

AIP MONITOR 04/2025

DEN PULS DER MÄRKTE SPÜREN



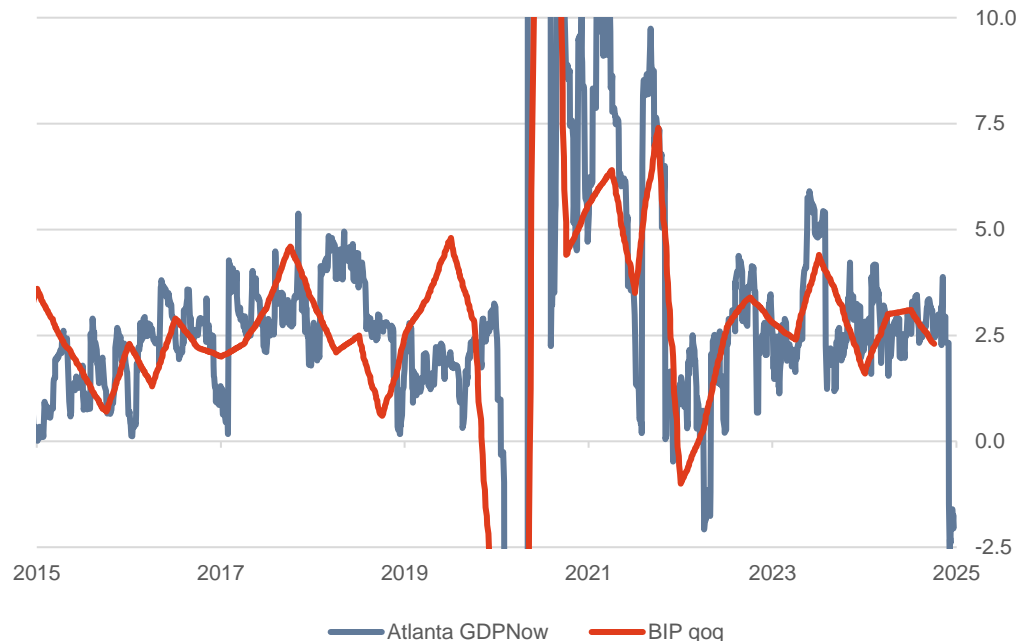
AIP AMBASSADOR
INVESTMENT
PARTNER

Executive Summary

- Das Prognose-Modell der Fed von Atlanta verzeichnet einen deutlichen Rückgang des US-Bruttoinlandproduktes für das erste Quartal. Das Modell unterliegt aber einer hohen Schwankungsanfälligkeit und ist durch einige Sondereffekte geprägt.
- Auch wir haben unseren Erwartungen hinsichtlich des US-Wirtschaftswachstums reduziert.
- Deutschland lockert die Schuldenbremse für Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben. Dies verbessert die Erwartungen für die ganze Region.
- Die Inflation ist rückläufig, bleibt aber in den meisten Volkswirtschaften über dem angestrebten 2%-Ziel.
- Politische Veränderungen könnten inflationsfördernd wirken.

- Bei den Staatsanleihen ist eine divergente Entwicklung sichtbar: US-Renditen sinken, in den europäischen Märkten sind sie angestiegen. Da die Schulden in Deutschland steigen werden, verlangen Anleger eine höhere Rendite.
- Die Feierstimmung an den US-Aktienmärkten ist jäh zu Ende gekommen und hat Verunsicherung Platz gemacht. Europäische Märkte haussieren.
- Der US-Dollar bewegt sich wieder leicht rückläufig.
- Der Goldpreis erreicht neue Höchststände gegenüber allen Währungen. Wir bleiben konstruktiv für das gelbe Metall.

