



AIP MONITOR 03/2025

DEN PULS DER MÄRKTE SPÜREN

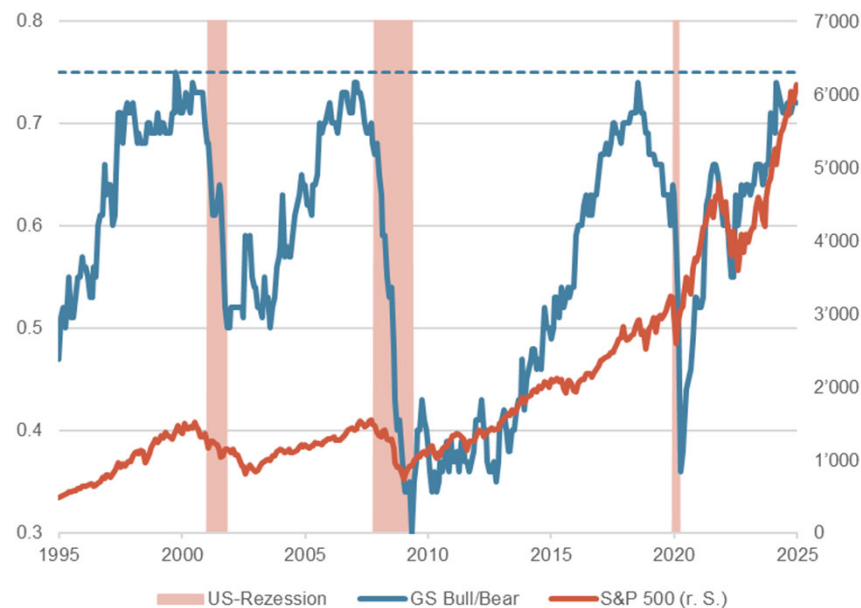
AIP AMBASSADOR
INVESTMENT
PARTNER

Executive Summary

- Der Bull/Bear-Indikator von Goldman Sachs nähert sich historischen Höchstständen und mahnt zur Vorsicht.
- Die US-Wirtschaft wächst mit 2.5% etwas langsamer, während die Inflation durch einen stabilen Arbeitsmarkt und robusten Konsum wieder leicht steigt.
- Neben Basiseffekten treiben Arbeitskräftemangel, steigende Nahrungsmittel- und Energiepreise sowie die rohstoffintensive Energiewende die Preise an.
- Am 14. März droht in den USA erneut das Erreichen der Schuldenobergrenze.
- In Europa dürften die Notenbanken ihre Geldpolitik weiter lockern, die Fed nochmals pausieren und BOJ ihren Zinserhöhungskurs fortsetzen.

- Die Obligationenmärkte bewegen sich seitwärts, die Renditen sind weitestgehend unverändert.
- Die Aktienmärkte befinden sich in Feierstimmung und setzen neue Rekorde. Die Wallstreet feiert das neue «goldene Zeitalter».
- Der US-Dollar konsolidiert nach dem starken Anstieg.
- Der Goldpreis erreicht neue Höchststände gegenüber allen Währungen. Wir bleiben konstruktiv für das gelbe Metall.

Goldman Sachs Bull/Bear Markt-Indikator vs. S&P 500 (30 Jahre)



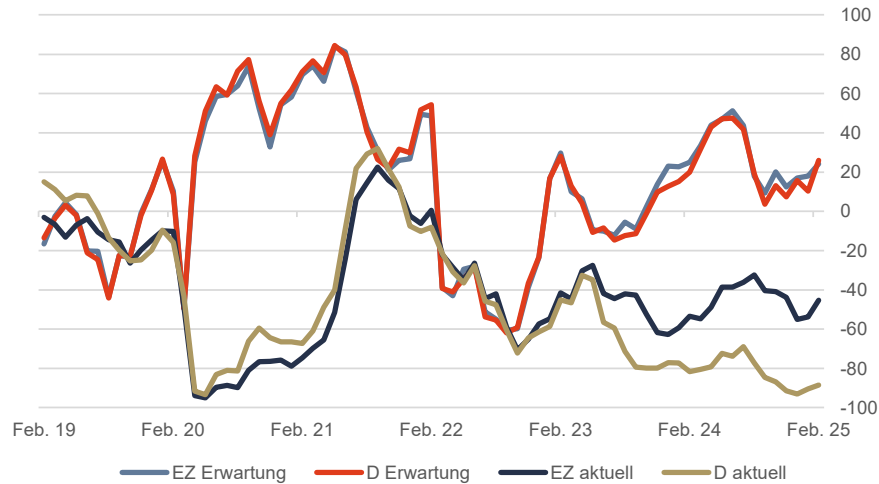
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Bull/Bear von Goldman Sachs mit Warnsignal

