

AIP MONITOR 08/2025

DEN PULS DER MÄRKTE SPÜREN

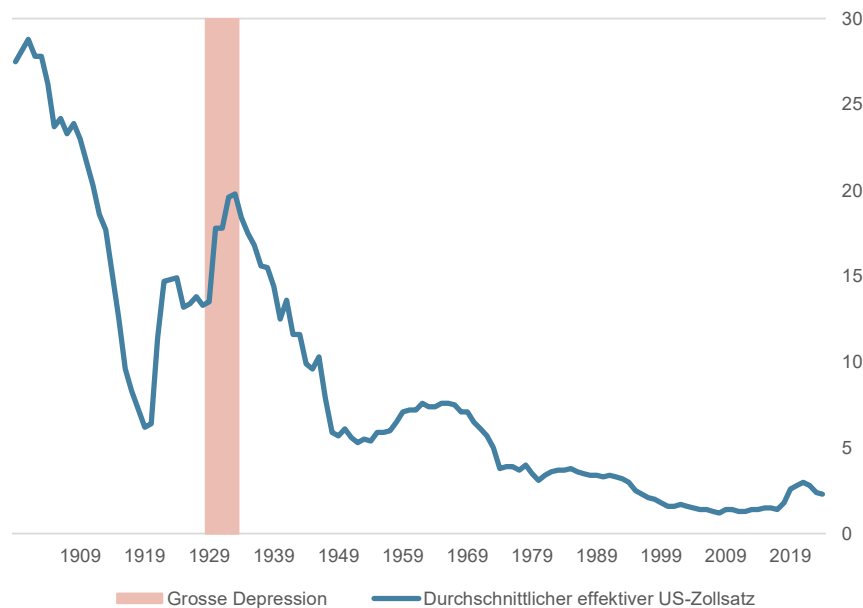
AIP AMBASSADOR
INVESTMENT
PARTNER

Executive Summary

- Die US-Wirtschaft wächst gemäss Beige Book moderat. Herausforderungen am Arbeitsmarkt, der Handelskonflikt und die drohenden Zölle belasten.
- Deutschlands milliardenschwere Initiative «Made for Germany» und der EU-Haushaltsentwurf sollen Wachstumsimpulse liefern.
- In der Schweiz dämpft die zollbedingte Eintrübung die kurzfristige Entwicklung.
- Der Zinssenkungszyklus in der Schweiz und der Eurozone scheint zu Ende zu gehen. In den USA könnte die Fed dem politischen Druck auf Zinssenkungen trotz möglichem Inflationsdruck und potenziell steigender Verschuldung nachgeben.

- In den USA führen politische Angriffe auf die Fed und Unsicherheit über die Auswirkungen der Fiskal- und Handelspolitik zu höheren Renditen am langen Ende. Die Renditen in Japan sind auf Dauer nicht haltbar.
- Trotz anhaltender Handelsrisiken läuft die Berichtssaison erfreulich, begleitet von Aktienrückkaufsprogrammen und hohen Dividendenausschüttungen.
- Der Vertrauensverlust in die USA bewirkt eine historische Dollar-Schwäche. Die EUR/CHF-Relation bewegt sich trotz politischer Unsicherheit in engen Bandbreiten.
- Edelmetalle profitieren von Unsicherheiten und der Entdollarisierung. Auch Industriemetalle und Agrargüter notieren fester. Öl bleibt politisch volatil.

Historische durchschnittliche effektive US-Zollsätze (1900-2024)