Atlanta GDPNow-Modell vs. US-BIP-Wachstum (10 Jahre)



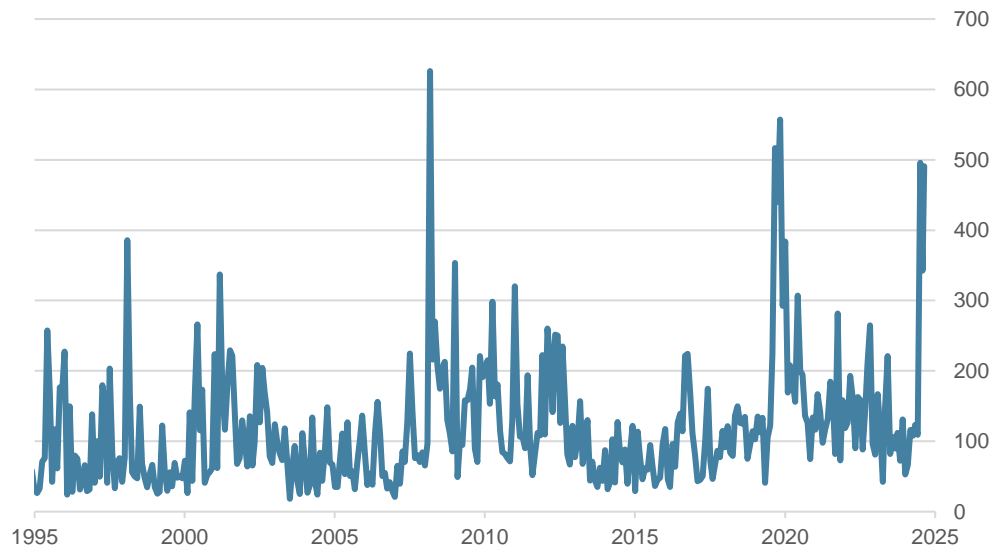
Atlanta GDPNow-Modell

- Die Federal Reserve Bank of Atlanta hat ein Modell entwickelt, das eine Schätzung des aktuellen Wachstums ermöglicht.
- Seit Anfang März prognostiziert das GDPNow-Modell erstmals seit Juni 2022 eine wirtschaftliche Kontraktion. Da das Modell das aktuelle Quartal betrachtet, ist die Korrelation zum quartalsweisen Wachstum des amerikanischen Bruttoinlandproduktes historisch recht zuverlässig.
- Das Modell basiert auf wirtschaftlichen Daten, die regelmässig publiziert werden und fortlaufend ins Modell einfließen. Dazu gehören beispielsweise der private Konsum, die Staatsausgaben, die Industrieproduktion, Einzelhandelsumsätze oder die Handelsbilanz.
- Gemäss der aktuellsten Schätzung vom 18. März prognostiziert das Modell für das erste Quartal 2025 einen Rückgang um -1.8%. Insbesondere das rekordhohe Handelsbilanzdefizit von -131.4 Mrd. US-Dollar im Januar schlägt massiv negativ zu Buche. Dieses wurde aber massgeblich durch die ungewöhnliche Zunahme der Goldimporte beeinträchtigt und durch Unternehmen, die durch vorgezogene Importe den drohenden Zöllen zuvorkommen wollten.
- Im Hinblick auf die BIP-Entwicklung für das erste Quartal geht es weniger um die Magnitude als vielmehr um die Richtung und die ist nach unten.
- Eine Schwäche des Modelles ist allerdings die hohe Schwankungsanfälligkeit auf neue Daten.

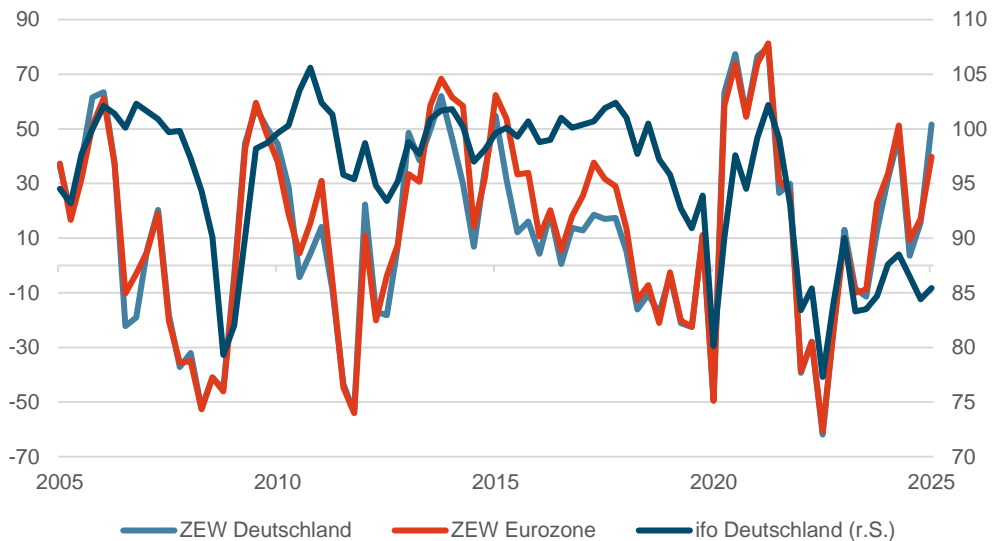
Quelle: Bloomberg Finance L.P., massive Ausschläge von 2020/21 sind ausgeblendet

