

# AIP MONITOR 06/2025

---

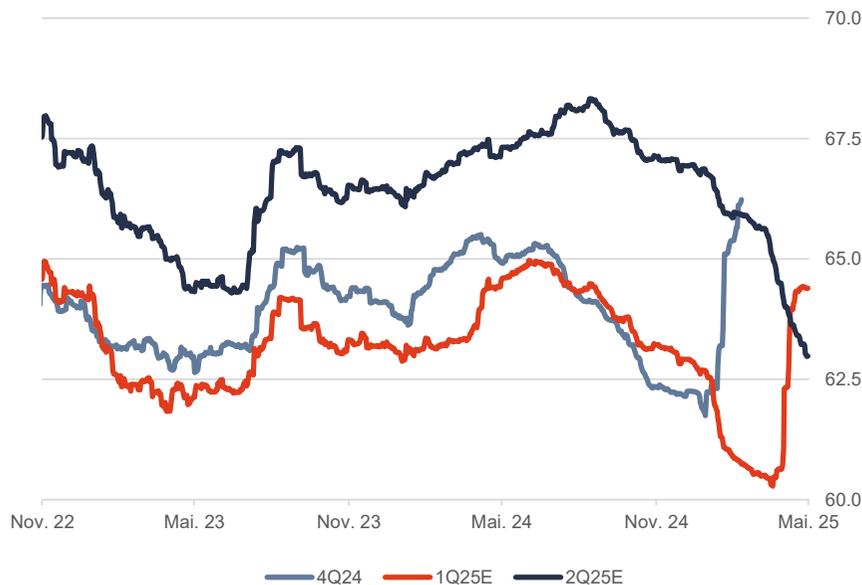
DEN PULS DER MÄRKTE SPÜREN

**AIP** AMBASSADOR  
INVESTMENT  
PARTNER

# Executive Summary

- Das reale BIP für die USA sinkt im ersten Quartal um -0.3%. Der Arbeitsmarkt bleibt robust, während die PCE-Kerninflation steigt und somit keinen Spielraum für Zinssenkungen bietet. Politische Unsicherheit und ein nachhaltig hohes Haushaltsdefizit verschärfen die Lage.
- Das Wachstum in der Eurozone konnte um 0.4% zulegen – dank Erholung in Deutschland. Für die Schweiz wird ein «Nullwachstum» erwartet. Hier belastet der starke Schweizerfranken.
- Moody's senkt das Rating für US-Staatsanleihen und sorgt für leicht steigende Renditen. Staatsverschuldung und Haushaltsdefizit werden als Gründe aufgeführt. Die Fed dürfte weiter pausieren.
- Bis Ende Jahr werden von den Notenbanken weitere Zinssenkungen erwartet.
- Bei den Staatsanleihen ist aufgrund der Diskussion in den USA zum Fiskalpaket und eher höheren Inflationserwartungen ein leichter Zinsanstieg zu verzeichnen.
- Die Aktienmärkte haben seit dem Absturz nach dem «Liberation Day» ihre Verluste zumindest teilweise wieder wettgemacht.
- Der US-Dollar konsolidiert nach Bewegung im Yuan-Fixing.
- Das Szenario für Gold ist nahezu perfekt. Wir bleiben konstruktiv für das gelbe Metall.

