

AIP MONITOR 05/2025

DEN PULS DER MÄRKTE SPÜREN

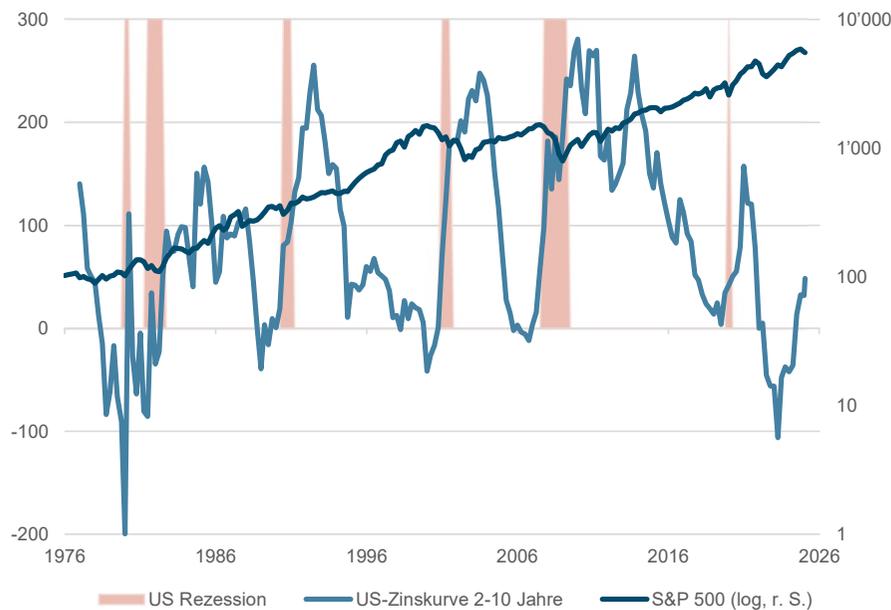
AIP AMBASSADOR
INVESTMENT
PARTNER

Executive Summary

- Zahlreiche internationale Institutionen sind den Prognosemodellen der Notenbank von Atlanta gefolgt und Broker haben ihre Wachstumsprognosen gesenkt und tragen damit der erhöhten politischen Unsicherheit und den protektionistischen Massnahmen Rechnung.
- Die Zölle gegen China bleiben vorerst bestehen, aber es zeichnet sich Verhandlungsbereitschaft aus den USA ab.
- In der Eurozone hellen Rüstungs- und Investitionspakete sowie Ideen aus dem Draghi-Report den Ausblick auf.
- Die Inflationsraten sinken weiter und die Notenbanken haben Spielraum für Zinssenkungen zur Konjunkturstütze.
- Unsicherheitsfaktor bleiben die Zölle und ihre potenziell inflationäre Wirkung.

- Bei den Staatsanleihen ist eine divergente Entwicklung sichtbar: US-Renditen sinken, während sie in den europäischen Märkten ansteigen. Aufgrund höherer Schulden in Deutschland verlangen Anleger eine attraktivere 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, ist aber von temporären Rücksetzern nicht verschont. Wir bleiben konstruktiv für das gelbe Metall.

USA: Zinskurve 2-10 Jahre vs. Rezession und S&P 500 (seit 1976)



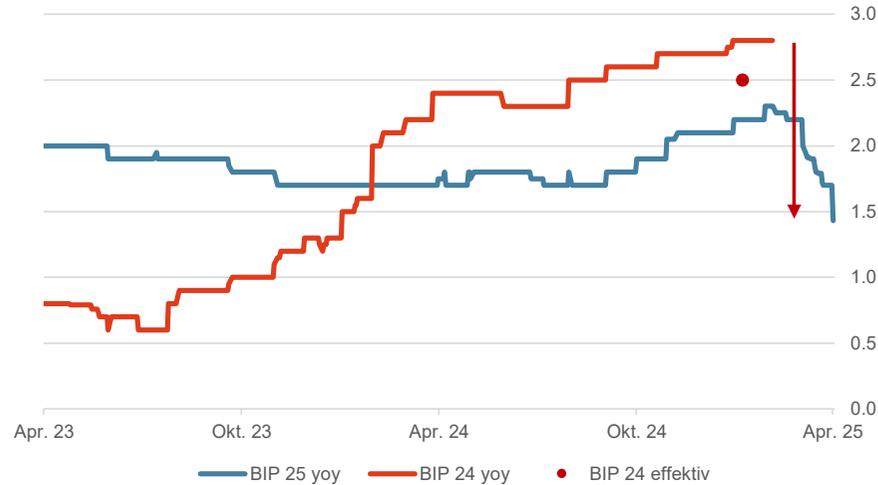
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

