

Vontobel

# Investors' Outlook

Schadens-Check nach  
dem Sturm



Mai 2025



### 3 Editorial

### 4 Anlagestrategie

Wolken am Horizont

### 6 Markt-Highlights

Von «Mar-a-lago» zu «charismatischen Chefköchen»

### 10 Anlageklassen im Fokus

### 14 Prognosen

### 17 Referenzen

Glossar und Quellen

#### Herausgeber

Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zürich

#### Redaktion

**Corinne Gretler**,  
Senior Investment Writer,  
Vontobel  
**Investment Content Team**,  
Vontobel

#### Autoren

**Stefan Eppenberger**,  
Chief Investment Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel  
**Michaela Huber**,  
Senior Cross-Asset Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel  
**Christopher Koslowski**,  
Senior Fixed Income & FX Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel  
**Mario Montagnani**,  
Senior Investment Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel  
**Clémence Rusek**,  
Senior Investment Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel  
**Dan Scott**,  
Head Multi Asset,  
Chief Investment Officer,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

#### Erscheinungsweise

Zehnmals pro Jahr  
(nächste Ausgabe 5. Juni 2025)

#### Konzept

MetaDesign AG

#### Gestaltung & Realisation

Vontobel

#### Bilder

Gettyimages,  
Vontobel

#### Redaktionsschluss

7. Mai 2025

#### Bemerkungen

Siehe «Rechtliche Hinweise» auf Seite 15

# Schadens-Check nach dem Sturm



**Dan Scott**  
Head Multi Asset,  
Chief Investment Officer,  
Vontobel

## Geschätzte Leserschaft

Die Zölle bleiben eine der disruptivsten Kräfte an den globalen Märkten, und obwohl sich der Wind gelegt hat, sind wir noch weit davon entfernt, das volle Ausmass des Schadens zu begreifen. Derzeit verharren die Märkte in beklommener Stille, nachdem das Auge des Sturms vorübergezogen ist und eine erhebliche Unsicherheit hinterlassen hat.

Letztlich war es der Anleihenmarkt, der US-Präsident Donald Trump dazu brachte, seine aggressive Strategie zu pausieren – eine stille Rebellion der Anleiheninvestoren angesichts steigender Renditen und der herrschenden Verunsicherung<sup>1</sup>. Doch diese Pause bietet wenig Grund zur Beruhigung. Durch die anhaltende Unsicherheit wurde auch das Vertrauen in einen anderen traditionell sicheren Hafen erschüttert: den US-Dollar. Der Goldpreis hingegen ist weiter in die Höhe geschneilt, getrieben von sicherheitsorientierten Anlegern. Und die Märkte sind weiterhin hochgradig reaktiv: Trump attackiert den Chef der US-Notenbank Fed, Jerome Powell, und die Börsen knicken ein<sup>2</sup>. Er rudert zurück, und die Kurse erholen sich<sup>3</sup>. Es scheint, als befänden wir uns in einem Marktumfeld, in dem Stimmung mehr zählt als Substanz. Für die Anleger könnte das ein Signal zur Vorsicht sein.

Wir bleiben zurückhaltend und sind weiterhin überzeugt, dass sich die Inflation abkühlt, die Zinsen weiter sinken und die Renditen entsprechend nachziehen werden. Makroökonomisch sind wir nicht pessimistisch gestimmt. Wir sind aber vorsichtig, setzen entsprechend auf Liquidität und beobachten die Lage genau, bis sie transparenter wird. Diese Klarheit dürfte sich nicht vor Ende des zweiten Quartals einstellen, wenn die Berichtssaison hinter uns liegt und sich hoffentlich eine geopolitische Deeskalation abzeichnet.

## → Webcast

Um unseren Webcast zu den neuesten Marktentwicklungen zu sehen, klicken Sie bitte [hier](#).

In den USA sind die Aktienbewertungen gesunken, aber immer noch nicht günstig angesichts des Risikos, dass es bei den Unternehmensgewinnen zu weiteren Abwärtskorrekturen kommen könnte. Das Investment Committee der Multi Asset Boutique hat sich dazu entschieden, keine Änderungen an seiner Asset-Allokation vorzunehmen.

Zum jetzigen Zeitpunkt gilt unser Interesse der Schadensanalyse. Wie viel Vertrauen herrscht noch unter Konsumenten und Kleinbetrieben, zwei tragenden Säulen der US-Wirtschaft? Was signalisieren die Unternehmen durch ihre Investitionspläne? Wie passen sich die Lieferketten an die anhaltenden Spannungen mit China an? Solange wir nicht bessere Antworten haben, ist es unseres Erachtens zu früh, Entwarnung zu geben.

Wir glauben nicht, dass jetzt der Moment für kühne Schachzüge ist. Ein Kurswechsel in Richtung Deregulierung und Steuererleichterungen könnte bevorstehen und die ersehnte Wolkenlücke für die Märkte bringen. Aber im Augenblick halten wir Geduld und Diversifikation für entscheidend. Wir haben auch ein Auge auf die bevorstehenden Handelsgespräche und -abkommen. Die Fed hat die Zinssätze unverändert gelassen und betont, dass es angesichts der Unsicherheit über die wirtschaftlichen Aussichten keinen Grund zur Eile für eine Senkung gibt.

In diesem Investors' Outlook beschäftigen wir uns detailliert mit Trumps Ambitionen, «Amerika wieder gross zu machen». Ausserdem untersuchen wir die Botschaft des Anleihenmarktes und nehmen den Gold-Hype genauer unter die Lupe.

Es mag heller am Himmel werden, doch bevor der Wiederaufbau beginnen kann, müssen wir uns erst über die Schäden im Klaren sein.

<sup>1</sup> Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 17



—  
**Stefan Eppenberger**  
Chief Investment Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

# Wolken am Horizont

**Dunkle Wolken ziehen über der US-Wirtschaft auf, während sich Konsumenten und Unternehmen im Nebel des Handelskonflikts vorantasten. Auch wenn die Phase der «maximalen Handelsunsicherheit» vermutlich überstanden ist, hat die Wirtschaft bereits Schaden genommen.**

Trotz der scharfen Rhetorik scheint die Reaktion des Anleihenmarkts Donald Trump zu einer Kurskorrektur veranlasst zu haben. In einer überraschenden Kehrtwende kündigte er eine 90-tägige Zollpause an und senkte die meisten Zölle wieder auf «nur» 10 %. Handelsberater Peter Navarro geht davon aus, dass in dieser Zeit einige Abkommen geschlossen werden.

Doch die Stimmung an den Finanzmärkten hat sich gewandelt. Nach Monaten des Optimismus kehren die Rezessionsängste zurück. Gemäss der Global Fund Manager Survey der Bank of America<sup>4</sup> hält fast die Hälfte der Finanzmanager einen globalen Abschwung innerhalb eines Jahres inzwischen für das wahrscheinlichste Szenario.

Zahlreiche Investoren stellen sich die Frage, ob eine Rezession unausweichlich ist. Frühindikatoren wie die Stimmungsumfragen sind bereits merklich eingebrochen. Nun besteht die Besorgnis, dass realwirtschaftliche Indikatoren wie die US-Arbeitsmarktdaten folgen könnten.

Zwar fiel der Arbeitsmarktbericht im März besser aus als erwartet und die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung – die quasi als Echtzeitindikator für Entlassungen gelten – sind rückläufig. Andere hochfrequente Konjunkturindikatoren wie die Stellenausschreibungen auf Indeed deuten jedoch auf eine Abschwächung hin.