## USA: Gewinnerwartungen in USD auf dem S&P 500 pro Quartal (30 Monate)



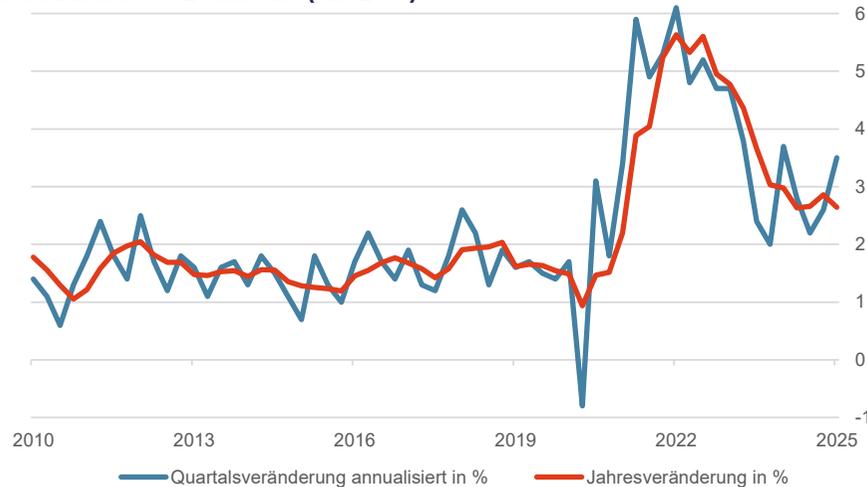
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Gewinnentwicklung im ersten Quartal 2025

- Der Grossteil der US-Unternehmen hat die Ergebnisse für das erste Quartal veröffentlicht. Der Nettogewinn legte im Jahresvergleich um 13.8% zu. Dies vergleicht sich mit einem Wachstum im Vorquartal von 18.2%.
- 78% der berichtenden Unternehmen vermochten die deutlich gesenkten Schätzungen, um durchschnittlich 8.6% zu übertreffen. Auf Sektorebene konnten alle Bereiche die Erwartungen schlagen.
- Defensive Sektoren haben zyklische übertroffen.
- So konnten Gesundheitsunternehmen auf einer tiefen Vergleichsbasis den Gewinn um knapp 43% steigern. Ebenfalls einen deutlichen Zuwachs von über 29% verzeichneten Kommunikationsdienste, die weiterhin vom KI-Trend profitieren konnten.
- Einen Gewinnrückgang gegenüber dem Vorjahr verzeichneten Basiskonsumgüter, Rohstoffe und Energie, wobei im Energiesektor der Rückgang am stärksten ausgefallen ist.
- Im Technologiesektor lag das Gewinnwachstum bei 18.4%, was aber deutlich unter dem Vorquartal liegt.
- Im Stoxx Europe 600 sind die Gewinne im Zusammenhang mit der allgemein schwachen wirtschaftlichen Dynamik um 3.8% gesunken. Unter Ausklammerung des volatilen Energiesektors resultierte ein Wachstum von 1.3%. 53% der Unternehmen haben die Erwartungen übertroffen. Positiv stachen hervor: Gesundheit, verarbeitende Industrie und Technologie.

# Konjunktur

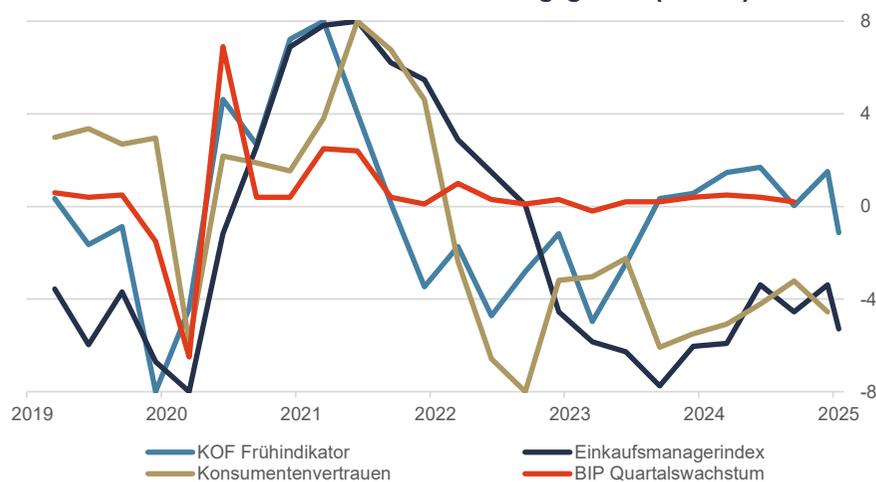
USA: Inflation PCE-Kernrate (seit 2010)



