienung der Schulden fast ein Fünftel der Staatseinnahmen. Steigende Renditen erhöhen die Zinslast und schränken den Handlungsspielraum der Regierung ein. Dabei ist nicht nur das Verhalten inländischer Investoren massgebend, denn 30% der ausstehenden US-Staatsanleihen werden von ausländischen Anlegern gehalten und das Nettoauslandsvermögen der USA ist negativ (Grafik 1). Hohe Renditen belasten auch den Privatsektor der US-Wirtschaft. Sie verteuern nicht nur die Hypotheken für die US-Bevölkerung, sondern auch die Kapital- und Investitionskosten. Die neue US-Regierung handelt zwar aus einer Position der realwirtschaftlichen Stärke, aber die fiskalpolitische Position lässt zu wünschen übrig. Das schränkt den Handlungsspielraum ein und erschwert das Errei-

chen ambitionärer wirtschaftspolitischer Ziele: weniger Inflation, weniger Schulden, weniger Steuern, weniger Abhängigkeit vom Ausland, dafür aber mehr Wirtschaftswachstum.

Wirtschaftspolitische Zielerreichung setzt moderate Renditen voraus

Die USA wollen die Staatsverschuldung stabilisieren und gleichzeitig das Wachstum ankurbeln, die Zölle erhöhen, die Steuern und die Inflation senken. Um das zu erreichen, braucht Finanzminister Scott Bessent tiefere Zinsen. Da er den Leitzins der US-Notenbank (Fed) nicht beeinflussen kann und diese im aktuellen Umfeld die Zinsen vorerst nicht senken wird, will Bessent Einfluss auf die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen nehmen. Diese dienen als Massstab für die Zinsen von Hypotheken und Kapitalkosten für realwirtschaftliche Investitionen und Finanzmarktanlagen. Das Ziel sind logischerweise tiefere Renditen, denn diese entlasten die Kosten- und kurbeln Investitionen an.

Finanzministerium will Renditen steuern

Das ist jedoch einfacher gesagt als getan. Schliesslich wird die Rendite von Staatsanleihen an den Finanzmärkten durch Angebot und Nachfrage gebildet. Die Renditen von Staatsanleihen sinken und steigen je nach Nachfrage. Scott Bessent als oberster Säckelmeister muss entweder die Attraktivität von US-Schulden für Investoren erhöhen oder die Kreditaufnahme des Staates und damit das Anleihenangebot verringern – kein leichtes Unterfangen. Reduziert das Finanzministerium das Angebot an Staatsanleihen, gibt der Staat weniger aus und widerspricht dem Ziel, die Wirtschaft unmittelbar anzukurbeln. Eine höhere Fiskaldisziplin wird von Anlegern in Staatsanleihen grundsätzlich positiv aufgenommen, sodass die Renditen sinken. Doch die Nachfrage nach Staatsanleihen wird von Wirtschafts- und Inflationsdaten sowie geldpolitischen Signalen der Notenbank bestimmt. Diese kann das Finanzministerium nicht steuern. Hinzu kommt, dass Staatsanleihen erst dann vermehrt nachgefragt werden, wenn Anleger wegen schwächerer Konjunkturerwartungen Zuflucht in sichereren Anlagen suchen. Renditen zu senken und gleichzeitig die Konjunkturdynamik anzukurbeln ist in etwa gleich schwer wie das «Soft Landing» des Fed. Es ist machbar, braucht aber Geduld, Disziplin und kurzfristige Wachstumseinbussen.

DOGE sorgt für Fiskaldisziplin

Die offensichtlichste Möglichkeit der US-Regierung, die Renditen von Staatsanleihen zu beeinflussen, besteht darin, Investoren davon zu überzeugen, dass sie das Haushaltsdefizit reduzieren kann, ohne die Wirtschaft zu schädigen. Dazu hat sie zwei Möglichkeiten: Sie kann entweder die Staatseinnahmen erhöhen und/oder die Staatsausgaben senken. Für Letzteres wurde mit dem DOGE (Department of Government Efficiency) unter der Leitung des Tech-Moguls Elon Musk eine eigene Behörde gegründet. Weniger Ausgaben und ein schlanker Staat werden von Anlegern grundsätzlich positiv aufgenommen, sodass die Renditen zurückgehen. Dadurch sinkt auch die Zinslast bestehender Schulden, und ceteris paribus verringert sich das Haushaltsdefizit, womit die Nettoneuverschuldung ebenfalls abnimmt.

Deregulierung schafft Zuversicht

Das Zurückfahren staatlicher Auflagen soll die direkten Bürokratiekosten senken und gleichzeitig die Hemmnisse bei wirtschaftlichen Aktivitäten reduzieren, was letztendlich den Privatsektor beflügeln wird. Diese Massnahmen erhöhen also das Wirtschaftswachstum nicht unmittelbar, stützen jedoch den Investitionskanal und steigern mittel- bis langfristig die Produktivität.