Wir gehen davon aus, dass ein ausgeprägter Abschwung vermieden werden kann. Die privaten Haushalte haben ihre Verschuldung seit der Finanzkrise deutlich reduziert und die Unternehmensbilanzen sind weiterhin solide. Ausserdem erwarten wir zusätzliche fiskalische Stimuli. Die weitgehende Normalisierung der Inflation eröffnet mehreren Zentralbanken Spielraum für Zinssenkungen. Dennoch steht die US-Notenbank Fed unter Handlungsdruck. Nachdem Fed-Chef Jerome Powell Forderungen nach sofortigen Zinssenkungen zurückgewiesen hatte, wurde er von Trump öffentlich kritisiert. Dies verstärkte die Bedenken hinsichtlich politischer Einflussnahme, was wiederum Druck auf US-Staatsanleihen und den US-Dollar ausübte. Letztlich wird die Fed unserer Einschätzung nach die Zinsen senken müssen, wenn sich der Arbeitsmarkt deutlich verschlechtert – und bei Bedarf im Rahmen ihres Doppelmandats der Beschäftigung den Vorrang vor der Preisstabilität einräumen<sup>5</sup>.

|                                           | UNTERGEWICHTET <sup>6</sup> |        | NEUTRAL <sup>7</sup> | ÜBERGEWICHTET <sup>8</sup> |       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-------------------------------------------|-----------------------------|--------|----------------------|----------------------------|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                           | stark                       | leicht |                      | leicht                     | stark |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>1</b><br><b>Liquidität</b>             |                             |        |                      | →                          |       | Wir behalten unsere Übergewichtung in Liquidität bei und sind bereit, bei günstigen Gelegenheiten umzuschichten.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>2</b><br><b>Anleihen</b>               |                             | →      |                      |                            |       | Die Renditen auf Staatsanleihen, auch auf 10-jährige US-Treasuries, sind angesichts der Unsicherheit über die US-Politik und der jüngsten Nervosität über die Entwicklung des Welthandels gestiegen. Dies wirft die Frage auf, ob Anleihen – insbesondere US-Staatsanleihen – immer noch die gleichen Vorzüge als sichere Häfen bieten wie in der Vergangenheit. Auch andere Bereiche des festverzinslichen Segments wie Investment-Grade-Anleihen oder Hochzinsanleihen bieten unseres Erachtens kein angemessenes Rendite-Risiko-Verhältnis. Wir halten daher an unserer Untergewichtung von Investment-Grade- und Hochzinsanleihen sowie an unserer neutralen Einschätzung von Staats- und Schwellenländeranleihen fest.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>3</b><br><b>Aktien</b>                 |                             |        |                      | →                          |       | Nach wie vor bevorzugen wir Aktien gegenüber Anleihen und gewichten diese leicht über – mit einem Fokus auf Schwellenländeraktien. Mögliche Zinssenkungen in den USA und ein schwächerer US-Dollar – beides Teil unseres Basisszenarios – dürften Schwellenländeraktien unseres Erachtens unterstützen, wie bereits in der Vergangenheit beobachtet. Zudem könnte der «DeepSeek-Moment» <sup>9</sup> Anfang 2025 aus unserer Sicht neue wirtschaftliche Impulse in China gesetzt und den Weg für ein wirtschafts- und technologiefreundlicheres regulatorisches Umfeld geebnet haben. Unsere generelle Präferenz für Aktien stützt sich auf mehrere Faktoren: Erstens sind wir der Ansicht, dass die Phase grösster Unsicherheit im Handelskrieg überwunden ist, nachdem Donald Trump seine Haltung deutlich geändert hat. Zweitens gehen wir davon aus, dass derzeit (zu) viele Anleger pessimistisch sind – ein Faktor, der als konträres Signal interpretiert werden kann. Gegenüber Aktien aus den USA, der Schweiz, Japan und Europa bleiben wir neutral. |
| <b>4</b><br><b>Gold</b>                   |                             |        | →                    |                            |       | Auch unsere neutrale Positionierung in Gold behalten wir bei. Strukturell halten wir das gelbe Metall angesichts hoher Staatsverschuldung, schwindenden Vertrauens in Papiergeld und der Diversifizierungsbemühungen der Zentralbanken aus dem US-Dollar für attraktiv. Nach dem Anstieg über die Marke von USD 3500 pro Unze Ende April erscheint uns Gold jedoch taktisch überkauft.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>5</b><br><b>Rohstoffe</b>              |                             |        | →                    |                            |       | Rohstoffe beurteilen wir weiterhin neutral. Die Anlageklasse bietet zwar ein interessantes Diversifikationspotenzial, könnte aber unter Druck geraten, wenn sich das Wirtschaftswachstum weiter abschwächt oder die Organisation erdölexportierender Länder und ihre Verbündeten (OPEC+) eine Angebotsausweitung beschliessen. Entsprechende Spekulationen über einen möglichen Preiskampf innerhalb der OPEC+ nahmen Ende April erneut zu.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>6</b><br><b>Alternative Strategien</b> |                             |        | →                    |                            |       | Wir bleiben bei unserer neutralen Einschätzung für alternative Fonds und Immobilien.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |

# Von «Mar-a-wie-bitte?» zu «charismatischen Chefköchen»

Das imposante Mount Washington Hotel in Bretton Woods (1944), die von den Blue Mountains eingerahmte jamaikanische Hauptstadt Kingston (1976), das New Yorker Plaza Hotel (1985) – es scheint, als ob die Politiker dieser Welt wichtige Abkommen bevorzugt an «besten Lage» abschliessen<sup>10</sup>. Wird in Donald Trumps Privatklub-Residenz Mar-a-Lago bald ein weiteres Kapitel Wirtschaftsgeschichte geschrieben?





**Michaela Huber**  
Senior Cross-Asset Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel



**Stefan Eppenberger**  
Chief Investment Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

Stephen Mirans<sup>11</sup> im November 2024 veröffentlichtes Strategiepapier «A User's Guide to Restructuring the Global Trading System<sup>12</sup>» schlug unter Ökonomen ein wie eine Bombe. Wer sich durch das rund 40 Seiten starke Papier kämpfte, erfuhr, dass «die Wurzel der wirtschaftlichen Ungleichgewichte (...) in der anhaltenden Überbewertung des Dollars» liege, die einen Ausgleich des internationalen Handels verhindere. Diese Überbewertung sei primär auf den Status des US-Dollars als Weltreservewährung zurückzuführen. Infolgedessen verteuerten sich amerikanische Exporte und verbilligten sich Importe, wodurch die Wettbewerbsfähigkeit der US-Industrie

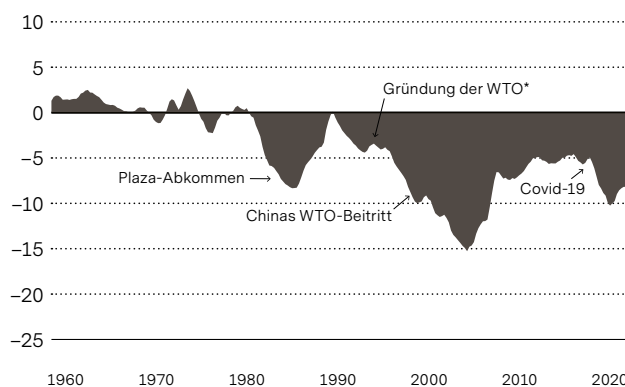
sinke und heimische Arbeitsplätze verloren gingen. Zölle seien ein Mittel, um diese wirtschaftlichen Ungleichgewichte zu korrigieren und Geld für den Staat einzunehmen. Noch effektiver sei es, wenn andere Volkswirtschaften ihre eigenen Währungen auf- und den US-Dollar abwerten – zumindest jene Volkswirtschaften, die weiterhin von der schützenden Hand des US-Militärs und/oder von handelspolitischen Zugeständnissen profitieren möchten. Miran machte sich u.a. für ein Währungsabkommen stark, bei dem sich die Zentralbanken wichtiger Handelspartner zu koordinierten Dollarverkäufen verpflichten. Ebenfalls denkbar sei eine Art «Nutzungsgebühr» für ausländische Gläubiger von US-Staatsanleihen (z.B. Staatsfonds, Zentralbanken).

Donald Trump scheinen Mirans Zeilen gefallen zu haben. Einen Monat, nachdem Miran sein Papier veröffentlicht hatte, nominierte Trump ihn als Vorsitzenden des «Council of Economic Advisers» im Weissen Haus. In den Folgemonaten wurden Gerüchte laut, dass Miran die treibende Kraft hinter Trumps rasanter Zollpolitik und den Klagen über den starken Dollar sei und dass es möglicherweise zu einem «Mar-a-Lago-Akkord<sup>13</sup>» kommen könnte, bei dem u.a. eine Abwertung des Dollars «beschlossen» werde.

Miran selbst ruderte bereits Ende März wieder zurück. In einem Bloomberg-Interview<sup>14</sup> auf die nervösen Märkte angesprochen, meinte er, sein Papier habe sich entgegen

**Grafik 1: Globalisierung und Freihandelsinitiativen haben zur Ausweitung des US-Handelsdefizits beigetragen**

In % des Bruttoinlandsprodukts (BIP)



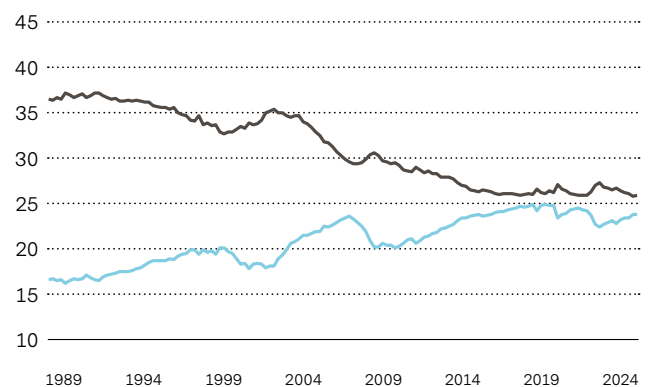
■ US-Leistungsbilanz

\*Welthandelsorganisation

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 23. April 2025.