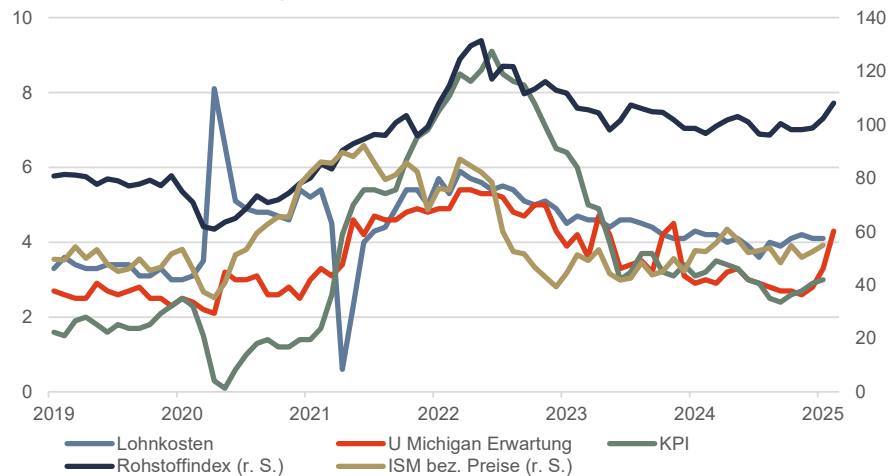
- Der Bull/Bear-Indikator von GS basiert auf wirtschaftlichen, marktbezogenen und technischen Faktoren.
- Aktuell treiben ihn eine hohe Aktienbewertung (CAPE Shiller KGV), eine steile Zinskurve, ein solides verarbeitendes Gewerbe, hohe private Ausgaben, eine wieder steigende Kerninflation und die niedrige Arbeitslosenquote.
- Mit 73 % liegt der Indikator nahe seinem historischen Höchststand von 75 % – ein Niveau, das in der Vergangenheit oft eine bevorstehende Aktienmarktkorrektur signalisiert hat. Allerdings dient er nicht als exaktes Timing-Instrument, sondern als mittelfristiger Stimmungsindikator. Werte in diesem Bereich waren in den letzten 30 Jahren häufig Vorboten einer Rezession.
- Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 liegt mit 26,5x über dem Durchschnitt, aber noch unter den historischen Wendepunkten von 30-34x.
- Analysten erwarten laut Factset ein Gewinnwachstum von 13 %, was die Bewertungssituation etwas entschärft.
- Der Indikator untermauert jedoch unsere Prognose erhöhter Volatilität im laufenden Jahr.

Konjunktur

ZEW-Konjunkturindikatoren Eurozone (EZ) und Deutschland (D) (6 Jahre)



Inflation USA: Erwartungswert und Einflussfaktoren (6 Jahre)



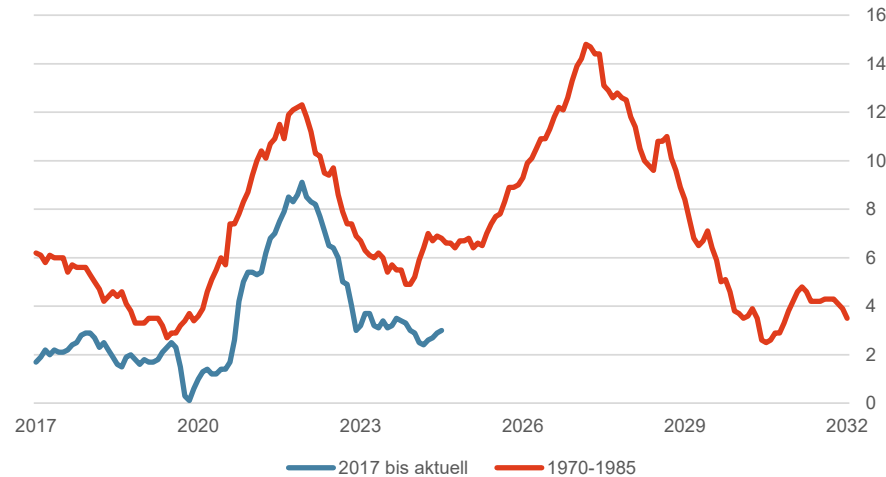
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Wirtschaftsfreundlicher Machtwechsel in Deutschland?