WTO und IWF senken ihre Wachstumsprognosen

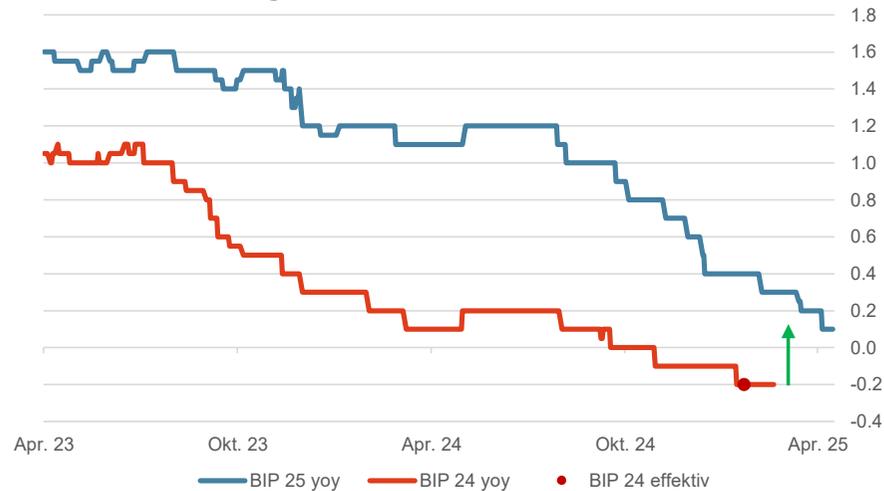
- Die Welthandelsorganisation (WTO) hat ihre Prognose für den Warenhandel für dieses Jahr angesichts der drohenden Zölle und der politischen Unsicherheit stark gesenkt. Der Handel soll 2025 um 0.2% zurückgehen und sich 2026 um 2.5% erholen.
- Der eskalierte Zollstreit zwischen China und den USA verteuert die Handelströme um 125% resp. 145%. China droht nun im Handelskrieg mit Exportbeschränkungen auf seltenen Erden, was den amerikanischen Technologiesektor massiv einschränkt und die Verhandlungsbereitschaft auf der Gegenseite erhöht.
- Auch der Internationale Währungsfonds senkt seine globale Wachstumsprognose für das laufende Jahr von 3.3% auf 2.8% und jene für die USA von 2.7% auf 1.8% und trägt den drohenden Zöllen Rechnung.
- Das Institut weist darauf hin, dass sich die Aussichten weiter verschlechtern, sollte es zu einer Ausweitung des Handelskrieges kommen. Die Zölle könnten einen Angebotsschock auslösen und den Preisauftrieb beschleunigen.
- Ebenso haben zahlreiche Wall Street-Banken aufgrund der gestiegenen politischen Unsicherheit Ihren Ausblick gesenkt und die Rezessionswahrscheinlichkeiten angehoben – der IWF für die USA sogar von 25% auf 40%.

Konjunktur

USA: Schätzungen BIP-Wachstum 2024 vs. 2025



Deutschland: Schätzungen BIP-Wachstum 2024 vs. 2025



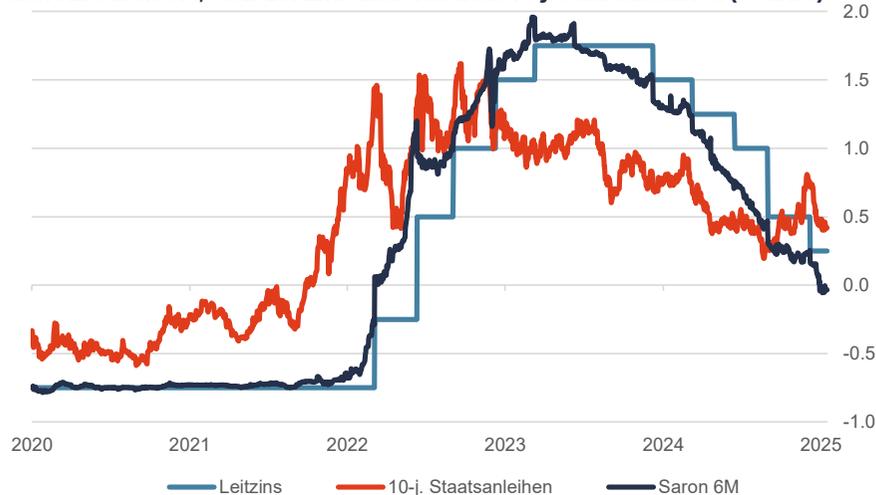
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