**Grafik 2: Die US-Wirtschaft wächst, aber das Vermögen konzentriert sich überwiegend am oberen Ende**

Anteil am gesamten Vermögen der US-Haushalte, in %



— US-Einkommensbezieher der Mittelschicht\*  
— Top 1 % der US-Einkommensbezieher

\*Zwanzigstes bis achtzigstes Perzentil nach Einkommen der US-Bevölkerung

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 23. April 2025.

## 8 Markt-Highlights

seiner Absicht «verselbstständigt». Es handle sich eher um eine Art «Rezeptbuch», das dem Präsidenten eine Reihe von Optionen aufzeige. Einige der Rezepte seien einfach, einige schwierig, einige sättigend, und bei einigen «hat man nach einer halben Stunde wieder Hunger». Am Ende des Tages sei Trump der «Chefkoch», der die benötigten Zutaten auswähle.

### Trump kocht nicht erst seit gestern sein eigenes Süppchen

Beim Chefkoch brodelt es nicht erst seit Mirans Strategiepapier. US-Finanzminister Scott Bessent konstatierte kürzlich, Trump habe bereits vor vierzig Jahren gespürt, dass sich die amerikanischen Arbeiter nie vom «China-Schock» (gemeint ist Chinas Aufstieg zur wirtschaftlichen Supermacht infolge der Globalisierung) erholt hätten (Grafik 1). Es gebe massive Verteilungsprobleme, bei denen die einen profitierten, während andere seit Jahren ausgeweidet würden (Grafik 2). Lebensqualität und Lebenserwartung seien einfach gesunken. Man habe aufgehört, «Dinge herzustellen» (Grafik 3), vor allem Dinge, die für die nationale Sicherheit wichtig seien. Auch habe die Corona-Pandemie einmal mehr die Verletzlichkeit der globalen Lieferketten und die damit einhergehende Abhängigkeit von Handelspartnern aufgezeigt. Kurzum: nachdem die Wall Street lange floriert habe, sei nun die Zeit der «Main Street<sup>15</sup>» gekommen<sup>16</sup>.

Um der «Main Street» (z.B. mit Steuersenkungen auf Trinkgeld) unter die Arme zu greifen, braucht es Geld. Breit angelegte Stimulus-Massnahmen sind mit Blick auf die hohe Schuldenlast (und die Kosten zu deren Bedienung) schwierig (Grafik 4) – also müssen Zölle her. Scott Bessent geht davon aus, dass die US-Regierung mit den angekündigten Zöllen in einem Jahr voraussichtlich zwischen USD 300 und 600 Milliarden pro Jahr einnehmen wird.

Die mit den Zöllen einhergehenden Marktturbulenzen sind für Bessent kein Grund, vom aktuellen Kurs abzurücken. Die frühen Jahre unter Ronald Reagan seien ebenfalls «sehr holprig» gewesen. Ein Bauer sei sogar mit einer Schrotflinte bei der US-Notenbank Fed aufgetaucht, um deren Vorsitzenden Paul Volcker zu töten, nachdem er die Leitzinsen angehoben hatte. Letzten Endes, sagte Bessent, hätte sich die harte Zeit jedoch bezahlt gemacht. Reagan habe die Wiederwahl 1984 mit 49 Staaten gewonnen, und auch die Aktienmärkte hätten sich erholt (Grafik 5).

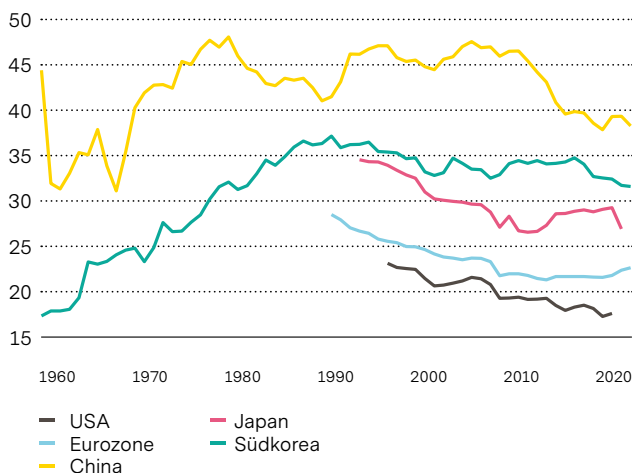
### Warum das «Rezept» vermutlich nicht aufgehen wird

Wir sind skeptisch, dass die Pläne Trumps (wie auch die der anderen «Köche») vollends umgesetzt werden. Sie kreieren schlicht zu viel Unsicherheit an zu vielen Fronten. Was meinen wir damit? Erstens treibt Trump mit seiner Zickzack-Politik die Handelsunsicherheit in die Höhe. Ein entsprechender Index, der die US-Handelsunsicherheit misst, schoss im März auf über 5700 Zähler (ein Jahr zuvor notierte der Index bei 44 Zählern<sup>17</sup>). Dies führt dazu, dass die Unternehmen ihre Investitionsentscheidungen aufschieben.

Zweitens gehen die Inflationserwartungen der US-Verbraucher durch die Decke. Gemäss einer Umfrage der Universität von Michigan erwarten die Befragten, dass die US-Inflation in einem Jahr bei knapp 7% stehen wird (Median-Wert). Derart hoch waren die Inflationserwartungen zuletzt in den 1980ern. Die Erwartung höherer Preise führt einerseits dazu, dass Verbraucher dringend notwendige Käufe vorziehen (denn morgen könnten die Preise ja noch höher sein). Andererseits führt sie dazu, dass nicht zwingend nötige Käufe gar nicht erst getätigt werden (denn wer weiss, was die Zukunft noch alles bringt?).

**Grafik 3: Beschäftigung in Industrie und Kleinunternehmen**

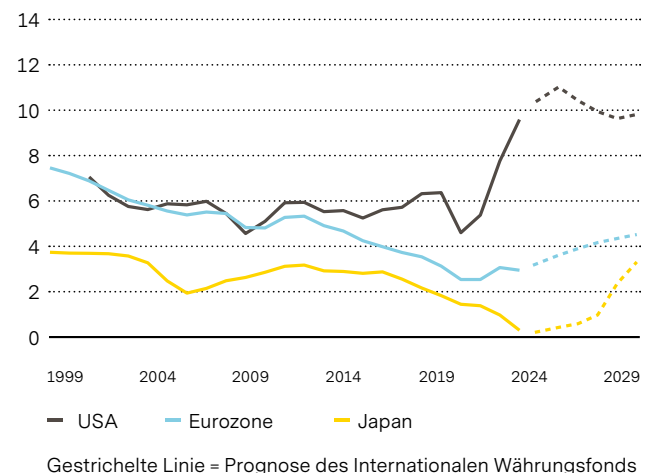
Industriesektor in % des BIP



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 23. April 2025.

**Grafik 4: Grosses Konjunkturprogramm für Kleinunternehmen ist schwer zu realisieren**

Gesamtstaatlicher Nettozinsaufwand, in % der Gesamtausgaben



Gestrichelte Linie = Prognose des Internationalen Währungsfonds

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 23. April 2025.

Drittens stürzt Trump die Fed in ein geldpolitisches Dilemma. Fed-Vorsitzender Jerome Powell verwies Ende April auf sehr grundlegende politische Veränderungen, für die es keine modernen Erfahrungen gibt. Als Folge von Trumps Zöllen dürfte gemäss Powell die Arbeitslosigkeit wahrscheinlich steigen, da sich die Wirtschaft verlangsamt. Powell zufolge wird aller Wahrscheinlichkeit nach auch die Inflation anziehen. Angesichts der hohen Unsicherheit und geringen Visibilität sei es das Beste, mit weiteren Zinssenkungen abzuwarten. Ähnliche Worte kamen von Gouverneur Christopher Waller, der wie viele andere auch Mühe hat, all die verschiedenen Möglichkeiten in ein einziges kohärentes Bild zu bringen<sup>18</sup>.

