

AIP MONITOR 09/2025

DEN PULS DER MÄRKTE SPÜREN

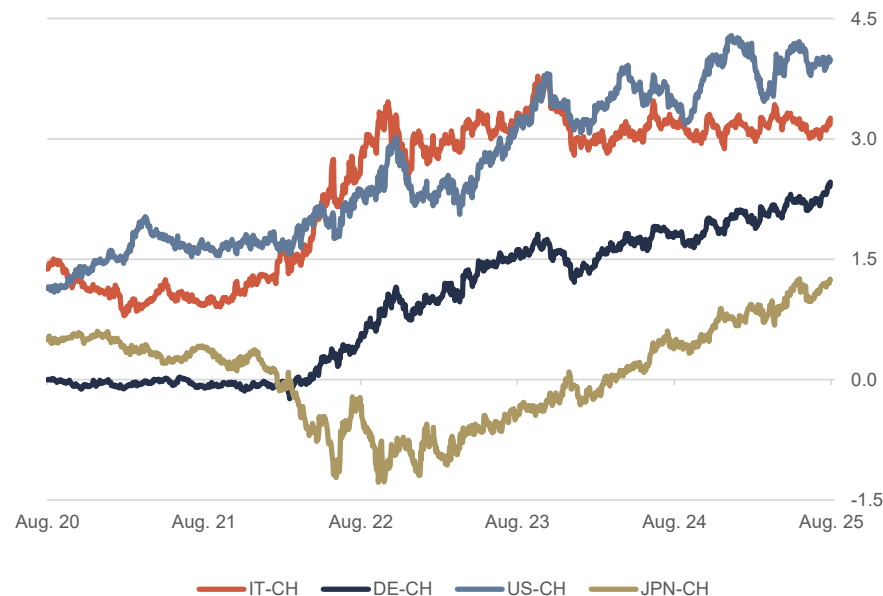
AIP AMBASSADOR
INVESTMENT
PARTNER

Executive Summary

- Die Schweizer Industrie leidet im zweiten Quartal unter der Zollpolitik der USA, dabei sind die neuen Zölle in Höhe von 39% noch nicht berücksichtigt.
- Für die Eurozone konnte im abgelaufenen Quartal ein leichtes Wachstum ausgewiesen werden. Die Binnennachfrage liefert ermutigende Signale, Deutschland bleibt mit einem Negativwachstum das Sorgenkind.
- Die globalen Wachstumsaussichten leider unter den Handelshemmnissen und in den USA führen die Zölle zu wieder steigenden Preisen (Inflation).
- Trump und Bessent fordern von der US-Notenbank substanzielle Zinssenkungen, was durch die Wirtschaftsdaten vorerst nicht gerechtfertigt scheint. Bessent wagt es auch, auf die Notenbank Japans verbal Einfluss zu nehmen.

- An den globalen Anleihenmärkten ist die Stimmung ruhig und die Renditen bewegen sich kaum.
- Die wichtigsten Aktienmärkte verharren unter abnehmender Marktbreite in der Nähe ihrer Höchststände. Einzelne Techwerte kommen unter Druck.
- Der Sinkflug des US-Dollar ist unterbrochen, mittelfristig könnte aber weitere Schwäche folgen.
- Gold widerspiegelt den Vertrauensverlust in den US-Dollar und die im Hintergrund drohende erneute Zinskurvenkontrolle durch die Zentralbanken.

Zinsaufschläge ausgewählter Länder vs 10-j. Eidgenossen (5 Jahre)