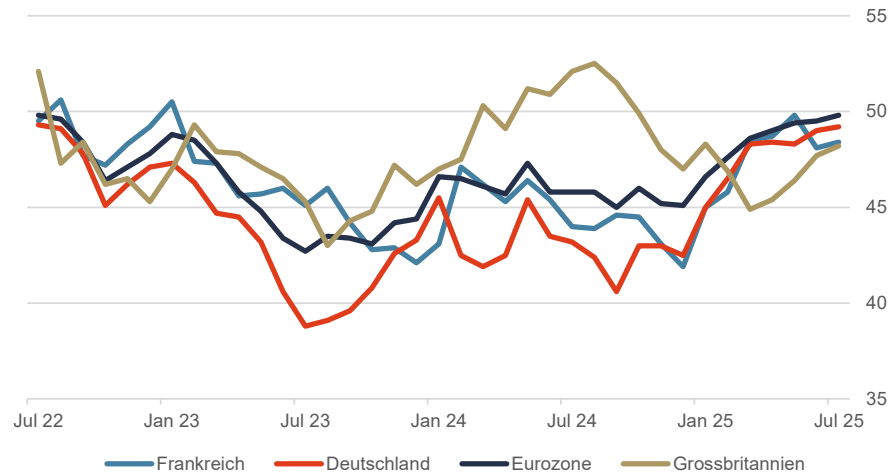


Zollpolitik der USA: historische Parallelen und aktuelle Entwicklung

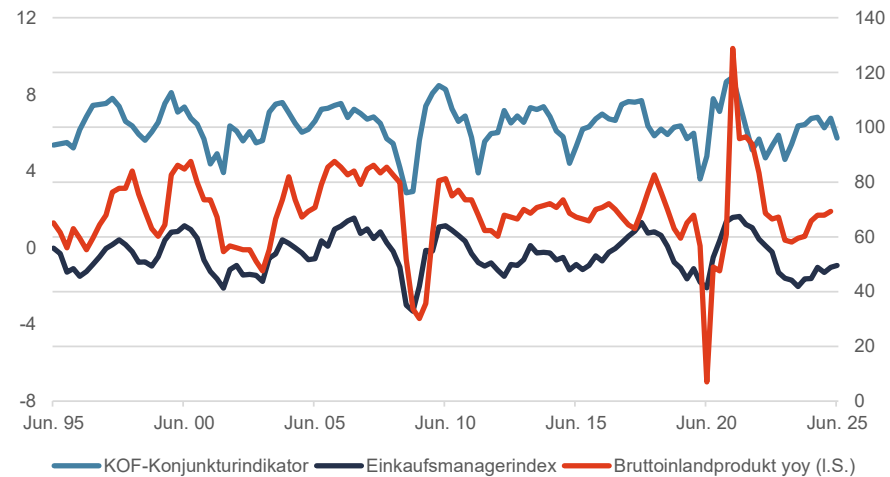
- Zum Jahresende 2024 beliefen sich die von den USA erhobenen Zölle im Durchschnitt auf 2.3%.
- Mit Wirkung zum 1. August treten nun neue, unter der Trump-Administration ausgehandelte Zolltarife in Kraft. Diese bewegen sich für die meisten Handelspartner und Güter zwischen 15% und 50%. Die Mehrheit der Vereinbarungen dürften sich dabei am unteren Ende dieser Spanne bewegen – dennoch handelt es sich dabei um einen massiven Anstieg. Dieser trägt auf der Einnahmenseite positiv zum Staatshaushalt bei, stellt jedoch faktisch eine versteckte Steuererhöhung dar, die vom Konsumenten getragen wird.
- Ein historischer Rückblick zeigt: Gegen Ende des 19. Jahrhunderts erhöhten die Republikaner unter Führung von William McKinley und Nelson Dingley die Zölle, um die heimische Industrie vor der preisgünstigen europäischen Konkurrenz zu schützen. Kurzfristig konnte ein gewisser Schutz der eigenen Industrie erreicht werden. Gleichzeitig führten die erhöhten Importkosten zu einem Anstieg der Verbraucherpreise sowie zu einer zunehmenden wirtschaftlichen Abschottung und Handelskonflikten.
- 1922 setzte der US-Präsident Warren G. Harding auf eine Hochzoll-Politik und führte die Fordney-McCumber-Zölle ein, denen 1930 die Smoot-Hawley-Zölle folgten. Auch andere Länder führten Gegenzölle ein, worauf der globale Handel drastisch einbrach. Die Massnahmen trugen wesentlich zur Verschärfung der Weltwirtschaftskrise bei.
- Trotz gewisser Parallelen erwarten die Finanzmärkte derzeit keine derartigen Auswirkungen der aktuellen Zollerhöhungen.