Der Staat verschuldet sich nur kurzfristig

Schulden verschwinden nicht von heute auf morgen. Und weil das Haushaltsbudget immer noch defizitär ist, müssen sich die USA weiterhin verschulden. Deshalb sorgt das Finanzministerium dafür, dass vorwiegend Schatzanweisungen (Treasury Bills) mit einer Laufzeit von einem Jahr oder weniger statt längerfristiger Schuldverschreibungen ausgegeben werden. Damit werden Anleihen mit Laufzeiten von 2 bis 30 Jahren (Treasury Notes und Treasury Bonds) verknappt, und die Renditen für langlaufende Anleihen sinken. Bereits unter Bessents Vorgängerin Janet Yellen haben die USA damit begonnen, ihre Staatsschulden in Richtung kurzfristiger Anleihen mit einer Laufzeit von drei Jahren oder weniger umzuschichten. Der aktuelle Finanzminister hatte dies damals scharf kritisiert. Seiner Meinung nach diene diese Massnahme dazu, die längerfristigen Renditen niedrig zu halten und die Wirtschaft vor den Wahlen anzukurbeln. Nun hat er selbst diesen Kurs eingeschlagen. An-

fang Februar kündigte das US-Finanzministerium an, dass die USA ihre Staatsanleihen «mindestens für einige Quartale» in der gleichen Weise wie zuletzt emittieren werden.

Zölle machen einen Strich durch die Rechnung

Scott Bessents Mission ist auch ohne politische Störfaktoren schwierig genug. Dabei schadet die erratische Aussenhandelspolitik von Präsident Trump mehr, als sie nützt. Das erklärte Ziel, die heimische Wirtschaft mit Zöllen zu schützen bzw. mit Steuersenkungen zu bevorzugen, erhöht den Inflationsdruck und bremst das Wachstum. Dass Protektionismus ökonomisch nicht zielführend ist, zeigt die Geschichte. In den 1930er-Jahren führte die protektionistische US-Wirtschaftspolitik («Smoot-Hawley Act») zusammen mit den Vergeltungsmassnahmen der Handelspartner zu einer wirtschaftlichen Depression in den USA, zur grössten Weltwirtschaftskrise und zu einer neuen Weltordnung. Protektionismus droht also, die Bemühungen des Finanzministers und des DOGE sowie die wachstumsfördernden Effekte der Deregulierungen komplett zu untergraben. Hinzu kommt, dass die USA neben einer neuen Ordnung im Welthandel auch eine neue geopolitische Weltordnung anstreben. Das Vorankommen von Verhandlungen ist auch deshalb kompliziert, weil die Aussenhandelspolitik mit der Sicherheitspolitik vermischt wird. Wie weit ist die US-Regierung also bereit, die eigene Wirtschaft zu schwächen, um die Zollgelüste ihres Präsidenten zufriedenzustellen? Ökonomisch und nüchtern betrachtet kann Washingtons Vorgehen nur als Drohgebärde zur Erlangung von Handelszuständigkeiten gewertet werden.

US-Notenbank behält bisher die Nerven

In diesem Umfeld gestaltet sich die Interpretation der Renditebewegungen als schwierig. Sowohl ein Anstieg als auch ein Rückgang lassen sich negativ interpretieren. Renditen steigen wegen des Inflationsdrucks und sinken, weil sich die Konjunkturerwartungen eintrüben. Nach stark erhöhter Volatilität zu Jahresbeginn 2025 haben sich die Renditen auf stabilerem und tieferem Niveau eingependelt. Das liegt auch an der Standhaftigkeit des Fed. Die Trump-Administration wünscht sich zwar tiefere Zinsen. Eine Zinssenkung würde sich aber in Verbindung mit Vollbeschäftigung, hartnäckiger Inflation und

protektionistischen Massnahmen als Bumerang für die US-Wirtschaft erweisen. Die Renditen könnten infolge höherer Inflationserwartungen sogar wieder stark steigen. Nichts tun ist daher die beste Option für das Fed. Entsprechend wohlwollend haben die Märkte auf den letzten Entscheid reagiert, die Zinsen unverändert zu belassen.

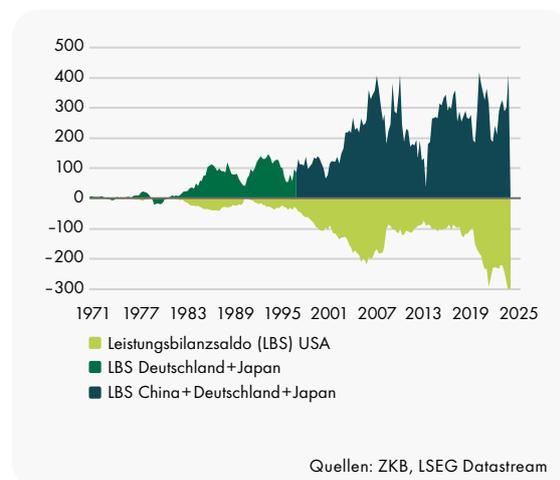
Die USA, ihre Handelspartner und der US-Dollar