Ein weiteres, nicht zu unterschätzendes Problem: Die Stimmung kippt. Dies betrifft nicht nur Trumps inländische Zustimmungsqoten, die sich nach dem «Liberation Day» deutlich verschlechtert haben<sup>19</sup>, sondern auch die Stimmung im Ausland. Im handelskriegsgebeutelten Kanada erlebte die Liberale Partei (die als Trump-kritisch gilt) ein politisches Comeback<sup>20</sup>. Einige Cafés verkaufen mittlerweile keine «Americanos» mehr, sondern überaus populäre «Canadianos»<sup>21</sup>. In Europa scheint das Interesse an Amerika-Reisen abzunehmen. Gemäss der International Trade Administration sanken die Besucherzahlen aus Westeuropa im März 2025 um 17,2 %, jene aus Deutschland um ganze 28,2 %. Dies könnte auch einen Teil des jüngsten US-Inflationsberichts erklären, demzufolge die Preise für Flüge, Hotels, und Mietwagen im März gesunken sind. Laut einer Analyse von Bloomberg Intelligence sind die Einzelhandelsausgaben internationaler Touristen in den USA in Höhe von fast USD 20 Milliarden gefährdet.

Das vielleicht wichtigste Argument: Trumps bisherige Rezepte haben die «Main Street» immer noch hungrig zurückgelassen. Dies wird beim Blick auf Grafik 6 deut-

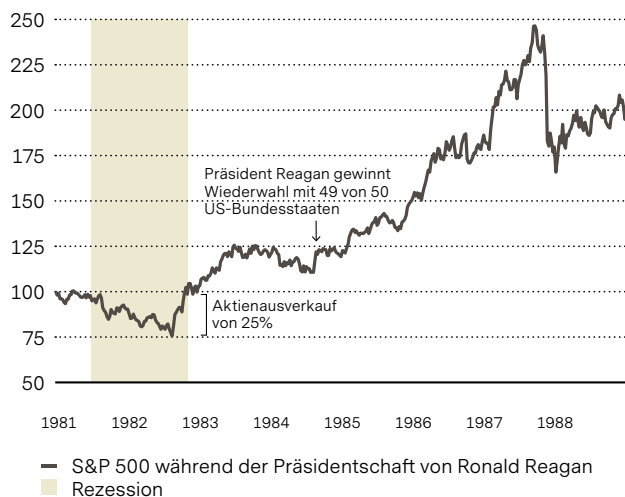
lich. Die Renditen langjähriger US-Staatsanleihen (und die Hypothekenzinsen) sind seit dem «Liberation Day» in die Höhe geschossen, da ausländische Anleger massenhaft US-Staatsanleihen verkauften. Höhere Renditen verteuern die Ausgabe künftiger Staatsanleihen. Der starke Abverkauf von eigentlich «sicheren» US-Staatsanleihen ist eindrücklich – besonders wenn man bedenkt, dass zur gleichen Zeit die Rezessionssorgen gestiegen sind.

#### Wie könnte es weitergehen?

Letzten Endes scheinen die Anleihemärkte Trump zum Umdenken bewegt zu haben. Nur wenige Stunden nach Bekanntgabe der reziproken Zölle verkündete der Chefkoch einen 90-tägigen Aufschub für die meisten Zölle. Ein weiterer Trump'scher Sous-Chef – Handelsberater Peter Navarro – liess verlauten, dass man nun 90 Handelsdeals in 90 Tagen anpeile. Es bleibt zu hoffen, dass möglichst viele dieser «Deals» bald abgeschlossen werden. Ansonsten könnten Trump und seine Beiköche unserer Meinung nach die Suppe versalzen und der «Grosse Plan» könnte schnell in einer Rezession münden.

**Grafik 5: Trumps «Grosser Plan»: kurzfristiger Schmerz, langfristiger Gewinn?**

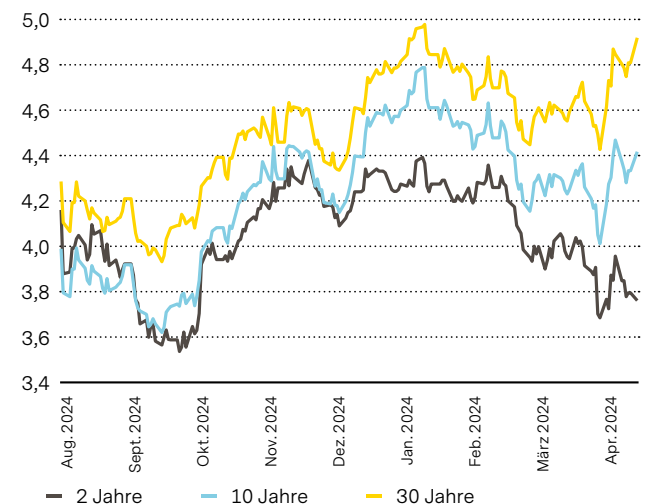
Gesamtrendite in USD (indexiert auf 100 = 1981)



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 23. April 2025.

**Grafik 6: Trotz vermehrter Rezessionsängste sinken langfristige Anleihenrenditen nicht**

Renditen von US-Staatsanleihen, in %



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 23. April 2025.

# Im Sog der Strömung



—  
**Christopher Koslowski**  
Senior Fixed Income &  
FX Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

Mit Unterstützung von  
**Clémence Rusek**  
Senior Investment Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

**Der Handelskrieg von Donald Trump dauert an, geprägt von unerwarteten Entwicklungen und einer wechselnden Rhetorik. Ein Universalzoll von 10% auf die meisten Importe in die USA ist nun in Kraft, während für China höhere Zölle gelten. Dieser Schritt wird die Wirtschaft voraussichtlich beeinträchtigen und könnte die US-Notenbank Fed zu einem nuancierteren Ansatz in puncto Zinssenkungen veranlassen, um die Inflationssorgen und die allgemeine wirtschaftliche Stabilität gegeneinander abzuwägen.**

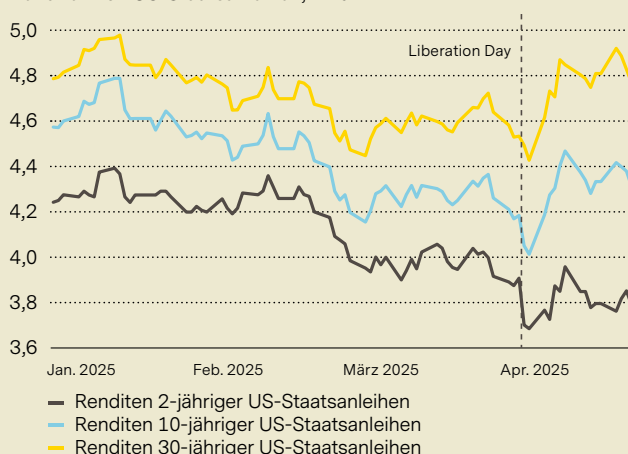
Nach der viel beachteten Ankündigung im Rosengarten am 2. April nahm Trump einige der gegenseitigen Zölle wieder zurück. Ein Basiszoll von 10% auf fast alle US-Importe bleibt jedoch bestehen, während die meisten chinesischen Waren durch gegenseitige Vergeltungsmassnahmen mit Zöllen von 145% belegt sind. Ohne klares Einlenken dürften diese Zölle das Wirtschaftswachstum erheblich beeinflussen, wobei die Unsicherheit bereits das Konsumklima und die Unternehmensstimmung beeinträchtigt. Die US-Zinsen waren zuletzt sehr volatil, da das Interesse an US-Vermögenswerten nachliess und die Anleger offenbar gehebelte Positionen in Anleihen auflösten (Grafik 1). Die Anleihenmärkte stabilisierten sich erst nach Bekanntgabe der Zoltpause.

Die Auswirkungen der Zölle auf die Inflation sind komplexer. Ein Modell der Fed prognostiziert einen Anstieg der Kerninflation gemessen am Personal Consumption Expenditures Price Index (ohne Lebensmittel und Energie). Der Inflationsdruck dürfte im ersten Jahr am stärksten sein, sich danach abschwächen und in den Folgejahren unter das ursprüngliche Niveau sinken. Dies deutet darauf hin, dass der Inflationseffekt nur vorübergehend sein könnte.