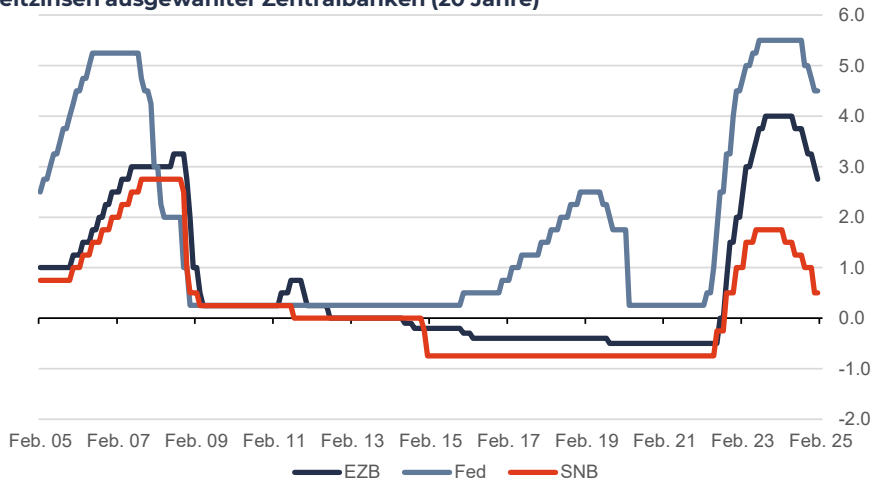
- Die US-Wirtschaft wächst im vierten Quartal mit +2,5 % etwas langsamer, bleibt aber auf solidem Niveau. Während der Dienstleistungssektor an Dynamik verliert und damit den Preisdruck dämpft, stützen der Arbeitsmarkt und die robuste Konsumentenstimmung weiterhin die Inflation.
- In Europa verdichten sich die Anzeichen einer konjunkturellen Belebung. Die Stimmung bei den Einkaufsmanagern des verarbeitenden Gewerbes erholt sich bereits seit 2023 und so zeigt auch das Wirtschaftswachstum der Region eine freundliche Tendenz. Das Wachstum der Eurozone konnte sich über der Nulllinie auffangen und erholt sich im Schlussquartal 2024 auf +0.9%.
- Zwar schrumpfte die deutsche Wirtschaft im vierten Quartal um -0.4% und befindet sich zumindest gefühlt seit zwei Jahren in einer milden Rezession. Dennoch sind positive Impulse zu verzeichnen, wie beispielsweise die Konjunkturindikatoren des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) manifestieren, die sich entsprechend auch in der Eurozone verbessern.
- Die wirtschaftliche Stimmungsaufhellung in Deutschland wird mit einer wirtschaftsfreundlicheren Politik in Verbindung gebracht. Zudem könnte der Druck der Trump-Administration die EU politisch enger zusammenrücken lassen.
- In der Schweiz zeigen Stimmungsindikatoren erste positive Signale, doch die expansiven Massnahmen der SNB haben noch nicht auf die Realwirtschaft durchgeschlagen. Das Bruttoinlandprodukt wächst im vierten Quartal auf Jahresbasis voraussichtlich um 1.6%.
- Der Datenkranz in Japan fällt mehrheitlich positiv aus und deutet auf ein robustes Wachstum hin, das auch vom privaten Konsum getragen wird. Allerdings bleibt auch die preistreibende Wirkung nicht aus.
- Schliesslich droht in den USA am 14. März erneut das Erreichen der Schuldenobergrenze. Wie die Trump-Administration mit dieser Situation umgehen wird und welche Auswirkungen auf die Volkswirtschaft sie bereit sein wird, in Kauf zu nehmen, bleibt abzuwarten. Die Aufhebung der Schuldengrenze für die Amtszeit von Donald Trump steht im Raum, was aber nicht ohne Auswirkungen auf Wirtschaftswachstum und Zinsumfeld bleiben würde.

