

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.
- Moody's senkt das Rating für US-Staatsanleihen und sorgt für leicht steigende Renditen. Staatsverschuldung und Haushaltsdefizit werden als Gründe aufgeführt.
- Bis Ende Jahr werden von den Notenbanken weitere Zinssenkungen erwartet.



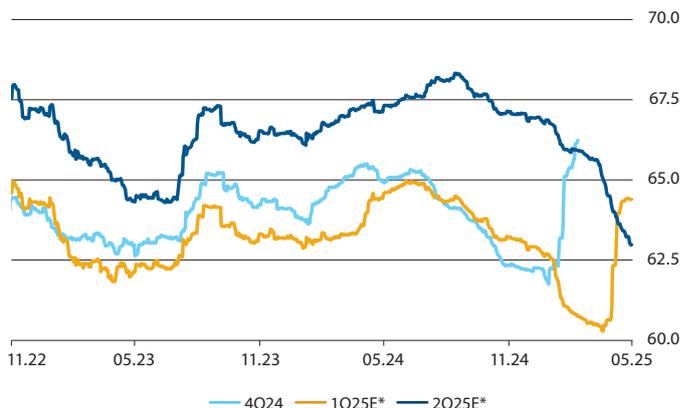
Fokusthema

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 Basisgüter, 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 hingegen 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.

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



E* = Erwartungswert für das erste und zweite Quartal 2025

Quelle: Bloomberg Finance L.P.

USA schrumpft im ersten Quartal

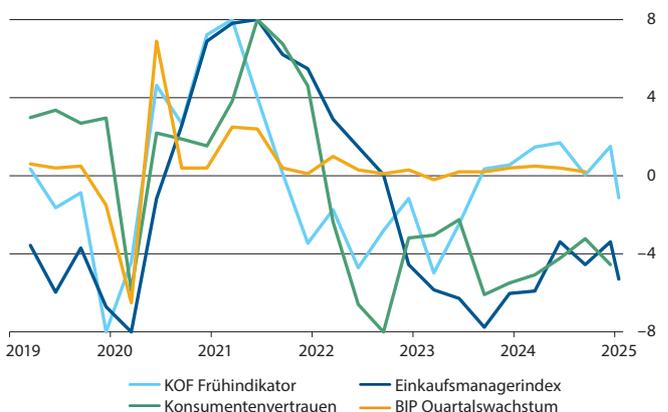
- Das reale Bruttoinlandprodukt der USA schrumpfte im ersten Quartal 2025 auf Jahresbasis und saisonbereinigt um 0,3%. Dies stellt die erste Kontraktion seit Anfang 2022 dar. Hauptsächlich tragen die gestiegenen Importe und die reduzierten Staatsausgaben dazu bei.
- Der US-Arbeitsmarkt schwächt sich zwar leicht ab, zeigt 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 Schweizer Franken 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.

USA: Inflation PCE-Kernrate (seit 2010)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

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



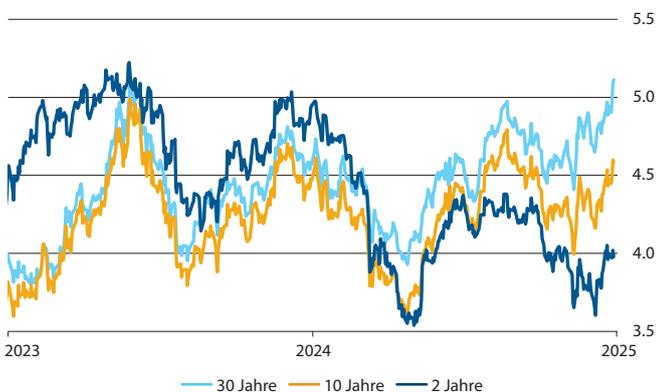
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Moody's stuft die USA als letzte Agentur auf Aa1 herab

- 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, des 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.

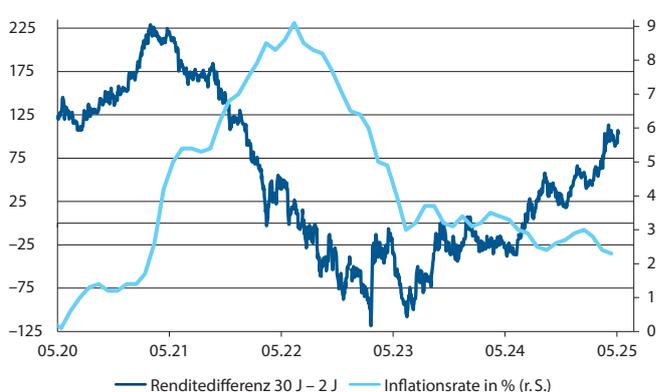
- Die wichtigsten Zentralbanken befinden über ihre nächsten Schritte zwischen dem 5. und 19. Juni. Von der EZB (5.6.) und der SNB (19.6.) werden Zinssenkungen um je 25 Basispunkte erwartet auf 2,0% resp. 0,0%. Jeweils ein weiterer Schritt ist bis zum Jahresende in den Terminmärkten eingepreist.
- Die 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.