US-Handelspolitik trübt die Wachstumsprognosen

- Die globalen Volkswirtschaften verzeichneten im vierten Quartal 2024 bereits ein nur moderates Wachstum, welches sich in den ersten Monaten weiter verlangsamt haben dürfte und sich durch den Aufbau von Handelsbarrieren zusätzlich akzentuieren könnte.
- Die am 2. April von Donald Trump angekündigten und auf den 9. April eingeführten «reziproken» Strafzölle wurden am selben Abend bereits wieder für die meisten Länder für 90 Tage ausgesetzt. Dies ist weder vertrauensbildend noch eine Grundlage für verlässliche Wirtschaftsprognosen. Die Zölle gegen China bleiben mit 145% gültig.
- Der Smoot-Hawley Tariff Act von 1930 hatte ebenfalls einen protektionistischen Hintergrund und wird mitverantwortlich für die Verschärfung der Weltwirtschaftskrise gemacht. Die von Präsident Trump angekündigten Zölle übersteigen gar jene von 1930. Wie damals wenden sich auch heute zahlreiche Wirtschaftswissenschaftler gegen die Massnahmen der Trump-Administration, da sie als schädlich eingestuft werden.
- Die Eurozone verzeichnet ein unverändert mässiges Wachstum und Deutschland, dem Wirtschaftsmotor der Region, droht ein drittes Jahr in Folge ohne nennenswertes Wachstum. Milliarden-Pakete für dringend erforderliche Rüstungs- und Infrastruktur-Investitionen dürften die Volkswirtschaften der Eurozone stützen, ebenso wie die im «Draghi-Report» aufgeführten Massnahmen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit Europas. Die US-Handelspolitik könnte gemäss ifo-Institut einen Rückgang der Exporte um 15% bewirken. Dies könnte das BIP um bis zu einem Prozentpunkt belasten.
- Die Zölle bedrohen die Globalisierung, den Aussenhandel, das globale Wachstum und führen zumindest zu einem transitorischen Inflationsschub.
- Die Schweizer Wirtschaft wuchs im vierten Quartal mit 2% robust und wurde hauptsächlich vom Dienstleistungssektor und einigen Industriezweigen gestützt. Allerdings fordert der Branchenverband Swissem aufgrund der akzentuierten Probleme eine neuerliche Verlängerung der Entschädigung bei Kurzarbeit.
- Ganz allgemein könnten die vorgezogenen Warenströme in die USA in Erwartung der Einführung von Zöllen zu einem Lageraufbau geführt und das erste Quartal aufge bessert haben. Dennoch wird eine konjunkturelle Verlangsamung bereits für den Jahresstart erwartet und im zweiten Quartal wird der Lagerabbau für eine weitere Entschleunigung sorgen. Die Wachstumsprognosen für das laufende Jahr werden reihum gesenkt.
- China zeigt Härte gegenüber der restriktiven Handelspolitik der USA.

Geldpolitik

Schweiz: Saron 6M, SNB-Leitzins und Renditen 10-j. Staatsanleihen (5 Jahre)



USA: Inflation, Inflation Surprise und Erwartung (10 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Inflation sinkt weiter, Trend könnte aufgrund der drohenden Zölle drehen