## USA schrumpft im ersten Quartal

- Das reale Bruttoinlandprodukt der USA schrumpfte im ersten Quartal 2025 auf Jahresbasis und saisonbereinigt um 0.3%. Dies stellt die erste Kontraktion seit Anfang 2022 dar. Hauptsächlich tragen die gestiegenen Importe und die reduzierten Staatsausgaben dazu bei.
- Der US-Arbeitsmarkt schwächt sich zwar leicht ab, demonstriert sich aber mit 177'000 neugeschaffenen Stellen ausserhalb der Landwirtschaft weiterhin solide. Die Arbeitslosigkeit notiert auf historisch gesehen tiefen 4.2% und die Erwerbsquote steigt leicht auf 62.6%.
- Die PCE-Kerninflation, das bevorzugte Inflationsmass der Fed, stieg im ersten Quartal um 3.5% nach 2.6% im Vorquartal und lässt der Notenbank wenig Spielraum, dem Wunsch des Präsidenten nach tieferen Leitzinsen Folge zu leisten. Schliesslich erwarten auch die Einkaufsmanager angesichts der drohenden Zölle einen steigenden Preisdruck. Die internen Inflationsprognosen der Fed für das laufende Jahr liegen aktuell bei 3.5% bis 4.0%.
- Zur Unsicherheit tragen die erratische Zollpolitik, die Entlassung von Bundesbeamten im Rahmen des Effizienzsteigerungsprogrammes, zusätzliche Ausgaben sowie das bereits durch das Repräsentantenhaus genehmigte Steuerpaket bei. Letzteres soll ab 2026 hingegen Konjunkturimpulse liefern. Das für Friedenszeiten rekordhohe Budgetdefizit dürfte sich damit fortschreiben.
- In der Eurozone legte die Volkswirtschaft im ersten Quartal um 0.4% zu – dies nach 0.2% im Vorquartal. Hier erholen sich die Einkaufsmanagerindizes wie auch die Umfragewerte des ZEW für die Wachstumserwartungen, nicht zuletzt dank einer kräftigen Gegenbewegung in Deutschland, wo sich eine Erholung seit Ende 2024 abzeichnet.
- Die Schweiz veröffentlicht die Zahlen zum Wirtschaftswachstum Anfang Juni. Aufgrund der bereits verfügbaren Daten wie Einkaufsmanagerindizes, KOF-Indikator und Konsumentenvertrauen darf nach einem Wachstum von 0.2% im vierten Quartal 2024 mit einem Wachstum nahe null gerechnet werden. Der starke Schweizerfranken belastet.
- Die Exportzahlen Chinas für den Monat April sind um 8.1% gestiegen und trotzen auf den ersten Blick dem Handelskonflikt mit den USA. Die Importe sanken geringfügig um 0.2%. Die Handelsströme mit den USA sind aber empfindlich eingebrochen. China nutzt Vietnam gezielt als Transitland, um ihre Güter in die USA zu verfrachten.
- Der Welthandel erleidet durch die drohenden Handelshemmnisse einen Dämpfer, der aber nur schwer quantifizierbar ist – umso mehr als Verhandlungen und die Einhaltung dieser Vereinbarungen völlig offen sind. Zudem erweisen sich grossartig angekündigte Abkommen bloss als kleine Schritte. Grossbritannien und China haben hierbei die Vorreiterrolle übernommen.

Schweiz: BIP vs. Indikatoren normalisiert und angeglichen (6 Jahre)