Finanzminister Bessent muss bei seinem Taktieren um die Renditeentwicklung noch weitere Variablen berücksichtigen: das Ausland und den US-Dollar. Die USA haben nicht nur ein Handelsbilanzdefizit, sondern auch ein strukturelles Leistungsbilanzdefizit, das seit den 1980er-Jahren mit dem Überschuss der anderen grossen Binnenmärkte wie China und der Eurozone einhergeht (Grafik 2). Ein strukturelles Leistungsbilanzdefizit entspricht einem Nettokapitalzufluss aus dem Ausland oder einer Nettoauslandsverschuldung und stellt damit ausländische Ansprüche an die zukünftige US-Produktion dar. Solange ausländisches Kapital für Investitionen in der US-Wirtschaft verwendet wird, ist ein Leistungsbilanzdefizit unproblematisch, da es den Kapitalstock und die Produktivität der USA erhöht. Die US-Dollar-Nachfrage bleibt hoch, die Währung aber trotz tendenzieller Überbewertung stabil. Dafür kann sich das Ausland über eine höhere Rentabilität seiner Sparüberschüsse freuen. Wegen der Innovationskraft und der hohen Produktivität sowie der stabilen Währung der USA ist das Ausland bereit, die US-Defizite mitzufinanzieren und Staatsschulden zu kaufen. Damit diese wirtschaftliche Symbiose auch in Zukunft funktioniert, darf das Vertrauen in die US-Wirtschaft, die Institutionen, den Finanzmarkt und den US-Dollar nicht erschüttert werden. Moderate Renditen sind in diesem Zusammenhang ebenfalls wichtig. Sie dürfen nicht zu hoch sein, sonst fliesst viel Kapital in unproduktive Staatsanleihen. Sie dürfen aber auch nicht zu tief liegen, denn ein sehr schwacher Greenback als Booster für die US-Exporte ist genauso wenig zielführend wie eine protektionistische Wirtschaftspolitik. Anfang der 1980er-Jahre liessen extrem hohe US-Renditen die US-Währung stark aufwerten. Ein mit dem Ausland koordinierter Plan zur Abwertung des US-Dollar, der «Plaza

Accord» von 1985, führte allerdings nicht zum erhofften Handelsdefizitabbau. Dennoch gewinnt das Thema der kompetitiven Abwertung des US-Dollar unter dem Begriff «Mar-a-Lago-Accord» wieder an Aktualität.

Grafik 2

Leistungsbilanzdefizit der USA und Überschüsse ausgewählter Nationen, in Mrd. USD, Quartalszahlen



Quellen: ZKB, LSEG Datastream

Nur mehr Fiskaldisziplin ist zielführend

Die USA müssen ihre Finanzen in den Griff bekommen. Dafür brauchen sie tiefere oder stabilere Renditen. Je mehr sie sich darum bemühen, das Ausland dafür bezahlen zu lassen, desto mehr muss der Staat eingreifen und desto riskanter wird das Unterfangen. Eine konstruktive Rückführung der Defizite ist möglich, wenn die Konsolidierung der Staatsfinanzen durch angebotsseitige wirtschaftspolitische Massnahmen wie eine massvolle Deregulierung oder einen effizienteren Staatsapparat flankiert wird. Dies stimuliert die Investitionstätigkeit des privaten Sektors und die Produktivität. Steuersenkungen oder eine interventionistische Dollarabwertung sind nicht zwingend erforderlich. Mitte der 1990er-Jahre gelang es der US-Regierung unter Bill Clinton trotz Steuererhöhungen, hoher Renditen und einer anhaltenden, aber massvollen Dollaraufwertung, das Wachstum anzukurbeln und das Haushaltsdefizit in einen Überschuss zu verwandeln. Dabei arbeitete sie allerdings eng mit ihren Handelspartnern zusammen.

WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

Das politische Umfeld hat sich im März stark verändert. Während die erratische US-Politik mit hoher Unsicherheit und Abwärtsrisiken für die Wirtschaft verbunden ist, sorgt der fiskalpolitische Paradigmenwechsel in Europa für Hoffnung.

Chaotische US-Handelspolitik drückt auf die Stimmung

In den vergangenen Wochen ist immer deutlicher geworden, dass die neue US-Regierung unter Präsident Trump einen grundlegenden Umbau der globalen Handels- und Sicherheitsordnung anstrebt. Ausserdem vollzieht sie in Windeseile weitreichende Einschnitte in der öffentlichen Verwaltung. Vor allem die Handelspolitik hinterlässt bis jetzt einen chaotischen Eindruck ohne klare Ziele. Damit sorgt sie bei den Unternehmen für hohe Unsicherheit, was ihre Planung stark erschwert und die Investitionstätigkeit bremst. Dazu kommt, dass die US-Konsumenten inzwischen wesentlich pessimistischer in die Zukunft blicken und mit einer anhaltend hohen Inflation rechnen. Die US-Regierung nimmt die aufkommenden stagflationären Risiken nach eigenen Aussagen in Kauf, was gegen eine plötzliche Kehrtwende spricht, zumal für Anfang April zusätzliche Strafzölle in Aussicht gestellt worden sind. Wir haben unsere Wachstumsprognose für die US-Wirtschaft für dieses Jahr deshalb von 2.2 % auf 1.9 % reduziert und gleichzeitig die Inflationsprognose auf 3 % angehoben.

Fiskalpolitischer Paradigmenwechsel in Europa

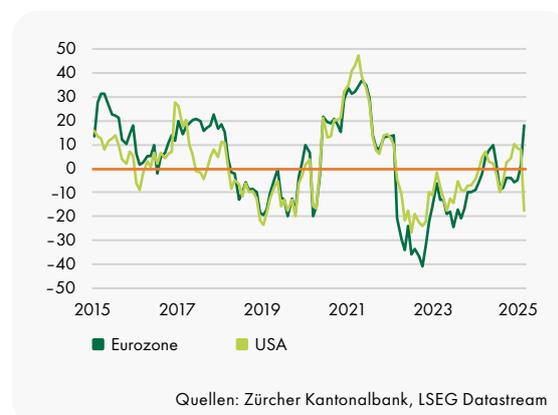
Als Reaktion auf den Kurswechsel der USA gegenüber der Ukraine und Russland sind die europäischen Länder im vergangenen Monat deutlich näher zusammengedrückt. Aufgrund der veränderten geopolitischen Lage sollen die Rüstungsausgaben stark steigen. Die Europäische Kommission hat im März das Programm «ReArm Europe» vorgestellt. Es hat ein Volumen von EUR 800 Mrd., was rund 4 % des BIP der EU entspricht.