Die Fed steht nun vor der komplexen geldpolitischen Abwägung, ob sie auf einen kurzzeitigen Anstieg der Inflation reagieren oder darüber hinwegsehen soll, da er laut Modellen nicht von Dauer sein wird. Wir sehen in erster Linie zwei Szenarien für die Fed: Entweder sie nimmt in diesem Jahr weniger Zinssenkungen vor als geplant, um den Inflationsrisiken entgegenzuwirken – was aufgrund der steigenden Arbeitslosigkeit jedoch eine Rezessionsgefahr mit sich bringen könnte. Oder sie ignoriert den vorübergehenden Inflationsanstieg und fährt mit den Zinssenkungen fort oder beschleunigt diese sogar, um den Arbeitsmarkt und die wirtschaftliche Stabilität zu unterstützen. Dieses letztere Szenario deckt sich mit den Markterwartungen (Grafik 2). Letztlich dürfte die Strategie der Fed auf einen Kompromiss hinauslaufen: Statt sofortiger Zinssenkungen folgen voraussichtlich stärkere Zinsschritte zu einem späteren Zeitpunkt, wenn sich die Wirtschaft abschwächt und sich der Arbeitsmarkt verschlechtert. Dieser Mittelweg zielt darauf ab, die vorübergehende Inflation einzudämmen, ohne die Aktivität in der Wirtschaft und auf dem Arbeitsmarkt zu bremsen.

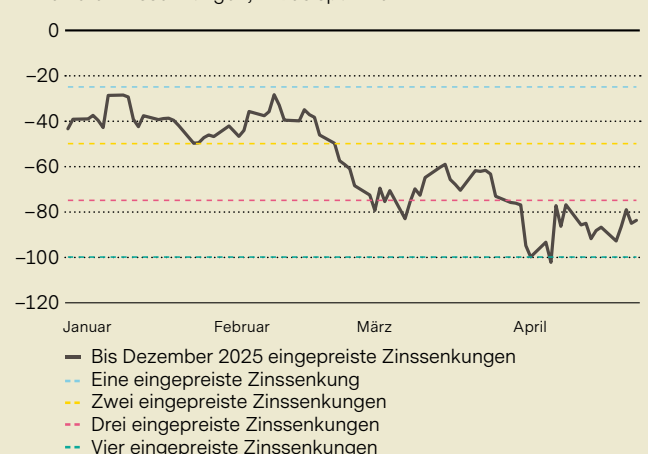
**Grafik 1: Die Renditen langfristiger US-Staatsanleihen stiegen nach dem «Liberation Day» deutlich an**

Renditen von US-Staatsanleihen, in %



**Grafik 2: Der Markt preist bis Jahresende mehr als drei Zinssenkungen ein**

Erwartete Zinssenkungen, in Basispunkten



# Vorsicht vor der Gegenströmung



— **Mario Montagnani**  
Senior Investment Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

**Die Finanzmärkte verzeichneten rund um den 2. April 2025, dem sogenannten «Liberation Day», historische Turbulenzen infolge der von Donald Trump angekündigten umfassenden Zölle: ein Basiszoll von 10% auf sämtliche Importe sowie erhöhte Abgaben für über 90 Länder. Der Schritt löste ein weltweites Marktchaos aus – woraufhin Trump binnen einer Woche einlenkte.**

Die unmittelbare Marktreaktion am 2. April war ein heftiger Ausverkauf. Der Index S&P 500 verlor innerhalb von zwei Tagen USD 5 Billionen an Marktwert, da die Anleger eine globale Rezession befürchteten. Obwohl als Druckmittel für die Wirtschaftsdominanz der USA und fairen Handel propagiert, erschütterten die Zölle das Marktvertrauen nachhaltig. Der VIX<sup>22</sup> stieg auf 55 Punkte – ein Stressniveau, das zuletzt während der Covid-19-Krise beobachtet wurde.

Ein überraschendes 90-tägiges Zollmoratorium am 9. April – unter Ausschluss Chinas – löste eine kräftige Markterholung aus. Am 25. April verzeichneten die Märkte weitere Kursgewinne, nachdem Trump die Möglichkeit einer Einigung mit China in Aussicht stellte. Derweil übertreffen frühzeitige Ergebnisse für das erste

Quartal die Erwartungen der Analysten, wohl dank der Lageraufstockungen angesichts der bevorstehenden Zölle und bislang intakter Lieferketten.

Ende gut, alles gut? Unseres Erachtens nicht ganz. Aktien stehen zwischen Rücken- und Gegenwind. Optimistisch betrachtet scheinen die Rezessionsängste nun eingepreist: Am Markt herrscht eine stark pessimistische Stimmung vor – insbesondere in den USA, wo die Underperformance der grossen Technologieaktien eher auf den «DeepSeek-Moment» im Januar als auf die Zollpolitik zurückzuführen ist. Der VIX sendet ein konträres Kaufsignal und Trump schlägt gemässigtere Töne an. Gespräche mit China beginnen bald. Auch die fundamentalen Wirtschaftsdaten bleiben zumindest vorerst robust.

Dennoch bestehen Risiken. Handelskriege zeigen ihre Auswirkungen oft mit Verzögerung (Grafik 1). Im Handelskonflikt zwischen den USA und China von 2018 sanken die Gewinnprognosen erst zwei Quartale später um mehr als 10% auf null. Damals betrafen die Zölle Importe im Wert von etwa USD 400 Milliarden, vor allem aus China. Die aktuell geplanten Zollmassnahmen umfassen das Zehnfache dieses Volumens, betreffen mehr Länder und beinhalten höhere Zollsätze bei komplexeren Lieferketten – entsprechend grösser ist das Schadenspotenzial. Dass die Gewinnprognosen bislang nicht nach unten korrigiert wurden, könnte auf eine Verzögerung hindeuten, nicht aber auf Immunität (Grafik 2). Schwache Stimungsdaten, begrenzter Spielraum der US-Notenbank und fragile Märkte sprechen weiterhin für Vorsicht.

**Grafik 1: Nach dem ersten Schock wirkten sich die Zölle 2018 verzögert auf den S&P 500 aus**

In % (Zeitpunkt der Einführung der Zölle = 100)\*

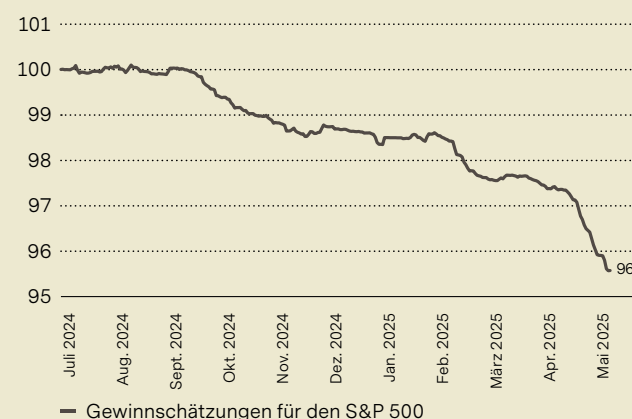


\*Zolleffekt auf die Kursrendite des S&P 500 2018 vs. 2025

Quelle: Bloomberg, Vontobel. Daten per 6. Mai 2025.

**Grafik 2: Gewinnschätzungen 2025 für den S&P 500 haben sich kaum verändert**

Gewinnschätzungen je Aktie 2025 für den S&P 500, in USD\*



Quelle: Bloomberg, Vontobel. Daten per 25. April 2025.

# (Fast) täglich grüsst die Goldpreishausse



—  
**Michaela Huber**  
Senior Cross-Asset Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

**Im Kassenschlager «Und täglich grüsst das Murmeltier» muss ein missmutiger Wetteransager tagein, tagaus dieselbe Reportage herunterrasseln. Über den Goldpreis zu schreiben, fühlt sich ähnlich repetitiv an – aufgrund der erfreulichen Performance geschieht das Ganze jedoch etwas weniger missmutig.**

Gold hat auch dieses Jahr die kühnsten Prognosen übertroffen. Anhaltend starke Zentralbanknachfrage und erhöhte geopolitische Unsicherheit unterstützten das Edelmetall schon länger. Mit Donald Trumps Wiederwahl gesellten sich noch diverse handelspolitische Unsicherheiten, und damit einhergehend Sorgen über das Wirtschaftswachstum, hinzu.

Dies dürfte auch erklären, weshalb sich börsengehandelte Gold-Fonds (ETFs) seit einigen Monaten reger Zuflüsse erfreuen (Grafik 1). Gemäss Daten des World Gold Council beliefen sich die Zuflüsse in Gold-ETFs im ersten Quartal auf 226,5 Tonnen (im Wert von über USD 21 Milliarden). Zuvor waren die ETF-Anleger lange an der Seitenlinie verblieben.