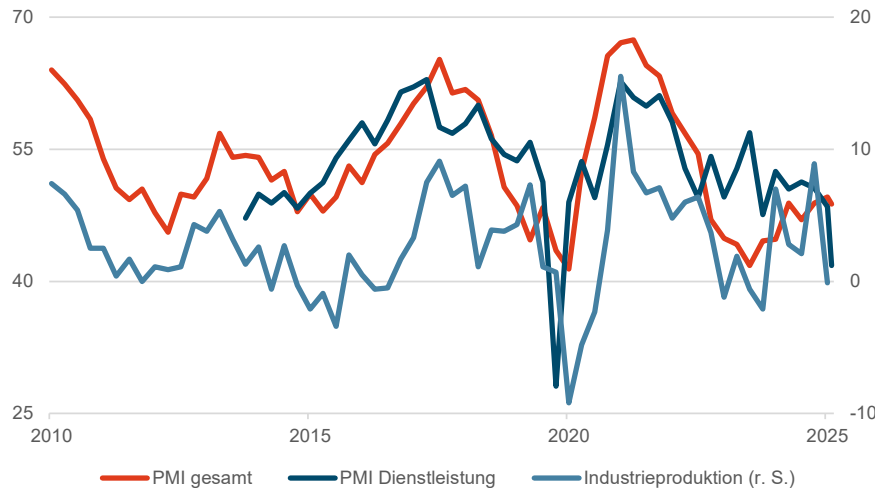
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Zinsaufschläge global

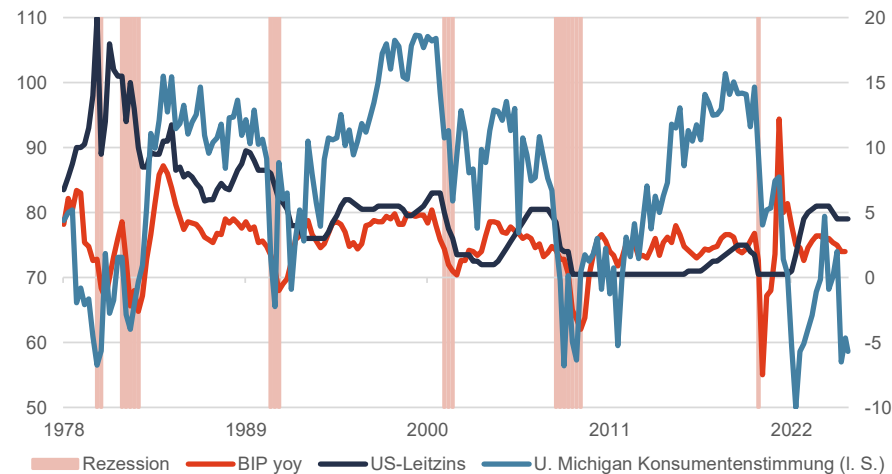
- Die 10-jährigen Renditen auf Schweizer Staatsanleihen sind seit rund anderthalb Jahren unter den führenden Notenbanken die Tiefsten und stehen für eine geringe Inflation, starken Franken, niedrige Verschuldung und hohe Stabilität.
- Seit der Aufgabe der Nullzinspolitik der Bank of Japan und der Lockerung – aber nicht der vollständigen Aufgabe – der Zinskurvenkontrolle, also die direkte Einflussnahme auf die langlaufenden Anleihen, steigt der Zinsaufschlag der japanischen Anleihen gegenüber den Schweizer Papieren am deutlichsten an. Die hohe Verschuldung Japans sowie die stark negativen Realzinsen stehen im Widerspruch mit der Realität. Die enttäuschende Nachfrage der letzten Emissionen ist ein klares Zeichen, dass der Markt höhere Renditen fordert.
- Auch in den USA spiegelt der Anstieg des Zinsaufschlags die hohe und weiter zunehmende Staatsverschuldung, die politische Unsicherheit sowie die anhaltend hohe Inflation wider.
- Der Aufschlag für Deutschland lag trotz höherer Inflation und Verschuldung lange Zeit bei null und ist nun auf rund 2.5% angestiegen – auf ein Langzeithoch seit mindestens 30 Jahren.
- Bemerkenswert sind die konvergierenden Zinsaufschläge von Griechenland und Italien mit jenen von Frankreich. Die ehemaligen «Sündenknaben» haben ihren Haushalt unter Kontrolle, während Frankreich die Verschuldung massiv ausgeweitet hat und der Haushaltsentwurf des französischen Premierministers Bayrou kaum mehrheitsfähig ist.
- Sind die anziehenden Aufschläge erste Anzeichen aufziehender Probleme, die zu massiven staatlichen Eingriffen führen?