Konjunktur

Wirtschaftspolitische Unsicherheit in den USA (30 Jahre)



ZEW- und ifo-Erwartungen (20 Jahre)



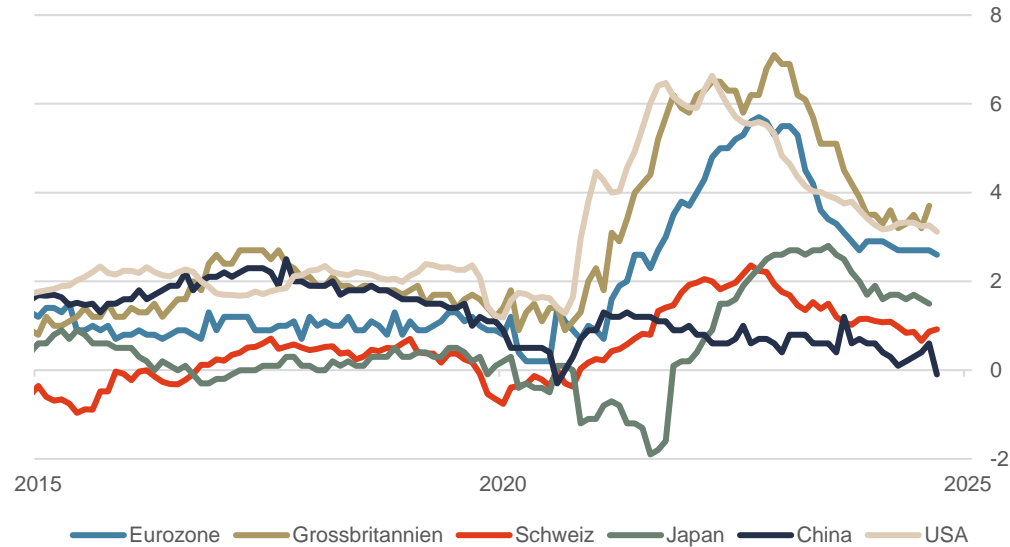
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Politische Unsicherheit belastet den Ausblick