Im Vorfeld von Trumps gross angekündigtem «Befreiungstag» am 2. April stieg Gold innert weniger Tage noch einmal um über USD 100 pro Unze, ehe es diese Gewinne wenig später wieder abgab. Ein Grund war die einsetzende Marktpanik. Aufgrund sogenannter «Margin Calls<sup>23</sup>» sahen sich einige Aktien-Investoren gezwungen, ihre (gut gelaufenen) Goldpositionen zu schliessen, um an Liquidität zu kommen.

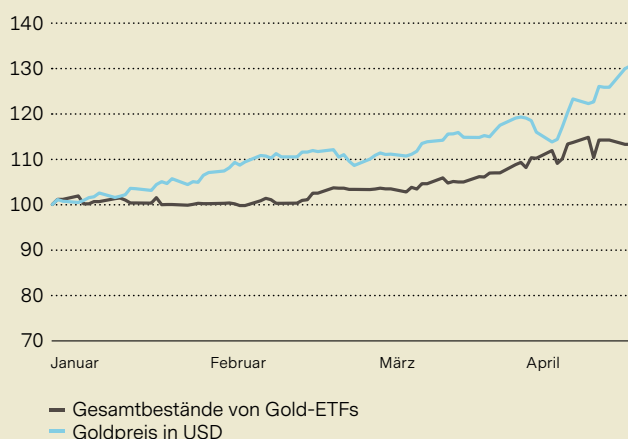
Spätestens jedoch als Trump den Fed-Vorsitzenden Jerome Powell öffentlich als «Verlierer<sup>24</sup>» bezeichnete und zu Zinssenkungen aufrief, kannte Gold kein Halten mehr. Trumps aggressive Rhetorik befeuerte Sorgen über die Unabhängigkeit der US-Notenbank und schädigte das Vertrauen in andere «sichere Häfen» wie US-Staatsanleihen und den US-Dollar. Gold stieg auf über USD 3500 pro Unze (in US-Dollar gerechnet: +30% im bisherigen Jahresverlauf).

Ist Gold auf diesen Niveaus noch «fair bewertet»? Glaubt man technischen Indikatoren, dann ist die Antwort nein. Der sogenannte Relative Strength Index<sup>25</sup> lag Ende April bei 80 Zählern (über 70 gilt als überkauft). Auch handelte das Edelmetall zeitweise über 30% über seinem gleitenden 250-Tages-Durchschnitt (Grafik 2). Auf derart hohe Niveaus folgten in der Vergangenheit teils zweistellige Korrekturen.

Wir glauben, dass Gold in der heutigen Welt durchaus noch Luft nach oben hat – allerdings sind kurzfristige Rücksetzer nicht auszuschliessen. Dementsprechend ist unsere Wetterprognose für das gelbe Metall: sonnig, aber vereinzelte Schauer.

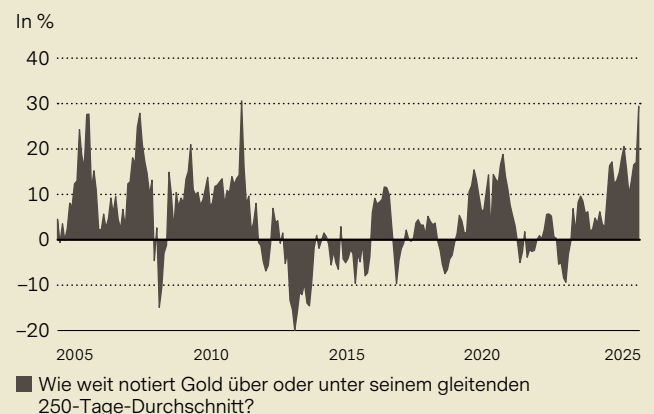
**Grafik 1: Weiterhin positive Mittelzuflüsse in börsengehandelte Fonds**

Indexiert auf 100 = Jahresbeginn 2025



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 23. April 2025.

**Grafik 2: Technische Indikatoren mahnen zur Vorsicht**



Hinweis: Der gleitende 250-Tage-Durchschnitt ist ein beliebter technischer Indikator, der die Preisentwicklung im Laufe eines Jahres widerspiegelt (ein Jahr hat etwa 250 Handelstage).

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 23. April 2025.

# Unter Druck



— **Christopher Koslowski**  
Senior Fixed Income &  
FX Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

Mit Unterstützung von  
**Clémence Rusek**  
Senior Investment Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

**Die Unsicherheit im Zusammenhang mit der US-Politik und Rezessionssorgen haben den US-Dollar auf den niedrigsten Stand seit 2022 gedrückt. Die Marktteilnehmer bleiben pessimistisch, während der schwindende Wachstumsvorsprung der USA und zunehmende fiskalische Stimuli in Europa dem Euro Auftrieb geben.**

Der Dollar hat deutlich an Wert verloren, nachdem Donald Trumps Zollankündigungen die globalen Märkte in Unruhe versetzt haben. Die Reservewährung der Welt hat sich ebenso abgeschwächt wie US-Aktien und -Anleihen, da die nachlassende Wirtschaftsstärke der USA und die aggressive Handelspolitik Zweifel am künftigen politischen Kurs des Landes schüren. Der Dollar, einst die bevorzugte Währung, verliert an Attraktivität – das war zu Jahresbeginn noch ganz anders, als Trump mit angekündigten Steuersenkungen und Zöllen die Erwartung einer Dollar-Hausse schürte. Mittlerweile hat sich der Ausblick eingetrübt, vor allem angesichts anhaltender Bedenken, dass politische Massnahmen die Konjunktur bremsen könnten.

Der Euro hat unerwartet von den Handelsbewegungen in den USA profitiert und nach den «Liberation Day»-Zollankündigungen kräftig zugelegt (Grafik 1). Das liegt

darin, dass am Markt die Rezessionssorgen in den USA stärker ins Gewicht fielen als die erwarteten Zinssenkungen durch die Europäische Zentralbank. Der Euro profitiert zudem von fiskalischen Stimuli in Europa, etwa durch die Ausgabenerhöhungen in Deutschland und EU-weite Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur. Diese Massnahmen könnten die Auswirkungen der Zölle etwas abfedern. An den Devisenoptionsmärkten zeigt sich eine stärkere Euro-Nachfrage. Trotz Zweifeln an der der Wirksamkeit der EU-Politik hat eine wachsende Skepsis gegenüber der US-Politik das Vertrauen in die Stabilität des US-Dollars geschwächt. Die typische positive Korrelation des Greenback mit der Volatilität anderer Anlageklassen ist inmitten einer weltweit erhöhten makroökonomischen Volatilität zurückgegangen. Dies stellt die traditionelle Rolle des US-Dollars als sicherer Anlagehafen in Frage.

Während Trumps Zollpläne im Fokus standen, meldete die Schweiz im März unauffällig eine niedrigere Inflationsrate als erwartet – von nur noch 0,3%. Die Inflation dürfte auch bis Jahresende unter dem Zielwert verharren. Gleichzeitig löste die Zoll-Unsicherheit Kapitalzuflüsse in den als sicher geltenden Schweizer Franken aus, der daraufhin kräftig aufwertete (Grafik 2). Dies könnte den Deflationsdruck in der Schweiz verstärken. Bei niedriger Inflation und einem starken Franken wäre normalerweise eine Intervention der Schweizerischen Nationalbank (SNB) zu erwarten. Da aber die USA die Währungspraktiken auf den Prüfstand stellen, könnte diese Option eingeschränkt sein. Stattdessen könnte die SNB zunächst einmal Zinssenkungen in Richtung der Nulllinie oder in den negativen Bereich erwägen, um der Stärke des Franken entgegenzuwirken.

**Grafik 1: Zollturbulenzen haben dem Euro Auftrieb gegeben**

Wechselkurs



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 24. April 2025.

**Grafik 2: Schweizer Franken profitiert stark von Zufluchtskäufen**

Wechselkurs



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 25. April 2025.