Konjunktur

Schweiz: Industrieproduktion vs. Einkaufsmanagerindizes (seit 2010)



USA: Wachstum, Leitzins, Stimmung und Rezessionsphasen (seit 1978)



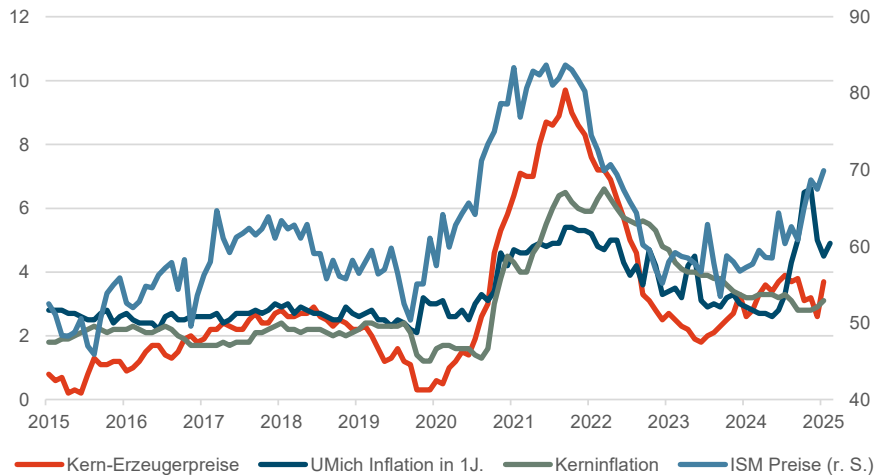
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Bremseffekte, aber uneinheitliche Signale

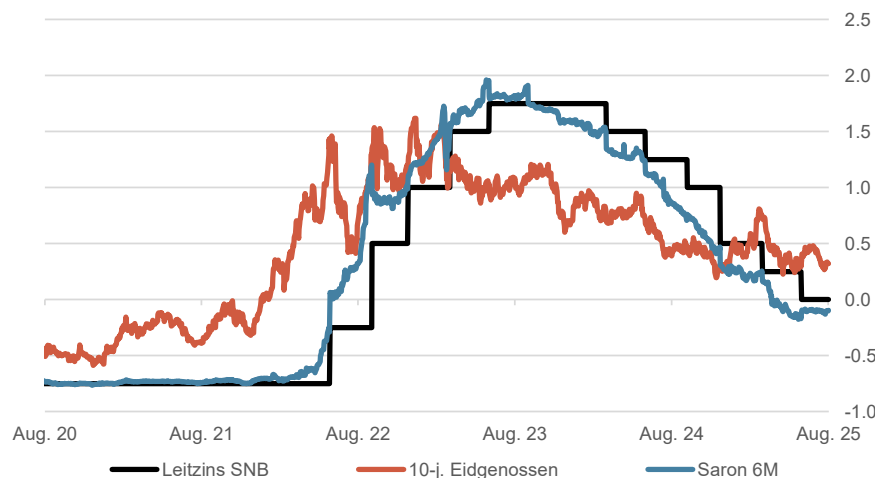
- Die Schweizer Industrie leidet bereits im zweiten Quartal unter der Zollpolitik der US-Regierung. Insbesondere Automobilzulieferer sind betroffen. Die Produktion geht hier im Vergleich zum Vorjahr um 10% zurück. Die Flaute in der europäischen – und v.a. in der deutschen – Automobilindustrie macht sich weiterhin bemerkbar. Über alle Branchen hinweg resultiert ein Minus von 0.1%. Die Erhöhung der Zölle auf Schweizer Exporte in die USA auf 39% ist darin noch nicht berücksichtigt und wird sich erst in der zweiten Jahreshälfte im Handelsvolumen niederschlagen.
- Die Eurozone konnte im zweiten Quartal ein Wachstum von 0.1% ausweisen, wobei Frankreich und Spanien stärker zum Wachstum beigetragen haben als erwartet. Die anziehende Binnennachfrage liefert ein ermutigendes Signal und fängt die etwas schwächeren Exportzahlen auf.
- Das zwischen den USA und der EU geschlossene Handelsabkommen mit Zöllen in der Höhe von 15% führt zu mehr Planungssicherheit. Stützend wirken zudem die höhere wirtschaftspolitische Sicherheit sowie staatliche Fiskalpakete. Dennoch wird die höhere Belastung auf Exporten in die USA im zweiten Halbjahr zu einer Wachstumsverlangsamung führen.
- Auch in den USA trüben sich die Konjunkturdaten ein. Der Zoll-bedingte Preisanstieg zeigt sich mit 3.7% deutlich in der Kernrate der Erzeugerpreise für den Monat Juli, die sich dann mit etwas Verzögerung auch in den Konsumentenpreisen auswirken werden. Auch in dieser Entwicklung sind die ab dem 1. August geltenden höheren Zölle noch nicht abgebildet. Es dürfte entsprechend in den kommenden Monaten zu einem weiteren Preisanstieg kommen. Auch von den Einkaufsmanagern wird ein Preisschub erwartet. Die Komponente steigt von 67.5 auf 69.9 Punkte.
- Während das BIP-Wachstum für das zweite Quartal, die Erhebung des Conference Board zur Konsumentenstimmung im Juli und die Umfragewerte von S&P Global bei den Einkaufsmanagern für den Dienstleistungssektor erfreulich ausgefallen sind, trüben sich die von ISM erhobenen Daten wie auch die Handelsaktivität ein. Die überhitzte Arbeitsmarktsituation kühlt sich weiter ab, was momentan als positiv aufgenommen wird, aber bald ins Gegenteil kippen und auch Rezessionsorgen aufkommen lassen könnte.
- Für die Berechnung der US-Zölle gilt entweder das Herkunftsland oder der Standort, in dem substantielle Veränderungen vorgenommen wurden.