Dieses sieht einerseits Kredite für die gemeinsame Beschaffung von Rüstungsgütern vor. Andererseits sollen zusätzliche Verteidigungsausgaben künftig von den europäischen Fiskalregeln ausgeklammert werden. Von noch grösserer Bedeutung ist die markante Erhöhung der Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben in Deutschland. Nach jahrelanger fiskalpolitischer Zurückhaltung und mangelnden öffentlichen Investitionen stellt dies eine abrupte und bedeutende Kehrtwende dar. Allein das «Sondervermögen» für die Infrastruktur sieht zusätzliche staatliche Investitionen in der Höhe von EUR 500 Mrd. bzw. 12 % des BIP vor. Bei den Verteidigungsausgaben ist mit einer Erhöhung in ähnlichem Ausmass zu rechnen.

Grafik 1

Markanter Stimmungsumschwung

Sentix-Konjunkturerwartungen auf sechs Monate



Stimmungsumschwung auf beiden Seiten des Atlantiks

Vor allem die Investitionen in die Infrastruktur dürften mittelfristig dringend benötigte Wachstumsimpulse für die Wirtschaft liefern. Euphorie kommt deswegen aber nicht auf, zumal die langen Planungs- und Genehmigungsverfahren sowie der Fachkräftemangel im Bausektor wichtige Hürden darstellen. Darüber hinaus ist die

europäische Wirtschaft von neuen US-Strafzöllen betroffen. Die tiefgreifenden politischen Veränderungen auf beiden Seiten des Atlantiks haben bei den Anlegern bereits zu einem starken Stimmungsumschwung geführt. Während sich der Ausblick für die US-Wirtschaft deutlich eingetrübt hat, hat sich jener für Europa substantiell aufgehellt (Grafik 1). Es ist zu erwarten, dass sich die Konjunkturdaten in den kommenden Monaten in eine ähnliche Richtung entwickeln werden wie die Stimmungsindikatoren.

April, April

Der April dürfte – gut oder schlecht – zumindest mehr Klarheit im Zollstreit bringen, und die erste Schätzung des US-BIP für das 1. Quartal wird zeigen, wie stark sich der sich ausweitende Handelskonflikt auf die Gesamtwirtschaft auswirkt. Die US-Regierung zeigt jedenfalls eine gewisse Bereitschaft, Wachstumseinbußen in Kauf zu nehmen, um ihre handels- und fiskalpolitischen Ziele zu erreichen. Während beide Ziele isoliert betrachtet trivial sind, stellt die Verflechtung eine enorme Herausforderung dar, vor allem, weil die US-Regierung erwartet, dass ihre Handelspartner für die Anpassungen aufkommen. Wer bereit ist, absichtlich unattraktiv gestaltete US-Anlagen zu kaufen, bleibt von der «Zollkeule» verschont.

Die Mär der schwachen Leitwährung

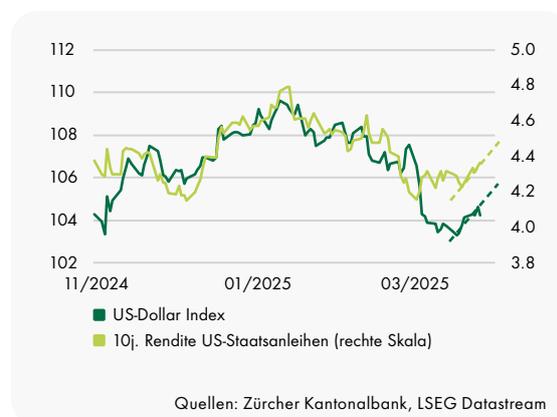
Die Idee und die Argumente sind nicht neu. Da der US-Dollar die wichtigste Reservewährung der Welt ist, sind die USA gezwungen, Schulden zu machen, um die globale US-Dollar-Nachfrage zu befriedigen. Deshalb ist der US-Haushalt chronisch defizitär und der US-Dollar permanent überbewertet. Deswegen importiert die US-Wirtschaft lieber, als selbst zu produzieren, und US-Exporte sind wegen des starken US-Dollar nicht wettbewerbsfähig. Importzölle sollen nun die Nachfrage nach US-Produkten erhöhen. Wer weniger Zölle zahlen will, muss langfristige US-Staatsanleihen mit künstlich niedrigen Renditen kaufen oder gegen eine Gebühr erwerben.

Damit will das US-Finanzministerium die auslaufenden Schulden refinanzieren und sich langfristig günstig verschulden – eine Umschuldung. Das Problem ist, dass sich die Preise für Anleihen und für den US-Dollar nach wie vor am Kapitalmarkt durch Angebot und Nachfrage bilden. Die Zollpolitik führt derzeit dazu, dass die Renditen von US-Staatsanleihen wieder steigen und der US-Dollar wieder stärker wird (Grafik 2). Um diesen Effekt wieder rückgängig zu machen, bedarf es eines Abkommens mit dem Ausland. Doch nach den Erfahrungen mit dem Plaza-Abkommen von 1985, das der japanischen Wirtschaft enormen Schaden zugefügt hat, wird die Bereitschaft der US-Handelspartner verhalten sein.