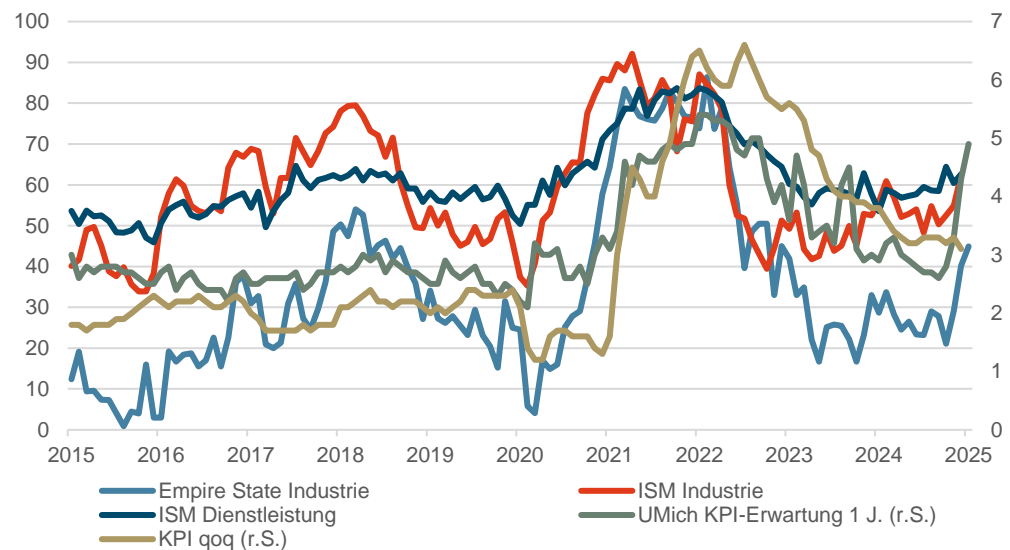
- Trotz der hohen Unsicherheit befindet sich die US-Wirtschaft weiterhin in einer guten Verfassung. Das Bruttoinlandprodukt (BIP) ist im vierten Quartal um 2.3% gewachsen. Die US-Notenbank Fed senkte jüngst ihre Wachstumsprognose auf 1.7%, womit der erhöhten Unsicherheit Rechnung getragen wird.
- Die neue Regierung strebt bedeutende politische Änderungen in vier verschiedenen Bereichen an: Handel, Migration, Steuern und Regulierung. Jüngste Umfragen unter den Haushalten und den Unternehmen deuten auf eine erhöhte Unsicherheit hinsichtlich der wirtschaftlichen Aussichten hin. Es bleibt abzuwarten, wie sich dies auf die künftigen Konsumausgaben und Investitionen auswirken wird.
- Die Arbeitsmarktbedingungen haben sich normalisiert, bleiben aber solide. Durch das Effizienzsteigerungsprogramm von Elon Musk steigt aber die Zahl der Entlassenen und auch private Unternehmen tragen zum Anstieg bei. Die Erhebung von Challenger, Gray & Christmas zu den angekündigten Stellenkürzungen ist im Februar von knapp 50'000 auf über 172'000 angestiegen und hat sich damit mehr als verdreifacht. Auch im Vergleich zur Vorjahresperiode bedeutet dies eine Verdoppelung. In der Pandemie wurden letztmals solch hohe Werte verzeichnet. Die Arbeitslosenquote steigt derzeit leicht auf 4.1% an.
- Der Deutsche Bundestag und der Bundesrat haben der Lockerung der Schuldenbremse für Verteidigungsausgaben und der Einrichtung eines Sondervermögens in der Höhe von 500 Mrd. Euro für Infrastrukturinvestitionen zugestimmt. Dieses Finanzpaket steht in der Eurozone aber nicht alleine da.
- Die zusätzlichen Ausgaben und die Hoffnung auf eine stabilere, wirtschaftsfreundlichere deutsche Regierung hellen den wirtschaftlichen Ausblick auf und erhöhen die Sicherheit und Stabilität in Europa. Die zahlreichen Voten deutscher Politiker – inklusive Friedrich Merz – beteuern einen investiven, verantwortungsbewussten, zielgerichteten und wirkungsvollen Einsatz der zusätzlichen Mittel.
- Auch für die Schweiz wird erwartet, dass das vom KOF erhobene Stimmungsbarometer wieder steigen soll.
- Die makroökonomischen Projektionen für Europa und die Schweiz weisen für die kommenden zwei Jahre also eine positive Wachstumstendenz auf, während die Prognose für die USA eine Abschwächung signalisiert.

Geldpolitik

Kerninflation Jahresveränderung in % (10 Jahre)



Vorlaufende Indikatoren Preisentwicklung vs. Konsumentenpreisindex in %



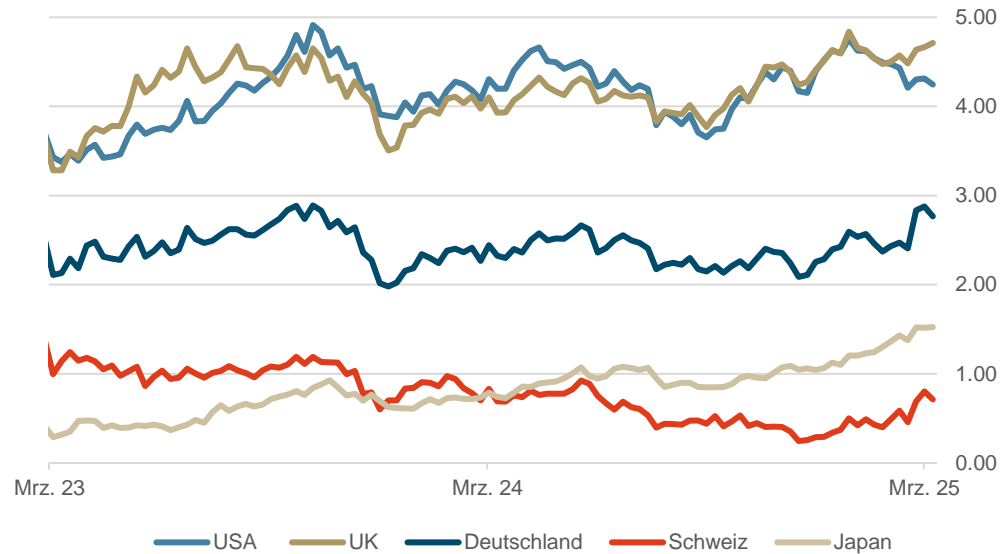
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Die „vorübergehende“ Inflation lässt weitere Zinssenkungen zu