Konjunktur

Einkaufsmanagerindizes Europa, verarbeitendes Gewerbe (3 Jahre)



Schweiz: KOF-Konjunkturindikator vs. BIP und Einkaufsmanagerindex (30 Jahre)



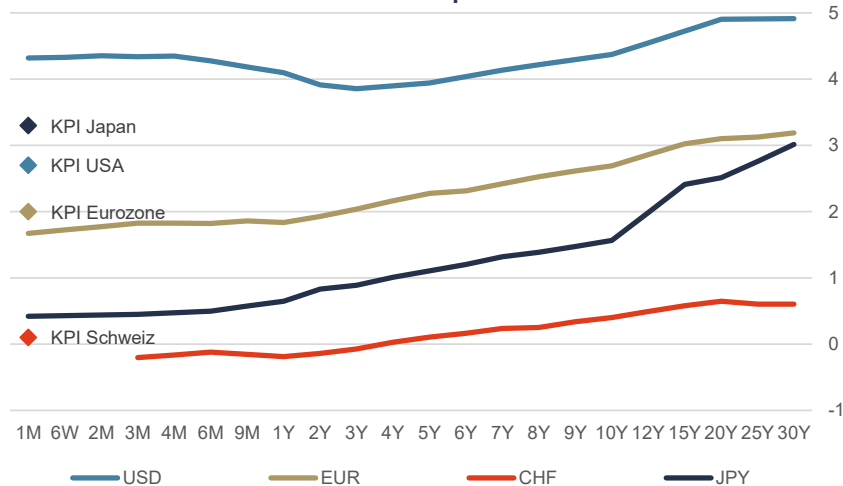
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

«Made for Germany» und Handelspolitik

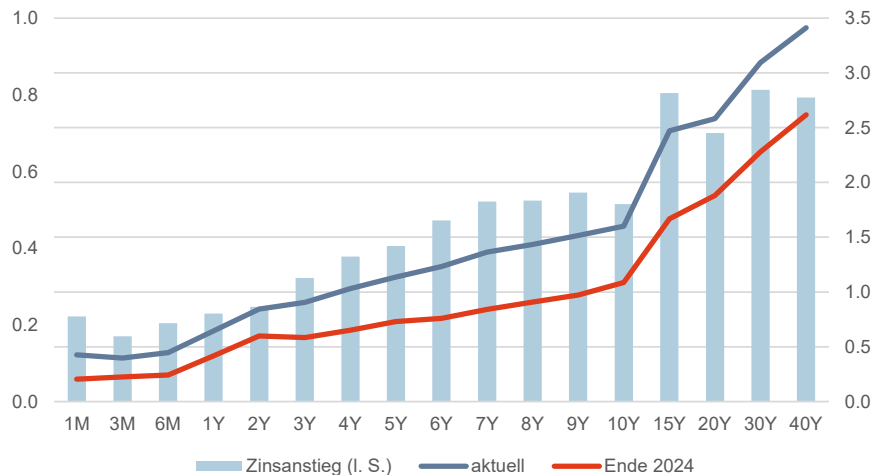
- In **Deutschland** lancieren führende Unternehmen eine Investitionsoffensive unter dem Titel «Made for Germany» in der Höhe von über 100 Mrd. EUR. Einschliesslich bereits zugesagter Mittel beläuft sich das Gesamtvolumen auf 631 Mrd. EUR. Die Umsetzung ist bis 2028 geplant und soll als privatwirtschaftliche Ergänzung der staatlichen Massnahmen für Infrastruktur, Rüstung und Energiewende verstanden werden. Die Initiative soll als positives Signal für den Standort Deutschland wirken und Impulse für ganz Europa liefern.
- Die **EU-Kommission** hat für den Zeitraum von 2028-2034 ein Haushaltsbudget von knapp 2'000 Mrd. EUR sowie einen zusätzlichen Krisenfonds von bis zu 400 Mrd. EUR beantragt. Die Finanzierung soll massgeblich durch eine Ausweitung der EU-Eigenmittel und durch neue Abgaben erfolgen. Über die Umsetzung entscheiden das Europäische Parlament und der Rat der Europäischen Union. Widerstand wächst seitens der Nettozahler Deutschland und der Niederlande, dennoch scheint ein Konsens möglich. Die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe signalisieren eine Verbesserung der wirtschaftlichen Stimmung.
- In der **Schweiz** überraschte das Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal mit einem Wachstum von 0.5% gegenüber dem Vorquartal sowie 2.0% auf Jahresbasis. Dieses starke Ergebnis ist im Wesentlichen auf vorgezogene Exporte in die USA zurückzuführen. Wir erwarten für 2025 eine Verlangsamung des Wachstums auf 1.2%. Insbesondere in der exportorientierten Industrie dürften sich die negativen Effekte der globalen Handelspolitik deutlicher bemerkbar machen, was sich im KOF-Konjunkturindikator bereits abgezeichnet haben könnte.