# Konjunktur und Finanzmärkte 2024 – 2026

Die folgende Liste zeigt die Ist-Werte, Wechselkurse und Preise von 2024 sowie Konsensprognosen für 2025 und 2026 zu Bruttoinlandprodukt (BIP), Inflation/Inflationserwartungen, Leitzinsen, 10-jährigen Staatsanleihen, Wechselkursen und Rohstoffen.

| BIP (IN %)                                 | 2024 <sup>1</sup> | AKTUELL <sup>2</sup> | KONSENS 2025     | KONSENS 2026      |                                              |
|--------------------------------------------|-------------------|----------------------|------------------|-------------------|----------------------------------------------|
| Global (G20)                               | 3,0               | 3,0                  | 2,3              | 2,5               |                                              |
| Eurozone                                   | 0,9               | 0,9                  | 0,8              | 1,2               |                                              |
| USA                                        | 2,8               | 2,5                  | 1,7              | 1,9               |                                              |
| Japan                                      | 0,1               | 1,1                  | 1,0              | 0,8               |                                              |
| Grossbritannien                            | 0,9               | 1,5                  | 0,9              | 1,2               |                                              |
| Schweiz                                    | 1,3               | 1,6                  | 1,1              | 1,5               |                                              |
| Australien                                 | 1,0               | 1,3                  | 1,9              | 2,3               |                                              |
| China                                      | 5,0               | 5,4                  | 4,2              | 4,2               |                                              |
|                                            |                   |                      |                  |                   | VONTABEL-AUSBLICK IN 2025 <sup>5</sup>       |
| INFLATION                                  | 2024 <sup>3</sup> | AKTUELL <sup>4</sup> | KONSENS 2025     | KONSENS 2026      |                                              |
| Eurozone                                   | 2,4               | 2,2                  | 2,1              | 1,9               | ↓                                            |
| USA                                        | 3,0               | 2,4                  | 3,0              | 2,7               | ↓                                            |
| Schweiz                                    | 1,1               | 0,3                  | 0,4              | 0,7               | ↓                                            |
|                                            |                   |                      |                  |                   | VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN <sup>6</sup> |
| NOTENBANKZINSEN (IN %)                     | 2024              | AKTUELL              | KONSENS 3 MONATE | KONSENS 12 MONATE |                                              |
| EUR (Einlagenzins)                         | 3,00              | 2,25                 | 1,91             | 1,87              | →                                            |
| USD (Fed-Leitzins, obere Grenze)           | 4,50              | 4,50                 | 4,20             | 3,70              | →                                            |
| CHF                                        | 0,50              | 0,25                 | 0,15             | 0,15              | ↓                                            |
|                                            |                   |                      |                  |                   | VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN <sup>6</sup> |
| RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %) | 2024              | AKTUELL              | KONSENS 3 MONATE | KONSENS 12 MONATE |                                              |
| EUR (Deutschland)                          | 2,37              | 2,47                 | 2,63             | 2,77              | →                                            |
| USD                                        | 4,57              | 4,28                 | 4,24             | 4,16              | ↓                                            |
| CHF                                        | 0,33              | 0,42                 | 0,53             | 0,62              | ↓                                            |
|                                            |                   |                      |                  |                   | VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN <sup>6</sup> |
| WECHSELKURSE                               | 2024              | AKTUELL              | KONSENS 3 MONATE | KONSENS 12 MONATE |                                              |
| CHF je EUR                                 | 0,94              | 0,94                 | 0,95             | 0,96              | ↑                                            |
| CHF je USD                                 | 0,91              | 0,83                 | 0,86             | 0,86              | ↓                                            |
| USD je EUR                                 | 1,04              | 1,14                 | 1,10             | 1,12              | ↑                                            |
|                                            |                   |                      |                  |                   | VONTABEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN <sup>6</sup> |
| ROHSTOFFE                                  | 2024              | AKTUELL              | KONSENS 3 MONATE | KONSENS 12 MONATE |                                              |
| Brent-Rohöl, USD je Barrel                 | 75                | 66                   | 70               | 70                | →                                            |
| Gold, USD je Feinunze                      | 2625              | 3293                 | 2950             | 2950              | ↑                                            |
| Kupfer, USD je Tonne                       | 8768              | 9393                 | 9200             | 9600              | ↓                                            |

<sup>1</sup> Vorbehaltlich von Überarbeitungen (z.B. potenzielle Überarbeitungen der Q4-Daten)  
<sup>2</sup> Letztverfügbares Quartal  
<sup>3</sup> Vorbehaltlich von Überarbeitungen  
<sup>4</sup> Letztverfügbarer Monat, G20-Daten nur vierteljährlich  
<sup>5</sup> ↑ über Konsens, → im Einklang mit dem Konsens, ↓ unter Konsens

# Offenlegungen und Disclaimer

## 1. Disclaimer und Quellenangabe

Dieses Dokument wurde durch ein oder mehrere Unternehmen der Vontobel-Gruppe (zusammen «Vontobel») für private und institutionelle Kunden erstellt.

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist weder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, noch zur Abgabe eines Kauf- oder Zeichnungsangebots.

Dieses Material kann zukunftsgerichtete Aussagen enthalten, die Unsicherheiten und Eventualitäten unterliegen, die ausserhalb der Kontrolle von Vontobel liegen. Empfänger sollten sich nicht in unangemessener Weise auf diese zukunftsgerichteten Aussagen verlassen. Es ist zu beachten, dass ein Risiko besteht, dass Prognosen, Vorhersagen, Projektionen und Ergebnisse, die in zukunftsgerichteten Aussagen beschrieben oder angedeutet werden, sich als nicht korrekt erweisen könnten.

Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Die Rendite kann, zum Beispiel infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Der Wert des angelegten Kapitals kann steigen oder fallen. Für die vollständige oder teilweise Rückzahlung des angelegten Kapitals gibt es keine Garantie.

Obwohl Vontobel der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann Vontobel keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen übernehmen. Ausser soweit im Rahmen der anwendbaren Urheberrechtsgesetze vorgesehen, darf die hier wiedergegebene Information ohne die ausdrückliche Zustimmung von Vontobel weder in Teilen noch in ihrer Gesamtheit wiederverwendet, angepasst, einer Drittpartei zur Verfügung gestellt, verlinkt, öffentlich aufgeführt, weiterverbreitet oder in anderer Art und Weise übermittelt werden. Vontobel lehnt, soweit gemäss dem geltenden Recht möglich, jegliche Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste ab, welche sich aus den hier zur Verfügung gestellten Informationen oder dem Fehlen ebensolcher ergeben. Haftungsansprüche, die gegen Vontobel infolge unterlassener oder unvollständiger Übermittlung dieser Informationen oder allfälliger Probleme mit diesen Informationen oder wegen Fahrlässigkeit, Vertragsbruch oder Gesetzesverstössen gegen uns geltend gemacht werden könnten, beschränken sich, im Ermessen von Vontobel, soweit gesetzlich zulässig, auf die erneute Bereitstellung dieser Informationen beziehungsweise eines Teils davon beziehungsweise auf die Zahlung eines dem Aufwand für die Beschaffung dieser Informationen oder eines Teils davon entsprechenden Geldbetrages. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in Ländern zur Verfügung gestellt oder Personen in solchen Ländern zugänglich gemacht werden, wo dies aufgrund der geltenden Gesetze verboten ist. Personen, welche dieses Dokument zur Verfügung gestellt erhalten, sind verpflichtet, sich über solche Einschränkungen kundig zu machen und die lokalen Gesetze zu befolgen. Insbesondere darf dieses Dokument weder US Personen zur Verfügung gestellt oder überreicht noch in den USA verbreitet werden.

# 16 Rechtliche Hinweise

## 2. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokumentes sowie die darin beschriebenen Anlagen können in gewissen Rechtsordnungen aufgrund der lokalen Gesetze und Vorschriften Beschränkungen unterworfen sein. Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in Ländern verbreitet werden, in denen die Erstellerin oder die Distributorin über die entsprechenden Lizenzen verfügt. Ist in diesem Dokument nichts Gegenteiliges erwähnt, kann bezüglich eines spezifischen Landes nicht davon ausgegangen werden, dass die Erstellerin oder Distributorin über entsprechende Lizenzen verfügt. Bitte beachten Sie die nachfolgenden länderspezifischen Angaben, welche strikte einzuhalten sind. Mit Ausnahme der nachfolgenden speziellen Distributionswege gelten diese Research-Berichte in dieser Publikation als von der auf der Umschlagseite bezeichneten Gesellschaft verteilt.