- In den USA – wie auch in einigen anderen Ländern – befindet sich die Inflation weiterhin im Sinkflug, nähert sich aber der langfristigen Zielgrösse von 2% an. Bis 2027 erwartet die US-Notenbank, dass die 2%-Zielmarke erreicht wird.
- Wir erwarten, dass die Inflation auch in den kommenden Monaten deutlich über dem 2%-Ziel verweilen wird. Zahlreiche vorlaufende Indikatoren deuten auf einen teils deutlichen Inflationsschub hin. Die Konsumentenpreise reagieren üblicherweise mit einem zeitlichen Verzug auf diese Frühindikatoren.
- Die aktuell noch fallenden Inflationsszahlen erlauben es jedoch den Notenbanken, ihre Geldpolitik im Jahresverlauf weiter zu lockern.
- Die Fed belässt ihren Leitzins wie erwartet und bis auf weiteres bei 4.25 bis 4.50%. Positiv überrascht wurde der Markt aber vom Entscheid, die Anleiherückkäufe ab April von 25 Mrd. US-Dollar auf 5 Mrd. US-Dollar zu senken.
- Die neue Regierung strebt bedeutende politische Veränderungen an und erhöht die Unsicherheit hinsichtlich der wirtschaftlichen Aussichten. Es gilt konkrete Entwicklungen vom Hintergrundgeräusch zu trennen. Dabei signalisiert die Fed, es nicht eilig zu haben, um auf Änderungen zu reagieren. In der zweiten Jahreshälfte werden Zinssenkungen von bis zu 75 Basispunkten eingepreist.
- Insbesondere die Auswirkungen der angekündigten reziproken Strafzölle stehen im Fokus der Notenbanker.
- Die SNB hat ihren Leitzins zum fünften Mal in Folge gesenkt – um 25 Basispunkte auf 0.25%. Sie reagiert damit auf ein schwaches Wirtschaftswachstum und eine sehr tiefe Inflation von 0.3% sowie einen starken Schweizer Franken. Dieser Schritt wurde weitestgehend vom Markt erwartet. Ein weiterer Zinsschritt wird vorerst nicht mehr antizipiert.
- Die britische Notenbank belies ihren Leitzins unverändert bei 4.50% und warnte vor Inflationsrisiken, die auf externe Faktoren, wie Strafzölle zurückzuführen sind. Angesichts der anhaltenden wirtschaftlichen Flaute sind aber schrittweise Zinssenkungen bis Jahresultimo möglich.
- Für die Sitzung der Europäischen Zentralbank (EZB) vom 17. April gehen die Marktteilnehmer von einer Lockerung der Geldpolitik um 0.25 Prozentpunkte aus. Ein weiterer Schritt wird bis Ende Jahr erwartet.
- Von der Bank of Japan wird erwartet, dass sie ihre Geldpolitik weiter strafft.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