Grafik 2

Renditen und USD steigen mit dem Zolldruck

Effektiver US-Dollar-Index und US-Treasury-Renditen



ANLAGEPOLITIK

Schwankungsanfälligkeit durch Fiskalpolitik

An den Obligationenmärkten bestehen Risiken, die sich mit der steigenden Verschuldung in Deutschland, der inflationären Zollpolitik in den USA und den damit verbundenen Währungsschwankungen aufgebaut haben. Attraktive Renditen, die die Kursrisiken kompensieren, finden sich in Australien und Grossbritannien. In Japan sehen wir vor allem Währungschancen durch die restriktivere Geldpolitik der Bank of Japan (BoJ). In Kanada ist das Renditeniveau bereits stark gefallen und die Währungsrisiken haben sich durch den Handelskonflikt mit den USA erhöht. Insgesamt schätzen wir die Chancen auf Kursgewinne im aktuell stabilen konjunkturellen Umfeld an den Aktienmärkten höher ein als an den Obligationenmärkten. Insbesondere im Vergleich zum Tiefzinsumfeld am CHF-Obligationenmarkt erachten wir die erwartete Gewinnrendite am Schweizer Aktienmarkt als attraktiv.

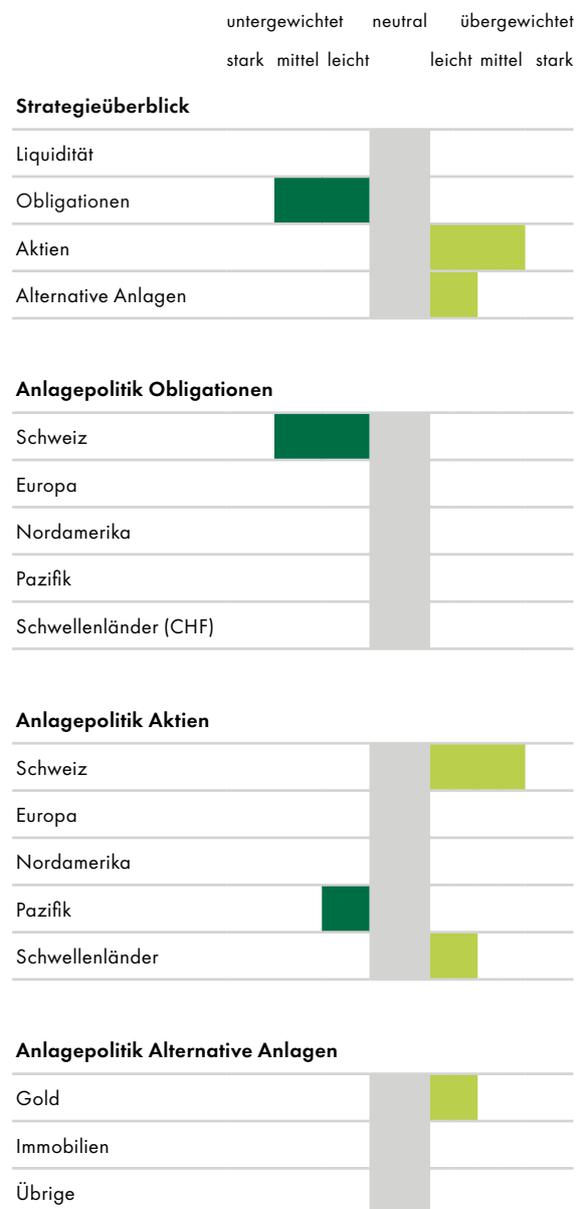
Gewinne in der Schweiz und den Schwellenländern

Schweizer Aktien bleiben attraktiv. Im Zuge der letzten Berichtssaison sind die Gewinnaussichten der Schwergewichte optimistischer geworden. Nachdem das Gewinnwachstum des Schweizer Aktienmarktes in den letzten zwei Jahren teilweise deutlich hinter dem Weltindex zurückgeblieben ist, hat es in den letzten Wochen an Dynamik gewonnen und liegt seit Mitte Januar sogar über dem Weltindex. Auch in den Schwellenländern nimmt die Gewinndynamik weiter zu. Dagegen dürfte der starke Yen die Gewinnaussichten japanischer Unternehmen eintrüben. Wir rechnen daher mit einer Korrektur der Analystenschätzungen.

Nachfrage beim Gold nimmt zu

Das Angebot von Gold, das sich aus Minenproduktion und Recycling zusammensetzt, dürfte auch dieses Jahr stabil bleiben. So entscheidet vor allem die Nachfragedynamik über die weitere Preisentwicklung. Die strukturelle Nachfrage nach Gold bleibt hoch, insbesondere von Seiten der Zentralbanken. Der Wettbewerb unter den Nachfragern dürfte sich in diesem Jahr verschärfen, da auch Finanzmarktinvestoren ihre

Bestände in Goldfonds (ETF) wieder beträchtlich aufstocken, nachdem in Asien dieser Trend schon letztes Jahr eingesetzt hat. Aufgrund weiterer Zinssenkungen der bedeutenden Notenbanken, die die Opportunitätskosten von Gold reduzieren, und der erratischen Handelspolitik der US-Regierung rechnen wir mit einem anhaltenden Kaufinteresse.



SCHULDENBREMSE: SIND ANPASSUNGEN UNUMGÄSSLICH?

Die Schuldenbremse, sowohl in der Schweiz als auch in Deutschland, hat sich als fiskalische Erfolgsgeschichte etabliert. Angesichts der anhaltenden gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Herausforderungen stellt sich jedoch die Frage, ob die bestehenden Mechanismen ausreichen oder angepasst werden sollten.

Wer hat's erfunden?