Geldpolitik

USA: Inflationsdaten und vorlaufende Indikatoren (10 Jahre)



Schweiz: SNB-Leitzins, Saron 6 Monate und Rendite 10-j. Govis (5 Jahre)



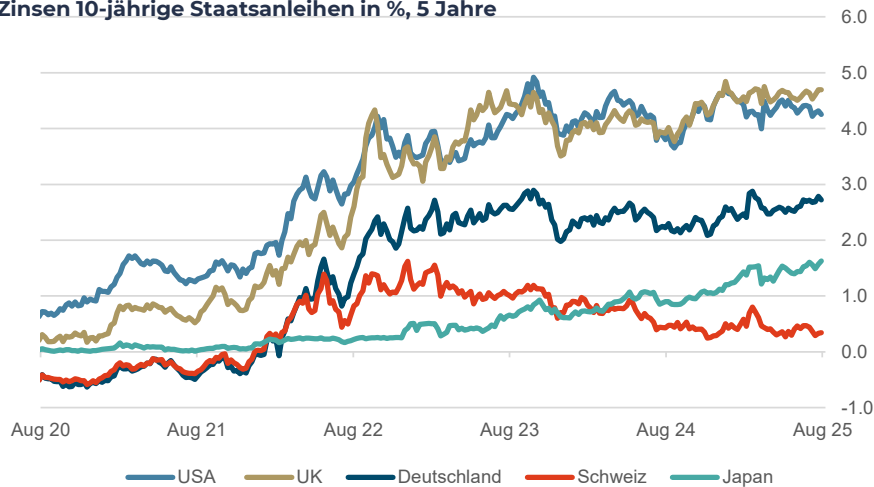
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Hoher politischer Druck und Fokus auf Prognosen, nicht auf Fakten