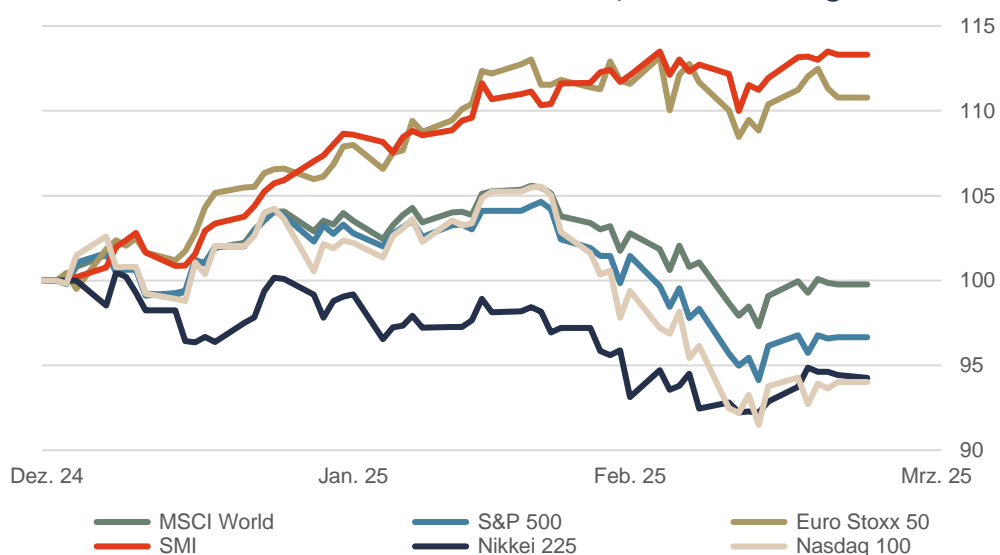
Zinsen 10-jährige Staatsanleihen (2 Jahre)



Anleihen: Volatilität auf erhöhtem Niveau

- Aktuell liegen die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen in den USA bei 4.3%, in Deutschland bei 2.8% und in der Schweiz bei 0.6%. Der befürchtete US-Renditeanstieg in Folge der angekündigten Massnahmen der Administration Trump ist (noch) nicht eingetreten. Ganz im Gegenteil: die Nervosität an den Aktienmärkten (US-Rezession?) hat die US-Renditen jüngst sinken lassen.
- Die Verschlechterung des Konsumentenvertrauens in den USA und Aussagen von Politikern, welche auf eine «forcierte Rezession» hindeuten, sind auch in den Kreditaufschlägen erkennbar – allerdings haben die Aufschläge historisch gesehen bis dato nur leicht angezogen.
- In Europa zeigt sich ein anderes Bild: die Renditen haben aufgrund der Bekanntgabe neuer, schuldenfinanzierter Fiskalprogramme (Rüstung, Infrastruktur) deutlich angezogen.
- Wir erachten die Anlageklasse weiterhin als nur moderat interessant und würden bei Investitionsbedarf Papiere mit hoher Bonität («Investment Grade» und Staatsanleihen) und höchstens mittlerer Duration bevorzugen.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2025 indexiert, in Lokalwährung