In den 1990er-Jahren drohte die Staatsverschuldung in der Schweiz aus dem Ruder zu laufen. Im Jahr 2001 beschloss die Schweiz daher die Einführung einer Schuldenbremse, die in einer Volksabstimmung mit 85% Ja-Stimmen angenommen wurde. Dieses Instrument soll die nominale Staatsverschuldung langfristig stabilisieren und ermöglicht eine antizyklische Finanzpolitik. Das bedeutet, dass in wirtschaftlich schwierigen Zeiten Defizite erlaubt sind, während in konjunkturell guten Zeiten Überschüsse erzielt werden müssen. Auf diese Weise werden die jährlichen Staatsausgaben an die Höhe der erwarteten Einnahmen angepasst. In ausserordentlichen, nicht steuerbaren Situationen – wie etwa der Corona-Pandemie – erlaubt das Gesetz ausserordentliche Ausgaben. Die Schweizer Schuldenbremse war Vorbild für Deutschland, wo sie 2009 im Zuge der Finanzkrise beschlossen und 2011 eingeführt wurde. Die deutsche Schuldenbremse enthält ebenfalls eine antizyklische Komponente, erlaubt aber im Unterschied zur Schweiz auch in wirtschaftlich normalen Zeiten eine staatliche Nettokreditaufnahme von 0,35% des BIP pro Jahr und ist damit etwas weniger restriktiv als die Schweizer Variante.

Schuldenbremse ist eine Erfolgsgeschichte ...

Seit der Einführung der Schuldenbremse gelten die Schweiz und Deutschland als fiskalische Vorbilder in Europa. Beide Länder weisen mit 25 Prozent (Schweiz) und 63 Prozent (Deutschland) eine der niedrigsten Staatsverschuldungen in Europa auf – eine Entwicklung, die auch die Wirksamkeit der Schuldenbremse widerspiegelt (Grafiken 1 und 2). Studien belegen, dass die Schuldenbremse in beiden Ländern einen wesentlichen Beitrag zum Abbau der Staatsverschuldung geleistet hat.

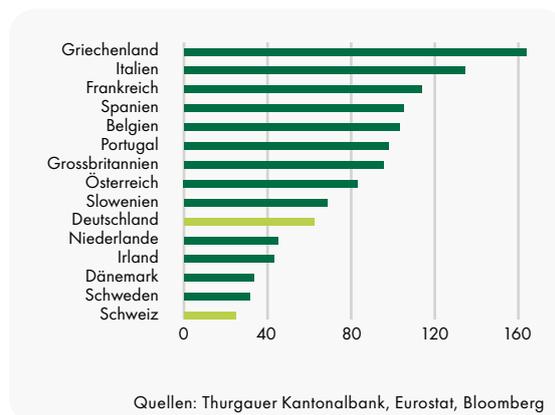
... aber kein Allheilmittel

Bei der Finanzpolitik wird zwischen konsumtiven und investiven Ausgaben unterschieden.

Ein Schuldenanstieg durch übermässigen Staatskonsum gilt als wenig nachhaltig, während schuldenfinanzierte Investitionen zukünftiges Wirtschaftswachstum fördern und die Neuverschuldung rechtfertigen können. Was theoretisch plausibel ist, ist in der Praxis jedoch schwer umsetzbar. Auch die Schuldenbremse bietet hierfür keine Lösung. Sie wurde eingeführt, um zu verhindern, dass politische Anreize ohne fiskalische Regeln zu übermässiger Staatsverschuldung führen, macht jedoch keine Vorgaben zur Höhe der Staatsausgaben oder deren Priorisierung.

Grafik 1

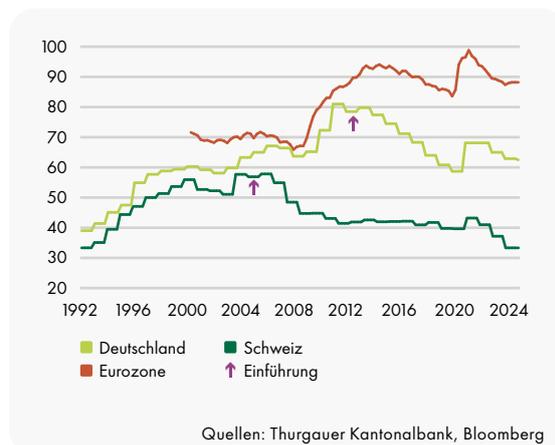
Staatsverschuldung ausgewählter Länder Europas



Grafik 2

Die Schuldenbremse tut, was sie soll

Staatsverschuldung in % des BIP



Ein weiterer Kritikpunkt ist, dass die Schuldenbremse keine Lösung für die Finanzierung von langfristig notwendigen Investitionen liefert. Auch wenn sich der Staat im Allgemeinen auf stabile Finanzen konzentriert, wird die Notwendigkeit, etwa in Infrastruktur, Bildung oder Forschung zu investieren, zunehmend als zentraler Bestandteil einer nachhaltigen Fiskalpolitik betrachtet.