Geldpolitik

Inflation USA: 1970 bis 1985 vs. 2017 bis aktuell



Leitzinsen ausgewählter Zentralbanken (20 Jahre)



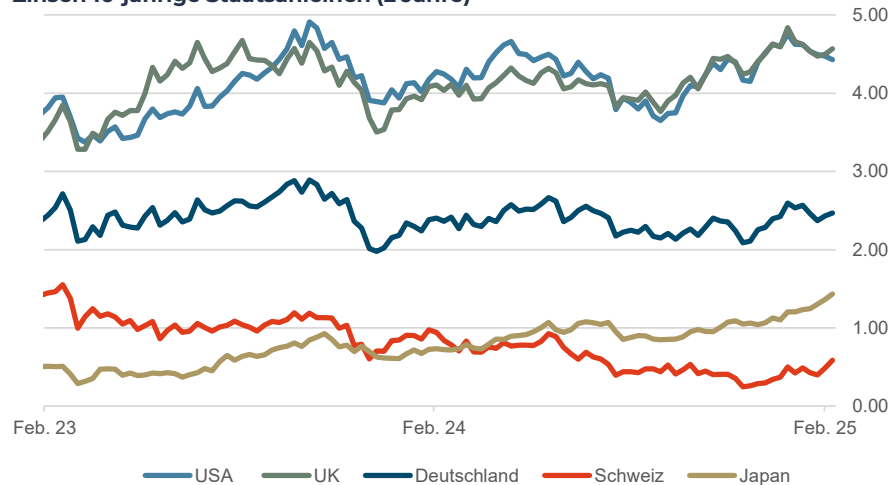
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Die „vorübergehende“ Inflation lässt weitere Zinssenkungen zu

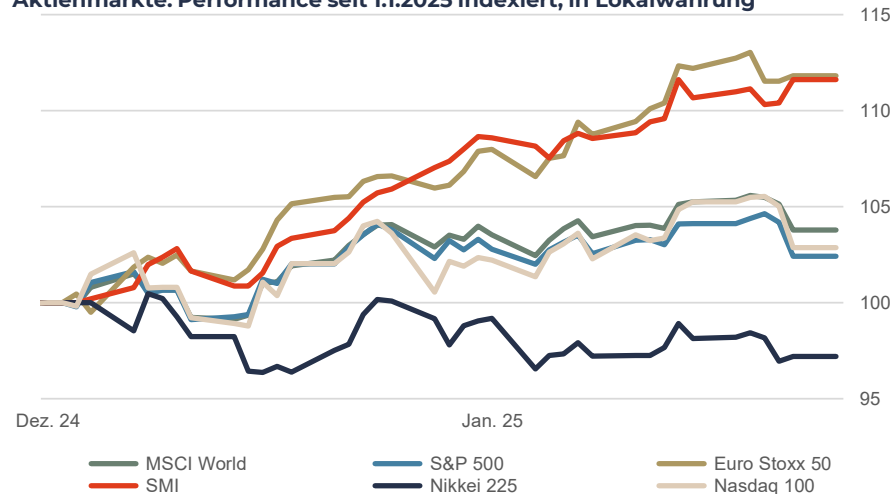
- Die Inflation zieht erneut an, teils aufgrund von Basiseffekten. Doch auch der anhaltende Arbeitskräftemangel, steigende Nahrungsmittelpreise und die robuste Dienstleistungsnachfrage treiben die Teuerung weiter an.
- In Europa verschärft sich die Lage zusätzlich durch sinkende Erdgasreserven in Deutschland nach den Wintermonaten. Dies hat die Preise steigen lassen und führt dazu, dass selbst Sommer-Futures über den aktuellen Kursen notieren. Eine Entspannung der Energiepreise und damit der Inflation bleibt daher vorerst aus.
- Die hochgesteckten Ziele aus der Energiewende sowie die Aufrüstungsinitiative in Europa sind sowohl rohstoff- als auch personalintensiv und wirken somit auf beiden Faktoren preistreibend. Die Hoffnung der meisten Analysten und Notenbanker auf einen nur temporären Inflationsschub dürfte unter dieser Prämisse wie schon 2021 enttäuscht werden. Das 1970er-Jahre-Szenario einer zweiten Inflationswelle hat aufgrund steigender Inflationsdaten aus unterschiedlichen Regionen sowie durch vorlaufende Indikatoren, die einen neuerlichen Preisschub prognostizieren, weiterhin Gültigkeit.
- Da viele Expertengruppen kurzfristig eine rückläufige Inflation erwarten, ist von einer weiteren geldpolitischen Lockerung durch die Notenbanken auszugehen. Dies gilt insbesondere für die europäischen Zentralbanken, da das Wirtschaftswachstum unter dem Potenzial bleibt und zusätzliche Impulse benötigt.
- Trotz des öffentlichen Drucks von Donald Trump auf die Fed, die Leitzinsen zu senken, wird in den USA kurzfristig keine Zinssenkung erwartet – möglicherweise gerade zur demonstrativen Wahrung der politischen Unabhängigkeit. Zudem lassen das stabile Wachstum, die anhaltende Inflation und der robuste Arbeitsmarkt keinen Spielraum für eine Lockerung.
- In Japan setzt die Bank of Japan ihre geldpolitische Straffung angesichts des starken Anstiegs der Renditen 10-jähriger Staatsanleihen gegen 1,5 % fort. Die beschleunigte Wirtschaftsdynamik und der Inflationsdruck rechtfertigen einen weiteren Zinsschritt. Bis Jahresende wird ein Anstieg der Leitzinsen um 0,25 Prozentpunkte erwartet.
- Für die Fed und die SNB werden bis Jahresende Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte prognostiziert, für die EZB um 75 Basispunkte und für die Bank of England um 50 Basispunkte.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen (2 Jahre)



Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2025 indexiert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen: Fortsetzung der Konsolidierung

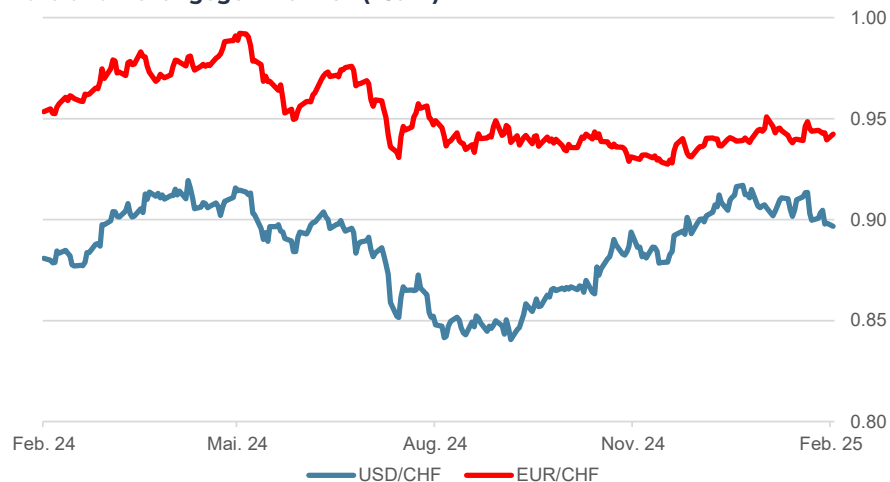
- Aktuell liegen die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen in den USA bei 4.5%, in Deutschland bei 2.5% und in der Schweiz bei 0.6%. Der befürchtete Renditeanstieg in Folge der angekündigten Massnahmen der Administration Trump ist (noch) nicht eingetreten. Unter Ökonomen ist es allerdings unbestritten, dass mehr oder weniger willkürlich erhobene Zölle inflationär wirken müssten, da sie eine Form von Steuern darstellen und somit Produkte und Dienstleistungen für den Endverbraucher verteuern.
- Das Thema der steigenden Staatsverschuldung betrifft alle, vor allem aber die europäischen Staaten, wo voraussichtlich stark steigende Rüstungsausgaben die Staatskassen belasten werden. Es wird interessant sein zu beobachten, wie sich die Zentralbanken im Spannungsfeld von Unterstützung der Wirtschaft, Minimierung des Schuldendienstes, Kontrolle der Inflation und Steuerung der Anleihenmärkte verhalten werden.
- Wir erachten die Anlageklasse generell als nur moderat interessant und würden bei Investitionsbedarf Papiere mit hoher Bonität («Investment Grade» und Staatsanleihen) und höchstens mittlerer Duration bevorzugen.