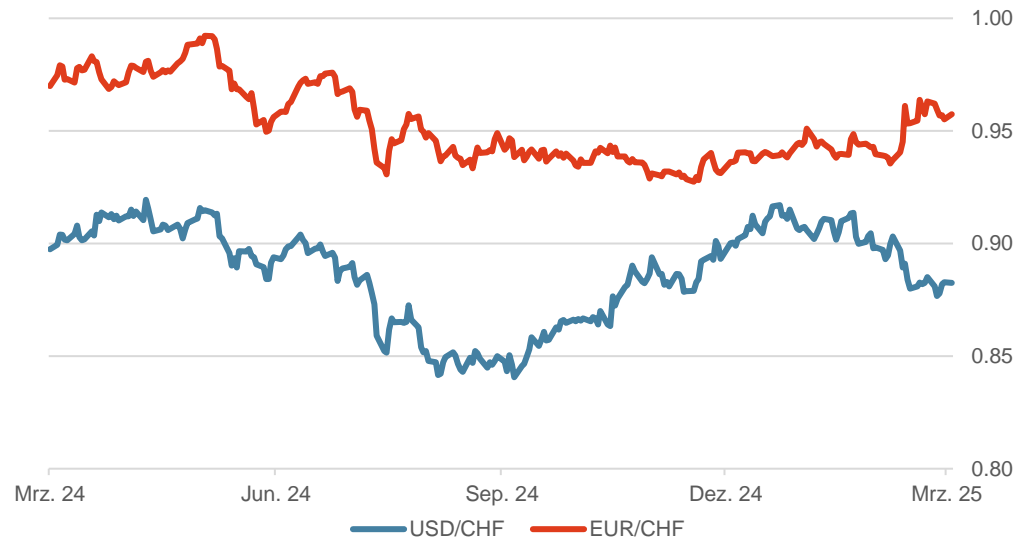
Aktien: Zölle überschatten Rekordlaune

- Die Feierstimmung an den US-Aktienmärkten ist jäh zu Ende gekommen. Der «Seitenwechsel» der Trump-Administration in der Ukraine sowie die nun effektiv verhängten Zölle (und wohl folgende Retorsionsmassnahmen) gegenüber verschiedenen Handelspartnern verunsichern die US-Märkte spürbar. Die Wallstreet sieht sich zwar weiterhin bestätigt in ihrer Erwartung eines neuen «goldenen Zeitalters» unter der Führung Trumps, aber einige Wachstumsindikatoren in den USA beginnen langsam zu drehen und geben den (noch) wenigen kritischen Stimmen etwas Auftrieb.
- Auffallend ist im Gegensatz dazu die Outperformance der europäischen Aktienmärkte. Wurden diese Ende letzten Jahres noch verschmäht, sind sie nun in aller Munde. Es sind vor allem aber angelsächsische Investoren, welche sich engagiert haben und die Fantasie für die europäischen Märkte befeuern. Zudem sieht man, entgegen der Fundamentaldaten, Aufwertungspotential im Euro.
- Für den weiteren Verlauf der Aktienmärkte bleiben wir insgesamt verhalten positiv. Die Rotationen aus Wachstumssektoren in defensivere Bereiche könnten anhalten, ebenso die Verschiebung von Anlagekapital aus den USA nach Europa.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

Euro und Dollar gegen Franken (1 Jahr)



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



Währungen: US-Dollar leicht rückläufig

- Nach dem Aufschwung im vierten Quartal 2024 hat der US-Dollar im Laufe des ersten Quartals 2025 wieder etwas an Boden eingebüsst. Die Zinsdifferenzen und auch die unterschiedlichen Zentralbankpolitiken zwischen dem US-Dollar und den wichtigsten Währungen sind unseres Erachtens hinlänglich in den Kursen eingearbeitet. Allerdings verunsichern Aussagen aus der Administration Trump, dass der US-Dollar überbewertet sei und so amerikanische Exporteure benachteilige. Halter von US-Dollars (z.B. ausländische Zentralbanken) seien zu besteuern. Es ist jedoch nur schwer vorstellbar, dass die USA auf das Privileg der globalen Handelswährung verzichten wollten.
- Der EUR/CHF-Wechselkurs notierte seit einigen Monaten um 0.94, hat nun aber deutlich zugelegt auf 0.96, aufgrund der Entwicklung in Europa. Der Spielraum für Zinssenkungen durch die SNB ist beschränkt. Ein erneutes Abtauchen in CHF-Negativzinsen erwarten wir nur im äussersten Notfall.

Gold: neue Sphären

- Der Preis für eine Unze Gold hat sich erneut nach oben bewegt und mit USD 3'000.- pro Unze einen neuen Höchststand gesetzt. Der Kilopreis gegen CHF liegt um 85'000.-, auch dies ist eine Rekordmarke. Der Preisaufschwung im Gold ist weiterhin gegenüber allen Währungen festzustellen.
- Die weiter zunehmende fiskalische Lockerung in Form von gigantischen Investitionsprogrammen wirkt inflationär, denn in der Regel ist sie schuldenfinanziert. Diese weiter ansteigende Gesamtverschuldung ist langfristig der wohl wichtigste Treiber für den Goldpreis. Denn sie bedeutet eine schleichende Entwertung der Fiat-Währungen und treibt somit die Nachfrage nach Realwerten wie beispielsweise Gold. Zentralbanken haben dies antizipiert und kaufen seit Jahren zu.
- Zudem führt die weiterhin sehr unsichere geopolitische Lage bei Investoren zu stärkeren Engagements in „sicheren Häfen“.
- Wir halten aus diesen Gründen an Gold als wichtigen strategischen Portfoliobaustein fest. Eine allfällige Konsolidierung sollte als Chance zum weiteren Aufbau von Positionen interpretiert werden.

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 Tätigung 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.