Geldpolitik

Zinskurven Staatsanleihen vs. Konsumentenpreisinflation



Japan: Veränderung der Zinskurve auf Staatsanleihen seit Anfang Jahr (in %)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

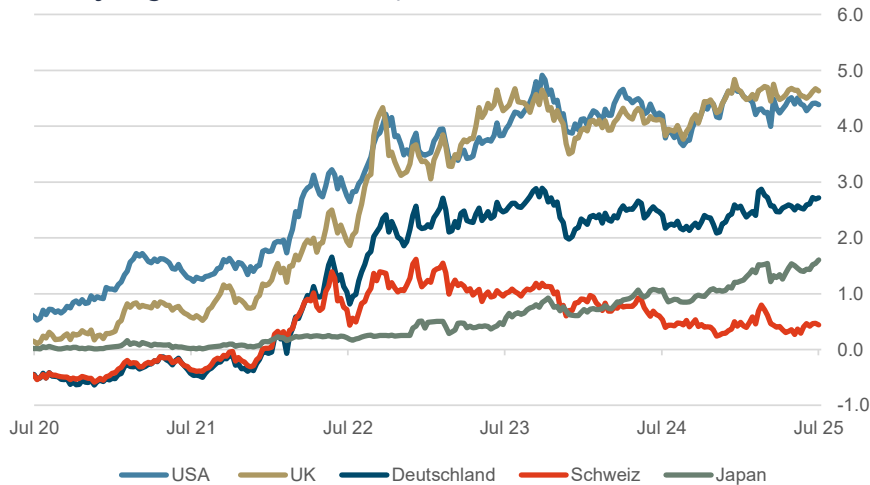
4 AIP – Monitor 08/2025

Notenbanken liefern wie erwartet

- Die **SNB** hat am 19. Juni ihren Leitzins auf 0% gesenkt und relativ klar signalisiert, Negativzinsen vermeiden zu wollen. Die Marktteilnehmer – wie auch wir – **erwarten bis Ende Jahr keinen weiteren Zinsschnitt mehr**.
- Die **EZB** senkte an ihrer Juni-Sitzung die Leitzinsen erneut je um 25 Basispunkte. Die Rendite des wichtigen Einlagesatzes liegt damit bei 2%. Christine Lagarde dämpft die Hoffnung auf weitere Schritte mit der Aussage, dass der Zinszyklus ausläuft. Bis Jahresende wird noch mit einer Zinssenkung gerechnet.
- Die **Fed** hat Ende 2024 ihren Leitzins in drei Schritten um einen Prozentpunkt gesenkt und seither **unverändert** belassen. Sie trägt damit ihrem Doppelmandat Rechnung. Arbeitsmarkt und Preisstabilität befinden sich bis dato auf Zielkurs, allerdings bedroht der Handelsstreit und die Zölle die Wachstumsaussichten und die Beschäftigungssituation. Als Folge der Einführung von Handelshemmnissen muss zudem mit einem einmaligen Inflationsschub gerechnet werden.
- Angesichts der hohen US-Verschuldung und dem enormen Refinanzierungsbedarf im laufenden Jahr forderte Donald Trump, die Zinsen zu senken und drohte den Fed-Präsidenten zu entlassen. Die Marktreaktion darauf manifestiert eine klare Missbilligung einer solchen Massnahme.
- Die aktuellen Daten (siehe Grafik) bieten durchaus Spielraum, dem Drängen nach tieferen Zinsen nachzugeben. Aus Vorsicht, eine robust laufende Wirtschaft übermäßig zu befeuern und die Inflation zusätzlich anzuschieben, hält die Fed vorerst an ihrer zurückhaltenden Geldpolitik fest.
- Ein Nebenschauplatz mit weitreichenden Auswirkungen ist das jüngst in Kraft getretene Kryptogesetz, der «Genius Act». Das Gesetz fordert für sogenannte «Stablecoins», welche an den US-Dollar gekoppelt sind, eine 100%ige Mindestreserve in realen US-Dollar oder kurzlaufenden US-Staatsanleihen. Allerdings wird befürchtet, dass die Fed dadurch ihre Hoheit über die Geldschöpfung verlieren könnte, was destabilisierend wirken könnte.
- Die Auflösung des Yen-Carry-Trades – «The Great Unwind» – jährt sich Anfang August. Ausgelöst wurde die Bewegung damals durch die Abkehr der BOJ von der Nullzinspolitik und der Zinskurvenkontrolle. Seit Jahresbeginn sind die Renditen auf japanische Staatsanleihen am langen Ende deutlich um rund 0.8%-Punkte angestiegen. Ein Anstieg am kurzen könnte erneut für Verunsicherung am Aktien- und Devisenmarkt sorgen.