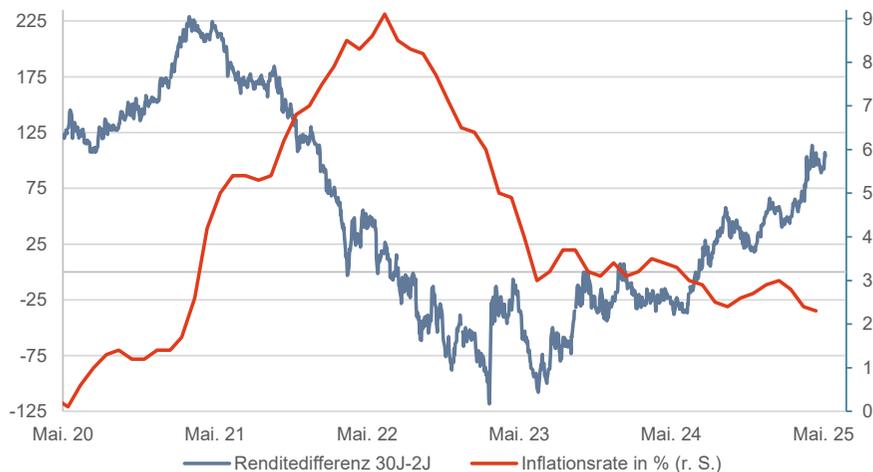
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Geldpolitik

USA: Staatsanleihen – Renditen 2/10/30 Jahre (2 Jahre)



USA: Renditedifferenz 30J-2J vs. Inflationsrate in % (5 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

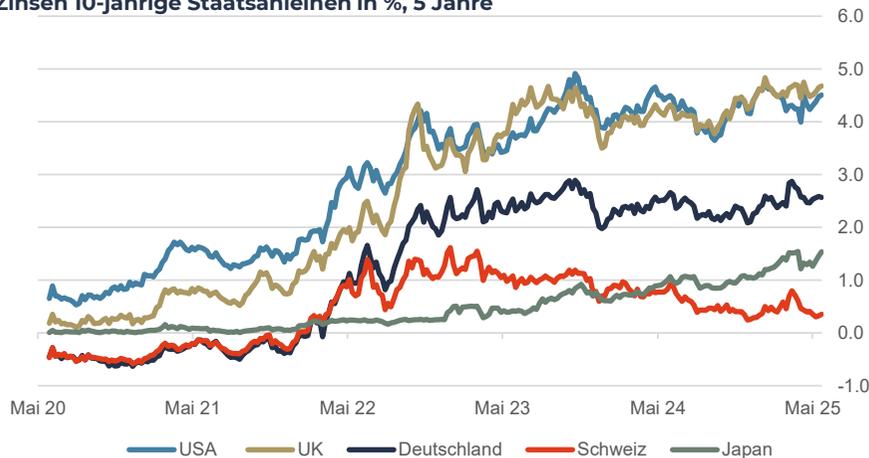
4 AIP – Monitor 06/2025

## Moody's stuft die USA als letzte Agentur auf Aa1 herab – Ausblick stabil

- Die Ratingagentur Moody's folgt dem Beispiel von Fitch und Standard & Poor's und stuft die Bonität von US-Staatsanleihen auf Aa1 herab – sehr zum Missfallen der Trump-Administration. Als Gründe nannte die Ratingagentur die hohe Staatsverschuldung, das anhaltend hohe Haushaltsdefizit sowie unzureichende Gegenmassnahmen. Der Ausblick wurde angesichts der schieren Marktgrösse, der positiven Wirtschaftsdynamik und dem Status als Reservewährung sowie der Unabhängigkeit der Fed von negativ auf stabil angehoben.
- In der Folge gerieten die US-Aktienfutures leicht unter Druck und die Renditen zogen über die gesamte Laufzeitenstruktur deutlich an. Die Zinssätze für 30-jährige Staatsanleihen stiegen auf über 5% und damit in die Nähe der Niveaus von 2023 resp. 2006 und 2007.
- Die Rückstufung auf ein Rating von Aa1 wird keinen nennenswerten Zinsaufschlag nach sich ziehen, noch sonstige grössere nachhaltige negative Auswirkungen zeitigen, zumal Moody's lediglich mit dem längst fälligen Schritt den Entscheid der beiden anderen führenden Ratingagenturen mit Verzug nachvollzogen hat. Allerdings kann der Zeitpunkt des Moody's-Entscheidunges als Forderung an die US-Regierung zu einer besonnenen Haushaltspolitik gewertet werden. Ein Budgetdefizit von über 6.5% und ein Schuldendienst, der mittlerweile den grössten Ausgabenposten darstellt, setzen enge Grenzen an die Ausgabenbereitschaft wie auch die Fiskalpolitik.
- Die wichtigsten Zentralbanken befinden über ihre nächsten Schritte zwischen dem 5. und 19. Juni. Von der EZB (5.6.) und der SNB (19.6.) werden Zinssenkungen um je 25 Basispunkte erwartet auf 2.0% resp. 0.0%. Jeweils ein weiterer Schritt ist bis zum Jahresende in den Terminmärkten eingepreist.
- Die Fed (18.6.) wird aufgrund der Unsicherheit hinsichtlich Inflationserwartung im Zusammenhang mit der Handelspolitik der Trump-Administration, einer möglichen Dollar-Abwertung und der Haushaltsdebatte den Leitzins vorerst unverändert bei 4.5% belassen und dem Druck von Präsident Donald Trump nicht nachgeben. Ebenfalls von der Bank of England wird ein Nullentscheid erwartet. Von beiden Zentralbanken werden bis Jahresende Zinssenkungen um 50 Basispunkte erwartet.
- Die Inflationsraten befinden sich in den meisten Ländern unverändert im Sinkflug. Hierzu tragen die fallenden Energiepreise bei, die vorwiegend aufgrund der Produktionsausweitung der OPEC+-Staaten unter Druck sind. Berücksichtigt man die Kernrate der Inflation, so zeichnet sich eine Konsolidierung auf unverändert erhöhten Niveaus ab. In der Eurozone und Grossbritannien beginnt sie bereits wieder zu steigen. Die Schweiz nimmt auch diesbezüglich eine Sonderstellung ein.