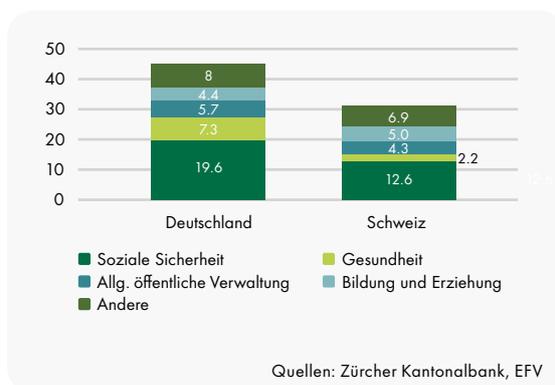
Die beiden Länder im Vergleich

Obwohl Deutschland und die Schweiz im Hinblick auf die Schuldenbremse ähnliche fiskalische Ziele verfolgen, unterscheiden sich die beiden Länder in Bezug auf ihre Ausgabenstrukturen (vgl. Grafik 3). Deutschland hat eine vergleichsweise hohe Staatsquote, was sich in höheren Ausgaben für soziale Sicherheit und Gesundheitsversorgung widerspiegelt. Ein erheblicher Teil der Ausgaben wird dabei für die Rentenversicherung aufgewendet, die mit rund einem Viertel des deutschen Haushalts die grösste Belastung darstellt. In der Schweiz sind die Ausgaben für Gesundheit und Altersvorsorge ebenfalls hoch, doch ein grösserer Teil der Finanzierung erfolgt privat. Dieser Unterschied hat Auswirkungen auf die Staatsverschuldung: Während die Schweiz in der Regel mit einer geringeren Verschuldung auskommt, entstehen in Deutschland aufgrund der höheren Sozialausgaben deutlich grössere fiskalische Belastungen.

Grafik 3

Staatsausgaben: Unterschiedliche Ausmasse, gleiche Herausforderungen

Staatsausgaben nach Bereich in % des BIP



Demografie, Klima und Verteidigung

Beide Länder stehen vor ähnlichen demografischen Herausforderungen. Aufgrund der alternden Bevölkerung wird die Finanzierung der Renten- und Gesundheitsversorgung zunehmend problematisch. Hinzu kommen steigende finanzielle Anforderungen im Bereich der Klimapolitik und der nationalen Verteidigung. Diese Ausgaben beanspruchen einen steigenden Anteil der öffentlichen Mittel, was andere Ausgabenbereiche verdrängt. Daher wird die Schuldenbremse zunehmend hinterfragt. In Deutschland ist die Debatte weiter fortgeschritten, doch auch in der Schweiz wächst der Reformdruck.

Optimale Schuldenquote als politische Frage

In der politischen Diskussion wird das Argument vorgebracht, die Schuldenbremse zu lockern, um das schwache Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Höhere Schulden seien verkraftbar. Die Gegenseite fürchtet jedoch eine Rückkehr zu strukturellen Defiziten und steigenden Staatsschulden. Sie argumentiert, dass das Geld nicht für Zinszahlungen, sondern für wachstumsfördernde Investitionen genutzt werden sollte. Was gilt nun? Gibt es eine optimale Staatsschuldenquote? Diese zeigt die Staatsschulden in % des BIP. Eine eindeutige wissenschaftliche Antwort gibt es nicht, obwohl in Untersuchungen versucht wurde, ein solches Optimum zu ermitteln. Die ideale Verschuldung hängt von Faktoren wie dem wirtschaftlichen Umfeld, der Währungs- und Fiskalpolitik sowie der Glaubwürdigkeit des Staates an den Finanzmärkten ab. Welche Staatsverschuldung angemessen ist, ist letztlich eine politische Frage, die von Land zu Land variiert.

Pro und Contra einer niedrigen Schuldenquote

Argumente für eine niedrige Verschuldung liegen vor allem in der langfristigen Tragfähigkeit öffentlicher Finanzen. Hohe Zinszahlungen können wichtige Investitionen wie Bildung, Infrastruktur oder soziale Sicherheit verdrängen oder bremsen. Bei hoher Schuldenquote besteht zudem die Gefahr der fiskalischen Dominanz. Die Notenbank könnte ihre unabhängige Geldpolitik verlieren, da sie die Auswirkungen ihrer Zinsentscheidungen auf die Finanzen berücksichtigt

muss und so von ihrer Kernaufgabe, der Preisstabilität, abweichen könnte. Die Folge wären ein Vertrauensverlust an den Finanzmärkten und steigende Risikoprämien. Für eine höhere Schuldenquote hingegen spricht die Wachstumsperspektive. Öffentliche Schulden sind zudem ein wichtiges Element funktionierender Finanzmärkte, da Staatsanleihen solider Länder als Anker für viele Anlagen dienen. Überspitzt formuliert: Ohne Staatsschulden gäbe es keinen risikofreien Zinssatz, was orientierungslose Finanzmärkte zur Folge hätte.

Null Schulden versus implizite Schulden

Ein Szenario ohne Staatsschulden wirkt realitätsfremd. Die Schweizer Schuldenbremse verlangt stabile nominelle Schulden. Bei positivem Wirtschaftswachstum sinkt die Schuldenquote allmählich. Zudem verlangt das Gesetz, Überschüsse für den Schuldenabbau zu verwenden. In den letzten Jahren wurden Einnahmen häufig unterschätzt oder Ausgaben überschätzt, oft durch nicht voll ausgeschöpfte Voranschlagskredite. So wurden die Schulden über Gebühr abgebaut und könnten weiterhin sinken. Dabei gilt es zu beachten, dass jeder Franken für Schuldentrückzahlung nicht für andere Staatsleistungen zur Verfügung steht bzw. nicht vom Steuerzahler eingetrieben werden müsste. Eine Lockerung der Schuldenbremse sollte zumindest diskutiert werden. Befürworter der strengen Schuldenbremse führen die impliziten Staatsschulden ins Feld – zukünftige Verpflichtungen oder politische Zusagen, die nicht in der offiziellen Schuldenstatistik erscheinen, insbesondere aus Rentenansprüchen und künftigen Gesundheitskosten. Diese entstehen vor allem aufgrund demografischer Entwicklungen. Wegen der alternden Bevölkerung und steigender Sozialausgaben sind in vielen Industriestaaten die impliziten Schulden höher als die offiziellen. Nur mit einer strengen Auslegung der Schuldenbremse gelinge es, zukünftige Generationen nicht über die Massen zu belasten.