### Informationen für Kunden aus Deutschland

Für die Weitergabe der Finanzanalyse ist die Bank Vontobel Europe AG, Alter Hof 5, D-80331 München verantwortlich. Sie verfügt über die erforderliche Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn, und unterliegt deren Aufsicht. Die Mitarbeiter von Vontobel, die für die Weitergabe von Finanzanalysen verantwortlich sind, unterliegen den jeweils geltenden gesetzlich und aufsichtsrechtlich vorgeschriebenen Compliance-Regelungen. Insbesondere wurden Massnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten ergriffen (zum Beispiel die Kontrolle des Informationsaustausches mit anderen Mitarbeitern, Unabhängigkeit der Vergütung der betroffenen Mitarbeiter, Verhinderung von Einflussnahme auf diese Mitarbeiter, Einhaltung der Vorgaben für Mitarbeitergeschäfte etc.). Die Einhaltung der jeweiligen Compliance-Regelungen und Organisationsanweisungen wird von Compliance-Stellen überwacht.

### Additional information for UK clients

This communication is issued and approved by Vontobel Asset Management S.A. London Branch which has its registered office at 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF and is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA") with Firm Reference Number 966651. Details of its regulatory permissions are available on the FCA Register and can also be obtained upon request from Vontobel Asset Management S.A., London Branch. Vontobel Asset Management S.A. London Branch is an overseas branch of Vontobel Asset Management S.A. ("Vontobel") public limited company registered in Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") with reference number A00001304 and S00001011.

### Information for Italian clients

This research document prepared by Bank Vontobel AG is distributed according to EU rule 2016/958 by Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano authorized and regulated by Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.

# Glossar und Quellen

- <sup>1</sup> Quelle: Artikel von CNN, veröffentlicht am 9. April 2025. [edition.cnn.com/2025/04/09/politics/trump-tariffs-retreat-bond-market/index.html](https://edition.cnn.com/2025/04/09/politics/trump-tariffs-retreat-bond-market/index.html)
- <sup>2</sup> Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 21. April 2025. [www.bloomberg.com/news/articles/2025-04-21/us-stocks-tumble-as-trump-s-threat-to-fire-powell-adds-pressure](https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-04-21/us-stocks-tumble-as-trump-s-threat-to-fire-powell-adds-pressure)
- <sup>3</sup> Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 23. April 2025. [www.reuters.com/world/us/trump-no-plans-fire-fed-chair-powell-wants-lower-rates-2025-04-22/](https://www.reuters.com/world/us/trump-no-plans-fire-fed-chair-powell-wants-lower-rates-2025-04-22/)
- <sup>4</sup> Quelle: Artikel von Sharecast, veröffentlicht am 16. April 2025. [www.sharecast.com/news/international-economic/fund-managers-recession-expectations-rise-amid-tariff-war---bofa--19368233.html](https://www.sharecast.com/news/international-economic/fund-managers-recession-expectations-rise-amid-tariff-war---bofa--19368233.html)
- <sup>5</sup> Die Fed hat ein sogenanntes Doppelmandat: Vollbeschäftigung und Preisstabilität (Inflation von 2%).
- <sup>6</sup> Untergewichtet bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee eine geringere Präferenz für eine Anlageklasse oder Sub-Anlageklasse hat.
- <sup>7</sup> Neutral bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee weder eine höhere noch eine geringere Präferenz für eine Anlageklasse oder Sub-Anlageklasse hat.
- <sup>8</sup> Übergewichtet bedeutet, dass das Vontobel Multi Asset Investment Committee eine höhere Präferenz für eine Anlageklasse oder Sub-Anlageklasse hat.
- <sup>9</sup> Bezieht sich auf die Veröffentlichung des chinesischen KI-Unternehmens DeepSeek Anfang 2025, das mit deutlich geringerer Datenintensität vergleichbare Ergebnisse erzielt und zu einem Bruchteil der Kosten produziert wird – und damit die Märkte verunsichert hat.
- <sup>10</sup> Anmerkung: Im Rahmen der Bretton-Woods-Konferenz (1944) wurde eine Reihe von Regeln für das internationale Währungssystem nach dem Zweiten Weltkrieg beschlossen und u.a. auch der Grundstein für den Internationalen Währungsfonds gelegt. Im Rahmen des Jamaika-Akkords (1976) wurde eine Reihe von Abkommen beschlossen, die das Ende des Bretton-Woods-Systems ratifizierten. Im Rahmen des Plaza-Akkords (1985) beschlossen Deutschland, Japan, das Vereinigte Königreich und Frankreich im New Yorker Plaza Hotel, den US-Dollar gemeinsam abzuwerten, um die industrielle Leistungsfähigkeit der USA zu steigern.
- <sup>11</sup> Amerikanischer Ökonom, der derzeit als 32. Vorsitzender des Council of Economic Advisers (CEA) unter US-Präsident Donald Trump tätig ist.
- <sup>12</sup> Quelle: Stephen Mirans Strategiepaper für Hudson Bay Capital, veröffentlicht im November 2024. [www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199\\_A\\_Users\\_Guide\\_to\\_Restructuring\\_the\\_Global\\_Trading\\_System.pdf](https://www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf)
- <sup>13</sup> Spekulierte vorgeschlagene Wirtschaftsstrategie, die darauf abzielt, den US-Dollar abzuwerten, um die US-Industrie zu stärken und Handelsdefizite zu verringern. Sie orientiert sich am Plaza-Abkommen von 1985, bei dem führende Volkswirtschaften gemeinsam eine Schwächung des US-Dollars anstrebten.
- <sup>14</sup> Quelle: Bloomberg-Interview mit Stephen Miran, veröffentlicht am 24. März 2025. [www.bloomberg.com/news/articles/2025-03-24/how-trump-economic-adviser-miran-thinks-about-tariffs-big-take-dc-podcast](https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-03-24/how-trump-economic-adviser-miran-thinks-about-tariffs-big-take-dc-podcast)
- <sup>15</sup> «Main Street» ist eine Metapher, die für gewöhnliche Menschen, kleine Unternehmen und lokale Gemeinschaften steht.
- <sup>16</sup> Quelle: Scott Bessents Interview mit Tucker Carlson, veröffentlicht auf der Seite des US Department of the Treasury (April 2025). [home.treasury.gov/news/press-releases/sb0073](https://home.treasury.gov/news/press-releases/sb0073)
- <sup>17</sup> Quelle: [policyuncertainty.com/trade\\_uncertainty.html](https://policyuncertainty.com/trade_uncertainty.html)
- <sup>18</sup> Quelle: Bank of International Settlements, Transkript der Rede von Christopher Waller, veröffentlicht am 17. April 2025. [www.bis.org/review/r250416a.htm](https://www.bis.org/review/r250416a.htm)
- <sup>19</sup> Quelle: Artikel von The Economist, veröffentlicht am 16. April 2025. [www.economist.com/interactive/trump-approval-tracker](https://www.economist.com/interactive/trump-approval-tracker)
- <sup>20</sup> Quelle: Artikel von Politico, veröffentlicht am 14. April 2025. [www.politico.com/news/magazine/2025/04/14/canada-election-trump-polls-00286002](https://www.politico.com/news/magazine/2025/04/14/canada-election-trump-polls-00286002)
- <sup>21</sup> Quelle: Artikel von CBC, veröffentlicht am 9. März 2025. [www.cbc.ca/news/canada/british-columbia/canadianos-tariff-war-1.7478043](https://www.cbc.ca/news/canada/british-columbia/canadianos-tariff-war-1.7478043)
- <sup>22</sup> Der Volatilitätsindex VIX misst die Markterwartungen zur kurzfristigen Volatilität gemessen an den Optionspreisen auf den S&P 500. Er wird häufig als Angstbarometer bezeichnet, da höhere Werte auf erwartete Turbulenzen hindeuten, während niedrigere Werte eine ruhige Marktlage signalisieren.
- <sup>23</sup> Ein Margin Call tritt auf, wenn der Wert eines Kontos unter die erforderliche Grenze fällt und der Broker einen Anleger auffordert, mehr Geld einzuzahlen oder Vermögenswerte zu verkaufen, um Verluste auszugleichen.
- <sup>24</sup> Quelle: Artikel von The Guardian, veröffentlicht am 23. April 2025. [www.theguardian.com/us-news/2025/apr/22/trump-jerome-powell-fed](https://www.theguardian.com/us-news/2025/apr/22/trump-jerome-powell-fed)
- <sup>25</sup> Ein technischer Indikator, der misst, wie schnell und wie stark sich ein Preis verändert hat, um festzustellen, ob ein Vermögenswert überkauft oder überverkauft ist. Er bewegt sich in einem Bereich von 0 bis 100, wobei Werte über 70 auf überkaufte und Werte unter 30 auf überverkaufte Bedingungen hinweisen.

Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zürich  
Schweiz  
[vontobel.com](https://vontobel.com)