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



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

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



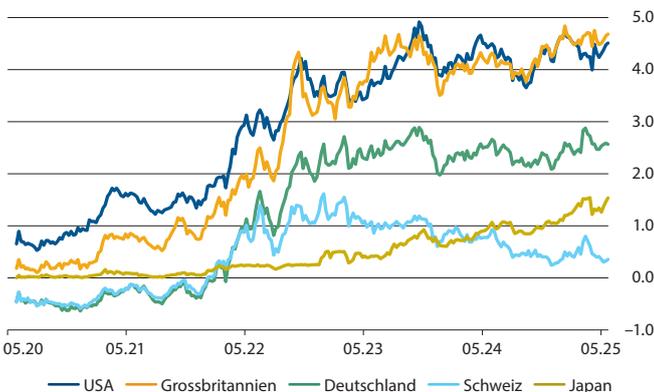
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

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.

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen in % (5 Jahre)

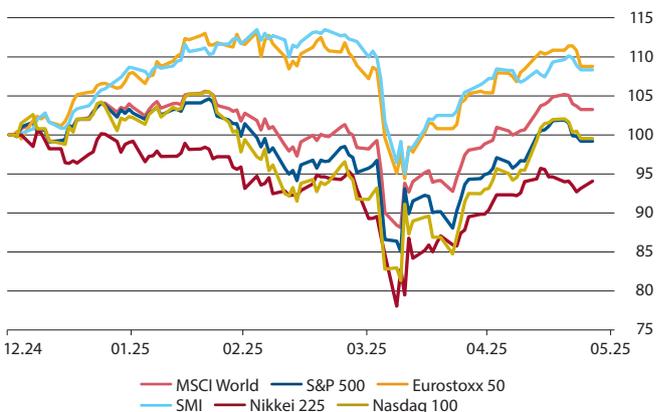


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

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.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2025, indexiert, in Lokalwährung



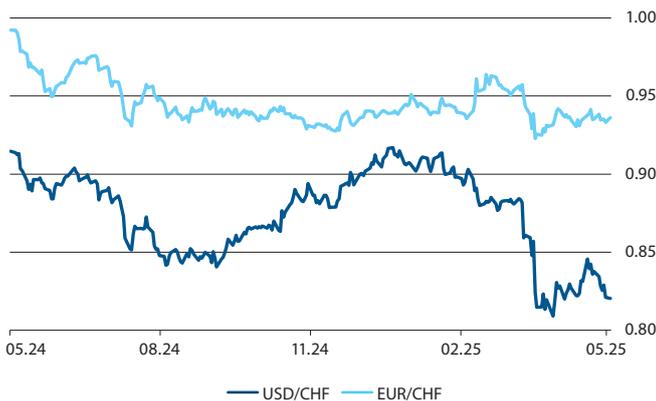
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

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.

Euro und Dollar gegen Franken (1 Jahr)

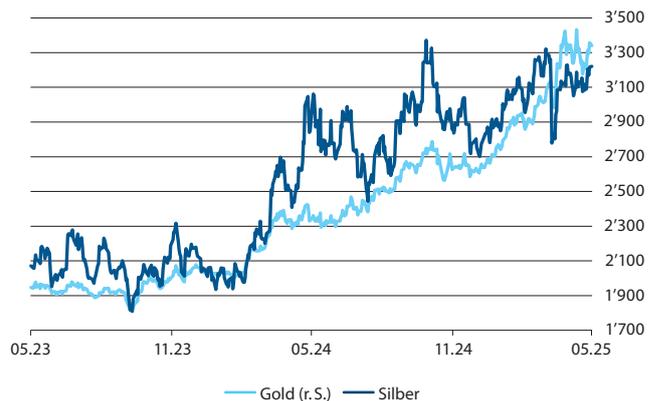


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

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.

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



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es ist weder Angebot noch Aufforderung für den Kauf oder Verkauf von Produkten. Für Richtigkeit und Vollständigkeit wird keine Gewähr übernommen. Die Publikation entstand in Kooperation mit Aquila.