Aktien: Rekordlaune

- Die Aktienmärkte befinden sich in Feierstimmung. Nach einer grösstenteils ohne negative Überraschungen verlaufenen Berichtssaison kommt jetzt noch die «Friedensinitiative» für die Ukraine als positiver Faktor hinzu. Die Wallstreet sieht sich bestätigt in ihrer Erwartung eines neuen «goldenen Zeitalters» unter der Führung Trumps, mit gutem Wachstum in den USA und als Motor der globalen Wirtschaft.
- Dieser Optimismus angelsächsischer Investoren hat nun auch die europäischen Märkte erreicht. Hochfliegende Pläne von einem Marshall-Plan für die Ukraine werden herumgereicht und befeuern die Fantasie für die europäischen Märkte. Zudem sieht man, entgegen der Fundamentaldaten, Aufwertungspotential im Euro.
- Konjunkturell tut sich aber weiterhin nicht viel in Kerneuropa, einzig Spanien und Italien stehen etwas besser da. Politisch besteht in einigen europäischen Ländern angesichts fehlender Mehrheitsverhältnisse eine anhaltende Patt-Situation. Umso erstaunlicher ist die Entwicklung an den Aktienmärkten.
- Für den weiteren Verlauf der Aktienmärkte bleiben wir verhalten positiv, schliessen aber eine Konsolidierung im Laufe des Quartals nicht aus. Die Gewinnwachstumserwartungen sind hoch, ebenso der Optimismus. Es ist daher mit mehr Volatilität auf Einzeltitelebene zu rechnen – insbesondere dann, wenn diese Erwartungen nicht erfüllt werden.

Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

Euro und Dollar gegen Franken (1 Jahr)



Gold und Silber in \$ pro Unze (2 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

6 AIP – Monitor 03/2025

Währungen: US-Dollar konsolidiert

- Nach dem Aufschwung im vierten Quartal 2024 hat der US-Dollar nun eine Verschnaufpause eingelegt und bewegt sich seit Jahresbeginn im Wesentlichen seitwärts. Die Zinsdifferenzen und auch die unterschiedlichen Zentralbankpolitiken zwischen US-Dollar und den wichtigsten Währungen sind unseres Erachtens hinlänglich in den Kursen eingearbeitet. Einzig zum chinesischen Yuan sehen wir Überraschungspotential: hier besteht weiterer Spielraum für eine Aufwertung des USD. Für eine weitergehende Interpretation auf Grund der Massnahmen der neuen US-Administration ist es zu früh.
- Der EUR/CHF-Wechselkurs notiert seit einigen Monaten um 0.94. Sollte es in Europa zu weiteren Unwägbarkeiten kommen, z.B. aufgrund politischer Umwälzungen, wird dies die Nachfrage nach Schweizer Franken erneut befeuern, zumal der Spielraum für Zinssenkungen durch die SNB beschränkt ist. Ein erneutes Abtauchen in CHF-Negativzinsen erwarten wir nur im äussersten Notfall.

Gold: erneuter Aufschwung

- Der Preis für eine Unze Gold hat sich erneut nach oben bewegt und mit USD 2950.- pro Unze einen neuen Höchststand gesetzt. Der Kilopreis gegen CHF liegt bei knapp 85'000.-, auch dies ist eine Rekordmarke. Der Preisaufschwung im Gold ist gegenüber allen Währungen festzustellen.
- Langfristig ist der wohl wichtigste Treiber für den Goldpreis die stetig steigende Verschuldung auf allen Ebenen der Staaten. Aber auch die weiter zunehmende fiskalische Lockerung verschiedener Staaten wirkt inflationär. Insgesamt bedeutet all dies eine schleichende Entwertung der Währungen und treibt somit die Nachfrage nach Realwerten wie beispielsweise Gold.
- Darüber hinaus spielt die von deutlich mehr Unsicherheit geprägte geopolitische Lage eine wesentliche Rolle als Kurstreiber für Gold. In unsicheren Zeiten suchen Investoren traditionell nach sicheren Häfen. Edelmetalle erfüllen diese Funktion.
- Wir halten deshalb an Gold als wichtigen strategischen Portfoliobaustein fest. Eine Bewegung über die „psychologische“ Marke von USD 3'000 ist in Griffnähe.

AIP AMBASSADOR
INVESTMENT
PARTNER

Disclaimer

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen und der in diesem Dokument enthaltenen Informationen garantieren. Sämtliche Informationen werden ohne Mängelgewähr und ohne ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherungen oder Gewährleistungen zur Verfügung gestellt. Diese Informationen und Ansichten begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Sie dienen einzig Informations- und Werbezwecken. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Anlageberater zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit persönliche Anlageziele, finanzielle Situation, individuelle Bedürfnisse und Risikoprofil sowie weitere Informationen im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können. Soweit gesetzlich zulässig schliessen wir jede Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aus, einschliesslich entgangenen Gewinns, die aufgrund der publizierten Informationen entstehen.