- Donald Trump nutzt den Rücktritt der eher moderaten Adriana Kugler aus dem Direktorium der amerikanischen Notenbank, um mit Stephen Miran einen engen Verbündeten und den Verfasser des radikalen «Mar-a-Lago Accord», dem wirtschaftspolitischen Basiskonzept der Trump-Administration, temporär zu installieren. Die Bestätigung durch den Senat ist Formsache.
- Das Weisse Haus zeigt damit deutlich, dass es mehr Einfluss auf die Geldpolitik der US-Notenbank nehmen will, mit dem Ziel, den Dollar zu schwächen und die Zinsen spürbar zu senken. Finanzminister Scott Bessent verlangt von der Fed Zinssenkungen von bis zu 1.75 Prozentpunkten. Gleichzeitig fordert er von der Bank of Japan eine kräftige Zinserhöhung, da er der Ansicht ist, dass sie bei der Bekämpfung der Inflation zu zögerlich vorgeht. Die japanische Regierung wies diese Kritik zwar offiziell zurück, dennoch rechnet der Markt damit, dass die BOJ in den kommenden Monaten ihre Leitzinsen anheben wird.
- Für die Nachfolge von Jerome Powell als Fed-Chef gilt Christopher Waller als Favorit. Er hatte an der letzten Sitzung gemeinsam mit Michelle Bowman für Zinssenkungen gestimmt. Die Fed dürfte trotz ihrer restriktiven Haltung aufgrund eines möglichen Inflationsschubes in den kommenden Monaten Zinssenkungen vornehmen und damit den schwächeren Wirtschaftsdaten wie auch dem politischen Druck von Donald Trump nachgeben.
- Bis zum Jahresende erwarten wir handelsbedingt global schwächere Konjunkturdaten und ausserhalb der USA desinflationäre Tendenzen, die auch durch die Währungsaufwertung von Euro und Franken begünstigt wird. Die tiefen Inflationsraten in der EU und in der Schweiz geben den Notenbanken Spielraum, mit weiteren Zinsschritten abzuwarten. Zudem hat die SNB mehrfach betont, keine Negativzinsen mehr einführen zu wollen.
- Die Zinssenkungen der chinesischen Zentralbank summieren sich auf knapp ein Prozent und vermochten weder die Immobilienkrise aufzufangen noch den Binnenkonsum zu beleben. Die verhaltene Nachfrage resultiert in einem geringen Preisdruck.
- Mit Spannung wurde das Treffen der Notenbank-Chefs in Jackson Hole, Wyoming und die Rede von Jerome Powell erwartet sowie die Änderungen am geldpolitischen Rahmenwerk der Fed. Zu diesen Anpassungen gehören die Aufhebung der Zinsuntergrenze (effective lower bound) als Richtgrösse, die Inflation soll nicht länger ein vorheriges Unterschreiten des 2%-Ziels kompensieren dürfen und für den Arbeitsmarkt soll neu sowohl ein Über- wie auch bisher ein Unterschreiten berücksichtigt werden. Das Inflationsziel von 2% bleibt bestehen und Entscheide sollen auf einer ausgewogenen Abwägung zwischen Inflation und Beschäftigung getroffen werden.
- Die Märkte bewegte aber die Aussage, dass die jüngsten Wirtschaftsdaten eine Lockerung der Geldpolitik im September rechtfertigen könnte. Renditen gaben nach, Aktienindizes zogen deutlich an und der Dollar wertete ab.

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 09/2025

Anleihen: Renditen reagieren auf Inflation und Verschuldung

- Aktuell liegen die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen in den USA bei 4.3%, in Deutschland bei 2.7% und in der Schweiz bei 0.3%. In Japan sind diese Sätze seit 2008 erstmals wieder auf über 1.6% gestiegen.
- Trotz der sich verschlechternden Prognosen über die zunehmende Staatsverschuldung aufgrund von Steuerausfällen – verursacht durch das jüngst verabschiedete Steuer- und Ausgabenpaket – und schwächerer globaler Wachstums-dynamik hält sich der Druck auf die Anleihenmärkte in Grenzen. Üblicherweise würden Investoren für solche Unsicherheiten höhere Renditen fordern.
- Möglicherweise spielt aber ein anderes Szenario die dominierende Rolle in dieser Situation. Nicht wenige Analysten gehen – nicht zuletzt wegen den «Mar-a-Lago Papers» – davon aus, dass die Zentralbanken unter der Führung der Fed global auf eine koordinierte Politik der Zinskurvenkontrolle einschwenken könnten. Dies könnte zumindest in den USA die stabilen Renditen am langen Ende erklären, die angesichts der anziehenden Inflation höher ausfallen müssten.
- Die Spreads auf Hochzins-, Unternehmens- und Schwellenländeranleihen haben sich weiter verengt und entschädigen kaum für das zusätzliche Risiko.