Aktuelle Reformen und Perspektiven

Die im März 2025 in Deutschland beschlossene Schuldenbremse-Reform markiert einen Paradigmenwechsel: Durch Sondervermögen von 500 Mrd. Euro für Infrastruktur und Verteidi-

gung sowie Grundgesetzänderungen (Verteidigungsausgaben über 1% des BIP dürfen künftig vollständig kreditfinanziert werden) schafft Deutschland erstmals dauerhafte Ausnahmeregelungen. Zudem können Bundesländer nun strukturell 0.35 % des BIP verschulden – ein Bruch mit der bisherigen Null-Neuverschuldungspflicht auf Länderebene. Diese gezielte Flexibilisierung, welche Investitionen in Sicherheit, Klimaschutz und Modernisierung ermöglicht, kann als strategische «Aufweichung» ohne formale Abschaffung der Schuldenbremse interpretiert werden. Während Deutschland so einen dualen Ansatz (strikte Kernhaushaltsregeln + Sonderschulden für Transformationsprojekte) etabliert, hält die Schweiz an ihrer unveränderten Schuldenbremse fest. Die deutsche Reform könnte jedoch als Blaupause für künftige Debatten über fiskalische Flexibilität dienen – insbesondere bei steigendem Druck durch Demografie, Sicherheitsrisiken und Klimakosten.

Fazit: «Kosmetische Anpassungen» denkbar

Die Diskussion über die Ausgestaltung der Finanzpolitik wird uns auch in der Zukunft in Deutschland und der Schweiz begleiten. Es gibt keine wissenschaftlich fundierte Antwort auf die richtige Ausgaben- und Einnahmenpolitik. Die Höhe der Staats- und Schuldenquote muss stets im politischen und wirtschaftlichen Kontext betrachtet werden. Mehrheitsfähig dürfte die Sicht sein, dass Schulden vorrangig für produktive Zwecke genutzt werden und die Rückzahlungsfähigkeit des Staates gewährleistet bleibt. Kosmetische Anpassungen an der Schuldenbremse, sowohl in der Schweiz als auch in Deutschland, sind aus ökonomischer und finanzpolitischer Sicht sinnvoll. Ihre zeitnahe Implementierung wäre daher wünschenswert.

Rechtlicher Hinweis

Diese Publikation dient ausschliesslich Werbezwecken. Sie ersetzt nicht die persönliche anlegergerechte Beratung vor einem Anlage- oder Investitionsentscheid. Alle Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt und stammen aus Quellen, die von der TKB als verlässlich betrachtet werden. Für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität wird dennoch keine Gewähr übernommen. Informationen und Meinungen können jederzeit und ohne vorgängige Ankündigung ändern. Informationen zu Kurs- oder Preisentwicklungen sind historische Daten und kein Garant für eine positive Entwicklung in der Zukunft. Die TKB haftet nicht für allfällige Verluste oder direkte und indirekte Schäden, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich. Die Publikation stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Sie ist nicht das Resultat einer objektiven und unabhängigen Finanzanalyse und kein Prospekt gemäss Artikel 652a bzw. 1156 Obligationenrecht oder Artikel 27 ff. des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange AG. Basisinformationen und Prospekte zu den Finanzanlageprodukten sind bei den Beraterinnen und Beratern der TKB erhältlich. Die Publikation richtet sich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbietet.

HAUPTSITZ

8570 Weinfelden, Bankplatz 1

GESCHÄFTSSTELLEN

8355 Aadorf, Morgentalstrasse 4
9556 Affeltrangen, Hauptstrasse 2
8595 Altnau, Bahnhofstrasse 1
8580 Amriswil, Rütistrasse 8
9320 Arbon, St. Gallerstrasse 19
8572 Berg, Hauptstrasse 49
9220 Bischofszell, Bahnhofstrasse 3
8575 Bürglen, Istighoferstrasse 1
8253 Diessenhofen, Bahnhofstrasse 25
8586 Erlen, Poststrasse 8
8272 Ermatingen, Hauptstrasse 121
8264 Eschenz, Hauptstrasse 88
8360 Eschlikon, Bahnhofstrasse 61
8500 Frauenfeld, Rheinstrasse 17
9326 Horn, Am Bahnhofplatz 2
8546 Islikon, Bahndammstrasse 2
8280 Kreuzlingen, Hauptstrasse 39
Seepark, Bleichstrasse 15
8555 Müllheim, Frauenfelderstrasse 2
9542 Münchwilen, Im Zentrum 2
9315 Neukirch-Egnach, Bahnhofstrasse 79
9532 Rickenbach b. Wil, Toggenburgerstrasse 40
8590 Romanshorn, Hubzelg
8370 Sirmach, Frauenfelderstrasse 5
8266 Steckborn, Seestrasse 132
8583 Sulgen, Bahnhofstrasse 1
8274 Tägerwilen, Hauptstrasse 89
9545 Wängi, Dorfstrasse 6
8570 Weinfelden, Bankplatz 1

Postsendungen an die Geschäftsstellen
bitte mit «Postfach» ergänzen. Danke.