Anlageklassen – Anleihen / Aktien

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen in %, 5 Jahre



Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2025, indexiert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

5 AIP – Monitor 08/2025

Anleihen: fordert der Markt bald höhere Renditen?

- Aktuell liegen die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen in den USA bei 4.4%, in Deutschland bei 2.7% und in der Schweiz bei 0.4%. In Japan sind diese Sätze seit 2008 erstmals wieder auf über 1.6% gestiegen.
- Die verbalen Angriffe von Trump und Bessent auf Powell und die Fed haben zu einem Anstieg der Renditen am langen Ende geführt. Der politische Druck kann bis Ende Jahr zwei Zinssenkungen bewirken.
- Übergeordnet bleiben aber die Vorbehalte gegenüber den Auswirkungen der Massnahmen der Trump Administration bestehen: Steuerausfälle, steigende Staatsverschuldung, anziehende Inflation oder schwächere globale Wachstumsdynamik. Für diese Unsicherheit fordern die Investoren höhere Renditen.
- In Japan belastet die instabile politische Situation. Die liberale LDP-Koalition verliert nun auch die Mehrheit im Oberhaus und der Druck auf Ministerpräsident Ishiba steigt. Seit Monaten ziehen die Renditen am langen Ende an und dürften aufgrund des tiefen Anlegerinteresses bei Neuemissionen weiter anziehen. Angesichts der hohen Inflationsrate ergibt sich eine negative Realrendite von etwa -2,8 %, was kaum länger zu halten sein wird.
- Die Spreads auf Hochzins-, Unternehmens- und Schwellenländeranleihen haben sich weiter verengt und entschädigen kaum für das Risiko.

Berichtssaison erfreulich gestartet, Aktienrückkäufe und Dividenden stützen

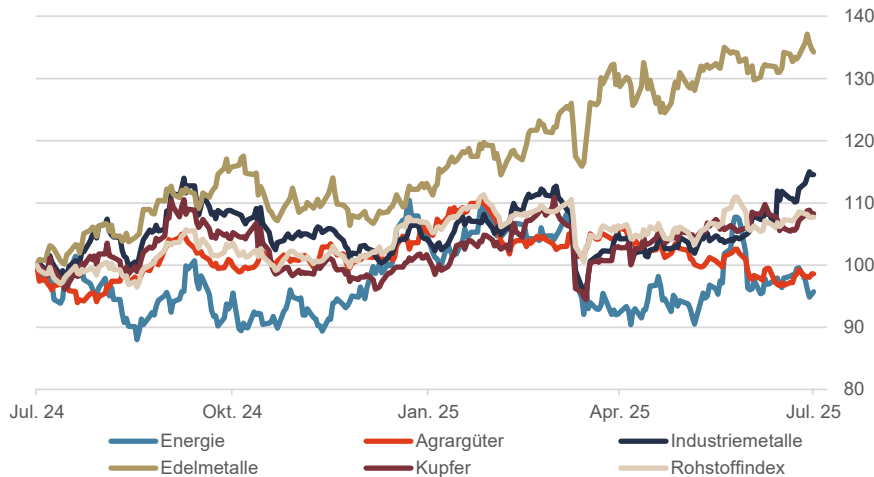
- Die Gewinnprognosen für das zweite Quartal wurden für den S&P 500 im Vorfeld von 12% auf 4% gesenkt, um nun deutlich übertroffen zu werden. Die Erwartungen für das laufende Quartal fielen unerwartet erfreulich aus. Der S&P 500 wie auch der Nasdaq eilen regelmässig zu neuen Rekordständen. Trotz anhaltender Unsicherheiten über die Zoll- und Handelspolitik bleiben die Konjunkturdaten solide. Schliesslich hat auch der schwache Dollar die Gewinnentwicklung der amerikanischen Unternehmen begünstigt.
- Die Frist am 1. August für die neu festgelegten Zölle könnte kurzfristig erneut für höhere Volatilität sorgen, was wir aber als Kaufgelegenheit einstufen.
- In **Europa** zeichnet sich in den Unternehmensergebnissen ein Trend zu einem schwächeren Umsatzwachstum ab. Preise konnten mehrheitlich weiter angehoben werden, hingegen belastet die mengenmässige Entwicklung. Darüber hinaus verursachen drohende Zölle auf EU-Importe zusätzlichen Margendruck bei exportorientierten Unternehmen.
- Allgemein befinden sich Aktienrückkäufe und Dividendenzahlungen auf rekordverdächtigem Niveau und bieten eine solide Kursunterstützung, was insbesondere auf Schweizer Aktien zutrifft.

Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

Euro und Dollar gegen Franken (1 Jahr)



Rohstoffindizes (12 Monate)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Sinkflug des Dollars unterbrochen

- Zum Schweizer Franken hat der **USD** in den letzten Monaten rund 14% verloren und konsolidiert nun bei rund 0.80. Technisch findet der Kurs auf diesem Niveau Unterstützung. Seit der Euro-Krise von 2011 und der Aufhebung der Kursbindung des Frankens an den Euro durch die SNB im Januar 2015 wurden diese Werte nicht mehr erreicht, was den Nimbus als sicherer Hafen und das Ausmass des Vertrauensverlustes in den Dollar widerspiegelt.
- Das Währungspaar **EUR/CHF** notiert seit Monaten in einer engen Spanne um die Marke von 0.94. Der Kurs ist durch ein Gleichgewicht aus politischer Unsicherheit in Europa und einer vorsichtigen geldpolitischen Haltung der SNB gestützt, relativ stabil.
- Die derzeitige Dollar-Schwäche zieht sich durch zahlreiche Währungspaare hindurch und steht vorab mit der veränderten, aggressiven Handelspolitik der USA im Zusammenhang. Diese Massnahmen führen zu einem erheblichen Vertrauensverlust, der durch die verbalen Angriffe auf die Unabhängigkeit der amerikanischen Notenbank noch verstärkt wird.
- Während kurzfristig eine technische Erholung im Dollar möglich scheint, wird die Dollar-Schwäche mittelfristig Bestand haben.

Zeitfenster für Gold-Konsolidierung läuft aus

- Der **Goldkurs** befindet sich erneut nahe den Höchstständen der letzten drei Monate. Ein überschreiten dieser technisch wichtigen Widerstände eröffnet weiteres Aufwärtspotential bis 3'770 und möglicherweise 4'600 USD pro Unze.
- Haupttreiber sind nach wie vor die geopolitische und finanzielle Unsicherheit, die anhaltende Nachfrage von Zentralbanken v.a. aus BRICS+-Staaten, die Abkehr vom Dollar, die Angst vor einer anziehenden Inflation oder die global steigende Verschuldung.
- Während der Konsolidierungsphase im Gold erfreuten sich die **weissen Edelmetalle**, wie Silber, Platin und Palladium einer starken Nachfrage und sie konnten einen Teil ihrer relativen Unterperformance zum Gold abbauen, weisen aber weiteres Potenzial auf.
- Die hochvolatilen Erdölnotierungen sind aus den USA und durch die OPEC+ politisch beeinflusst. Nach der Beendigung der militärischen Intervention von Israel und den USA im Iran sind die Kurse wieder unter Druck, dies trotz Ferien bedingt höherer Nachfrage.
- Die übrigen Rohstoffsektoren wie Industriemetalle und Agrargüter verzeichnen steigende Notierungen und tragen zu einem Kursanstieg im zusammengefassten Rohstoffindex bei.
- **Gold ist strategisch gesehen ein unverzichtbares Element** der Portfoliodiversifikation. Mit einer positiven Einschätzung halten wir an unserer Position fest.

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.