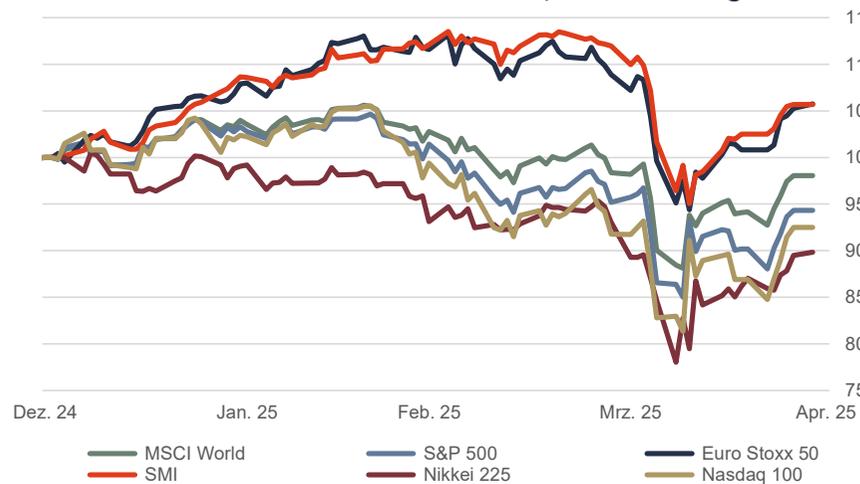
- Die Inflation befindet sich in den allermeisten Ländern im Sinkflug. Dabei leisten die hochvolatilen Energiekosten einen negativen Beitrag. Die meisten übrigen Komponenten verzeichnen Aufwärtsdruck.
- In der Schweiz besteht aufgrund des starken Frankens zusätzlicher Druck auf die Preisentwicklung. Dennoch gehen die Analysten davon aus, dass die SNB keine weiteren Zinssenkungen vornehmen wird, sondern durch Devisentransaktionen agieren wird. Wir erwarten, dass der Leitzins bis Ende Jahr auf 0% gesenkt wird. Eine wieder anziehende Inflation dürfte aber in der Schweiz zum Thema werden.
- Nicht nur für die USA zieht der Citi Inflation Surprise Index seit geraumer Zeit an. Zudem steigen weitere vorlaufende Indikatoren wie die Inflationserwartung in einem Jahr der Universität Michigan. Die effektiv gemessene Inflation reagiert üblicherweise mit einem zeitlichen Versatz von einigen Monaten.
- Jerome Powell hat an der Pressekonferenz vom 19. März den Nullentscheid mit der Unsicherheit der Auswirkungen der Handelspolitik der neuen Regierung begründet. Zwar zeigt die Wirtschaft Bremsspurten und die Aktienmärkte sind unter Druck, aber die Zölle könnten sich inflationär auswirken. Die Fed nimmt Abstand von einer Zinssenkung. Hingegen reduziert die Notenbank die Anleiherückkäufe per 1. April von 25 Mrd. auf 5 Mrd. USD pro Monat und reduziert damit ihre Bilanz gemächlicher.
- Die EZB steht angesichts der schwächelnden Konjunktur und der Handelsunsicherheiten unter Druck, ihre Geldpolitik weiter zu lockern. Bis Ende Jahr wird mit einer Senkung des Einlagesatzes auf 1.75% gerechnet. Allerdings bleibt die Prognoseunsicherheit extrem hoch, da sich die Zölle sowohl auf das Wirtschaftswachstum wie auch die Inflation auswirken werden. Die zuletzt verwendeten Wachstums- und Inflationsprognosen widerspiegeln allfällige Auswirkungen dieser Strafzölle noch nicht.
- Die Renditen auf deutsche Staatspapiere sind deutlich angestiegen nachdem die neue Koalitionsregierung mit Unterstützung der Grünen Rüstungs- und Infrastrukturinvestitionen in Höhe von 800 resp. 500 Mrd. EUR verabschiedete. Zur Finanzierung dieser Pakete wurde die Schuldenbremse aufgehoben. Der höhere Finanzierungsbedarf kann zu nachhaltig höheren Renditen führen.
- Angesichts einer Inflation von über 3% in Japan scheinen Zinserhöhungen der Bank of Japan unumgänglich.
- Angesichts der jüngsten Eskalation im Handelskonflikt mit den USA dürfte der Fokus der Peoples Bank of China auf der Stützung der Binnenkonjunktur liegen und Zinssenkungen und die Ausweitung der Liquidität umfassen

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen in %, 5 Jahre



Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2025 indexiert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen: Nervosität hält an

- Aktuell liegen die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen in den USA bei 4.3%, in Deutschland bei 2.5% und in der Schweiz bei 0.4%. Die erratischen Massnahmen der Administration Trump haben das Vertrauen in US-Treasuries erodieren lassen. Deshalb belastet neben der durch die Zölle wieder anziehenden Inflation auch die Angst vor Umschichtungen in den Währungsreserven von China und Japan die amerikanischen Papiere.
- Da die US-Staatsanleihen letztlich den Anker des globalen gehebelten Finanzsystems darstellen, ist dieses Spiel mit dem Feuer äusserst riskant. Wir gehen davon aus, dass im Extremfall (schnell ansteigende Renditen) die FED als «lender of last resort» einspringen müsste, und mit einem erneuten QE als Käufer dieser Papiere auftreten müsste, um die Stabilität des Finanzsystems zu sichern.
- In Europa zeigt sich ein anderes Bild: die Renditen haben trotz der Bekanntgabe neuer, schuldenfinanzierter Fiskalprogramme (Rüstung, Infrastruktur) wieder etwas nachgelassen.
- Die Spreads auf Hochzins- und Unternehmensanleihen wie auch von Schwellenländern weiten sich aus und weisen auf erhöhte Risiken hin.