Aktien: Nahe der Allzeithoch

- Die US-Aktienmärkte haben in den letzten Wochen weiter zugelegt. Nasdaq und S&P 500 liegen mehr als 10 Prozent im Plus, während der Dow Jones etwas hinterherhinkt. Auch der Russell 2000 hat inzwischen ins positive Terrain gedreht. Allerdings gilt das alles in USD gerechnet. Getragen wurde der jüngste Anstieg von positiven Unternehmenszahlen zum zweiten Quartal. Mit einem Gewinnwachstum von knapp 12% haben die US-Unternehmen die Erwartungen der Analysten übertroffen.
- In Europa zeigen sich die Märkte weiterhin freundlich mit einer seitwärts gerichteten Tendenz. Am stärksten haben die südeuropäischen Börsen zugelegt, mit einem Plus von rund 30 Prozent. Dahinter folgen der DAX mit 22 Prozent sowie EuroStoxx und FTSE 100 mit je 12 Prozent. Der SMI hinkt mit 8 Prozent etwas hinterher.
- Momentan scheinen die Aktienmärkte die Zollthematik, oder besser gesagt den Rückbau der Globalisierung, komplett auszublenden. Es scheint uns aber nur eine Frage der Zeit zu sein, bis drohende Zölle und deren inflationäre Wirkung sowie die zurückhaltenderen Investitionsprojekte von Unternehmen und Konsumenten ihre Spuren in den Bilanzen und Erfolgsrechnungen hinterlassen.
- Zusätzlich beobachten wir insbesondere in den US-Märkten eine sehr geringe Marktbreite und teilweise groteske Übertreibungen bei Börsengängen.

AIP AMBASSADOR
INVESTMENT
PARTNER

Anlageklassen – Währungen und andere Anlagen

Euro und Dollar gegen Franken (12 Monate)



Rohstoffindizes (12 Monate)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen: Sinkflug des Dollars unterbrochen

- Zum Schweizer Franken hat der US-Dollar im Laufe des Jahres rund 12 Prozent verloren und bewegt sich nun um die Marke von 0.80. Solche Niveaus wurden zuletzt während der Euro-Krise 2011 und nach der Aufhebung der Euro-Anbindung durch die SNB im Januar 2015 verzeichnet. Dies unterstreicht den Nimbus des Frankens als sicherer Hafen und verdeutlicht zugleich das Ausmass des Vertrauensverlustes in den Dollar. Haupttreiber sind die aggressive Handelspolitik der USA und die verbalen Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank, welche die Verunsicherung zusätzlich verstärken. Zwar ist kurzfristig eine technische Erholung denkbar, mittelfristig dürfte die Dollar-Schwäche jedoch anhalten.
- Das Währungspaar EUR/CHF verharrt seit Monaten in einer engen Spanne um 0.94. Gestützt wird diese Stabilität durch ein Gleichgewicht zwischen politischer Unsicherheit in Europa und der vorsichtigen geldpolitischen Haltung der SNB.

Gold: Konsolidierung hält an

- Der Goldkurs befindet sich seit drei Monaten in einer Konsolidierungsphase zwischen USD 3'300 und 3'400. Ein überschreiten dieser technisch wichtigen Widerstände würde weiteres Aufwärtspotential eröffnen.
- Anleger suchen im Edelmetall eine Absicherung gegen mögliche Massnahmen wie Zinskurvenkontrolle oder finanzielle Repression, also eine politisch verordnete negative Realverzinsung. Solche Schritte könnten die Schuldenlast verringern, weil Staaten ihre Verbindlichkeiten in einem Umfeld tiefer Zinsen und gleichzeitig höherer Inflation real schneller abbauen können. Umstritten sind solche Massnahmen, weil sie kurzfristig die Staatsfinanzen entlasten, gleichzeitig aber das Vertrauen in die Kapitalmärkte schwächen und den Anreiz für Sparer und Investoren untergraben. Anleger würden faktisch teilenteignet, da ihre Ersparnisse real an Wert verlieren.
- Die Risiken reichen von Kapitalflucht und Währungsabwertung über höhere Finanzierungskosten für Unternehmen bis hin zu Instabilitäten im Finanzsystem.
- So erklärt sich auch die seit Jahren anhaltende Nachfrage von Zentralbanken v.a. aus BRICS+-Staaten, welche sich vom US-Dollar abkehren und ins Gold diversifizieren.
- Gold bleibt somit strategisch gesehen ein unverzichtbares Element der Portfoliodiversifikation. Mit dieser 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.