# Anlageklassen – Anleihen / Aktien

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen in %, 5 Jahre



## Anleihen: Eine gewisse Beruhigung ist zu verzeichnen

- Aktuell liegen die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen in den USA bei 4.6%, in Deutschland bei 2.6% und in der Schweiz bei 0.4%. Die erratischen Massnahmen der Administration Trump haben das Vertrauen in US-Treasuries erodieren lassen. Es scheint allerdings auch, dass innerhalb der Administration eine gewisse Sensibilität gegenüber sinkenden Bondkursen besteht, denn diese erhöhen im Gegenzug wiederum den Schuldendienst der USA. Diesen Sachverhalt, mit einem Verweis auf die Auswirkungen der Verhandlungen zum Fiskalpaket, stellt auch die Ratingagentur Moodys als Begründung für ihren Downgrade der USA in den Vordergrund.
- In Europa zeigt sich ein anderes Bild: die Renditen haben trotz der Bekanntgabe neuer, schuldenfinanzierter Fiskalprogramme (Rüstung, Infrastruktur) wieder etwas nachgelassen. Im Gegensatz zu den USA gibt es hier einige Fantasie bezüglich Zinssenkungen durch die EZB, was sich auch am langen Ende der Zinskurve niederschlägt.
- Die Spreads auf Hochzins- und Unternehmensanleihen wie auch von Schwellenländern haben sich ebenfalls wieder verengt. Wir bleiben bei unserer Einschätzung als „wenig attraktive“ Anlageklasse.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2025 indexiert, in Lokalwährung



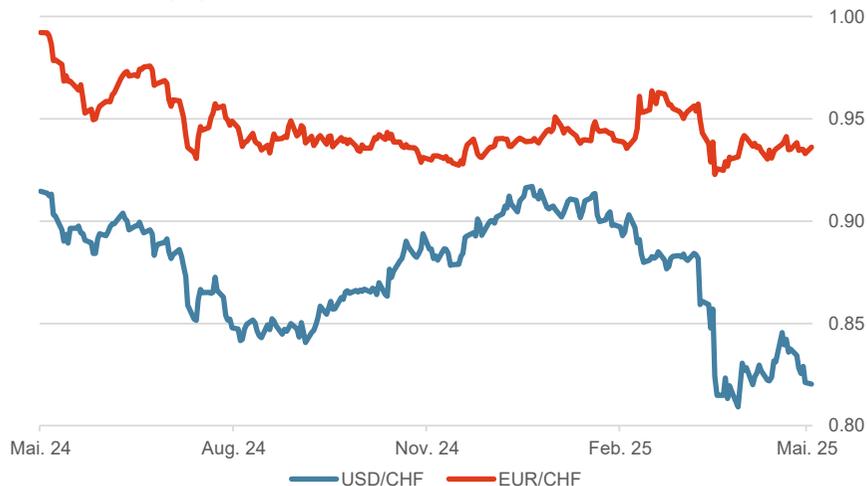
## Aktien: einiges wieder gut gemacht seit „Liberation Day“