Aktien: „Liberation Day“ als Zeitenwende?

- Der amerikanische Exzeptionalismus bröckelt nicht nur sondern wird mittlerweile ernsthaft in Frage gestellt. Der «Liberation Day» stellt einen markanten Einschnitt in die regelbasierte Handelsordnung dar, welcher das Vertrauen in die USA nachhaltig beschädigt hat. Beobachter sprechen von einer Zeitenwende, vergleichbar mit 1989/1990. Diese könnte zur Auflösung der WTO führen.
- Die US-Aktienindizes gehören zu den grössten Verlierern im laufenden Jahr. Die Rezessionswahrscheinlichkeiten sind gestiegen und die makroökonomischen Wachstumsprognosen wurden gesenkt – im Falle der USA sogar substantiell. Die Frage bleibt, inwieweit dies in den Gewinnaussichten, insbesondere für Wachstumstitel, bereits berücksichtigt ist.
- Auffallend ist im Gegensatz dazu die Outperformance der europäischen Aktienmärkte. Wurden diese letzten Herbst noch verschmäht, stehen sie nun hoch im Kurs. Es sind aber vor allem angelsächsische Investoren, welche sich diversifizieren. Aufgrund günstiger Bewertungen und defensiver Charakteristika sehen sie Potential für die 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. Die Märkte bleiben zudem stark politisch beeinflusst.

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 05/2025

Währungen: Bewusste Abwertung des USD in Planung?

- Aussagen des Chefökonom der Administration Trump (Stephen Miran), dass der US-Dollar überbewertet sei, deshalb amerikanische Exporteure benachteilige und so der amerikanischen Wirtschaft schade, haben den Greenback jüngst schwer belastet. Es wurden daneben auch Vorschläge publik, wonach Halter von US-Dollar Papieren (z.B. ausländische Zentralbanken) zu besteuern seien, denn deren konstante Nachfrage erhöhe ständig den Wert des USD. Allerdings sind es ja eben gerade diese ausländischen Investoren, welche den USA ihr Leben auf «Pump» ermöglichen.
- Die Märkte haben sich aufgrund all dieser Gedankenspiele an das Plaza-agreement von 1985 erinnert und fragen sich, ob etwas ähnliches auch heute machbar wäre (Mar-a-Lago Accord).
- Es ist übergeordnet jedoch nur schwer vorstellbar, dass die USA auf das Privileg der globalen Handelswährung verzichten wollten.
- Der EUR/CHF-Wechselkurs hat deutlich verloren und steht bei 0.94, vor allem wegen der USD-Schwäche. Die erneute CHF-Stärke drückt der SNB die Sorgenfalten auf die Stirn, Negativzinsen erwarten wir dennoch nur im äussersten Notfall.

Gold als perfekter Anker im Finanzsystem?

- Der Preis für eine Unze Gold hat neue Rekorde über der Marke von USD 3'500.- pro Unze erreicht. In CHF entspricht dies einem Kilopreis von nahezu 90'000 Franken.
- Die Flucht aus dem US-Dollar (US-Staatsanleihen, US-Aktien) lässt Gold immer stärker scheinen. Der Versuch der Administration Trump, Druck auf den FED-Chef Powell auszuüben, erinnert Beobachter an vergleichbare Aktivitäten, anfangs der 70er Jahre. Die damalige Phase mündete bekanntlich in extrem hohen Inflationsraten. Zudem sind viele Zentralbanken nach wie vor Käufer von Gold und dies offensichtlich preisunabhängig.
- Insgesamt gesehen sehen wir 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) nimmt weiter zu. All dies lässt das nur beschränkt verfügbare Edelmetall sehr attraktiv erscheinen.
- Aus all diesen Gründen schätzen wir die Preisentwicklung von Gold weiterhin sehr positiv ein. Allerdings würden wir taktisch auf Rücksetzer warten, da die Anlageklasse aktuell überkauft ist. Aus strategischer Sicht ist Gold ein unverzichtbarer Bestandteil eines gut diversifizierten Portfolios.

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 Tötigung 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.