- Der amerikanische Exzeptionalismus bröckelt nicht nur, sondern wird mittlerweile ernsthaft in Frage gestellt. Der «Liberation Day» stellte einen markanten Einschnitt in die regelbasierte Handelsordnung dar, welcher das Vertrauen in die USA nachhaltig beschädigt hat.
- Seit dem dadurch ausgelösten scharfen Einbruch haben sich die Aktienmärkte zwar deutlich erholt, dennoch tendieren die US-Aktienindizes bis dato nur verhalten. Die Berichterstattung der Unternehmen zum ersten Quartal lag im Gros über den Erwartungen, was auch dem Aufkommen einer erneut positiven Stimmung für die Aktienmärkte half. Es bleibt abzuwarten, wie sich die Zollthematik im Laufe des Jahres in den kommenden Abschlüssen konkretisiert.
- Auffallend ist weiterhin die Outperformance der europäischen Aktienmärkte. Aufgrund günstiger Bewertungen und defensiver Charakteristika sieht man vor dem Hintergrund der grossen fiskalischen Programme (Infrastruktur, Rüstung) weiteres Potential für die Outperformance der europäischen Aktienmärkte.
- 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)



Währungen: USD-Abwertung gebremst

- Der US-Dollar hat nach dem Schwächeanfall von März/April eine Konsolidierungsphase eingelegt. Diese ist das Resultat einer Veränderung beim täglichen Yuan Fixing der PBOC, welches man als «Werkzeug» gegenüber der amerikanischen Handelspolitik verstehen kann. So wurde der Fixing-Kurs von rund Yuan 7.30 auf ca. Yuan 7.20 gesenkt, was einer Aufwertung des Yuan entspricht. Dies ist im Handelskonflikt mit den USA als ein Signal des Entgegenkommens durch China zu verstehen, denn diese wünschen ja einen schwächeren US-Dollar.
- Der EUR/CHF-Wechselkurs hat sich wieder um 0.94 eingependelt. Die starke Nachfrage nach CHF, vor allem nach den negativen Marktreaktionen im April, scheint wieder nachgelassen zu haben. Mindestens ein weiterer Zinsschritt der SNB auf 0% scheint bereits in das Währungspaar gepreist zu sein.

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



Gold als perfekter Anker in einem volatilen Finanzsystem

- Nachdem der Preis für eine Unze Gold neue Rekorde über der Marke von USD 3'500.- pro Unze erreicht hat und extrem überkauft war, ist jetzt eine erneute Konsolidierungsphase eingetreten. Diese war auch notwendig, um eine gesunde Basis für weitere Kursavancen zu schaffen.
- Insgesamt sehen wir weiterhin ein perfektes Umfeld für Gold: Der Vertrauensverlust in den USD lastet auf den Fiat-Währungen, die Inflation scheint (vor allem in den USA) wieder anzuziehen und die globale Unsicherheit (Handel, Geopolitik) bleibt bestehen. All dies lässt das nur beschränkt verfügbare Edelmetall sehr attraktiv erscheinen. Zudem sind viele Zentralbanken nach wie vor Käufer von Gold und dies offensichtlich preisunabhängig. Auch die übrigen Edelmetalle treten in den Fokus der Anleger.
- Aus all diesen Gründen schätzen wir die Preisentwicklung von Gold weiterhin sehr positiv ein. Aus strategischer Sicht ist Gold ein unverzichtbarer Bestandteil eines gut diversifizierten Portfolios.

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## 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.