

Performancebericht

1. Quartal 2025 | Hinder Asset Management AG

Anlageklassen im Überblick

Was nach der Wahl von Trump weitherum befürchtet wurde, ist eingetreten. Die neue US-Regierung hielt und hält die Finanzmärkte in Atem. Kaum ein Tag verging ohne eine überraschende Ankündigung. Entsprechend nervös reagierten die Finanzmärkte ab Februar, als die Euphorie nach dem Sieg Trumps Ernüchterung gewichen ist. Zollpolitik und Überlegungen zur Staatshaushaltsfinanzierung sorgten schon vor dem 2. April bei gestandenen Ökonomen für Sorgenfalten.

Zwei «Kriege» standen bei den Marktteilnehmern im ersten Quartal im Fokus: einerseits die Gefahr einer Eskalation bei den Zöllen, auch als «Zollkrieg» bezeichnet, sowie der Ukrainekrieg. Während der erste Konfliktherd zu Kurseinbussen geführt hat, sorgte die Aussicht auf ein mögliches Ende der Kämpfe in der Ukraine für Optimismus an den Märkten.

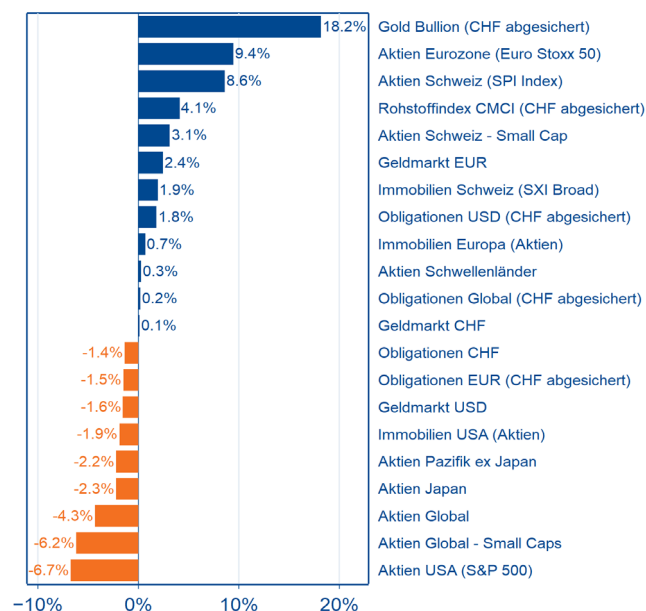
Eine dritte Thematik hat sich im März in den Vordergrund gespielt: die Ankündigung des deutschen Fiskalpakets, welches ohne historischen Vergleich dasteht; und dies sowohl was die Grössenordnung anbelangt, wie auch die Art und Weise, wie es beschlossen wurde.

Die letzten Monate standen auch unter dem Zeichen des Come-backs der Substanzaktien und der Kurskorrektur bei den Technologieaktien. Weit vorne lagen deshalb die defensiv ausgerichteten Schweizer Aktien mit einem Plus von 8,6%, knapp hinter dem europäischen Aktienmarkt mit +9,4%. Auch noch im positiven Bereich lagen Schwellenländer. US Aktien hingegen verloren deutlich, nämlich 6,7%. Eine «europäische Schwalbe» macht aber noch keinen Frühling. Vergleicht man die Gesamttrendite über die letzten zwölf Monate, liegen die US und europäischen Aktien gleich auf und über zwei Jahre sind US-Aktien (+35%) 14 Prozentpunkte im Vorsprung.

Der Goldpreis setzte den positiven Trend im ersten Quartal fort und erzielte ein Plus von 18%, während andere defensive Anlagen nicht glänzen konnten. So verloren die als

sicher geltenden Schweizer Eidgenossen sowie Schweizer Unternehmensanleihen leicht an Boden, da die Zinsen in der Schweiz praktisch im Gleichschritt mit den EUR-Zinsen anstiegen. Zwar sank der Leitzins in der Schweiz, was bei längeren Laufzeiten aber ohne positive Wirkung blieb. Im Mittelfeld lagen Schweizer Immobilien mit soliden +1,9%.

Grafik 1: Entwicklung verschiedener Anlagekategorien im 1. Quartal 2025 in Schweizer Franken



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

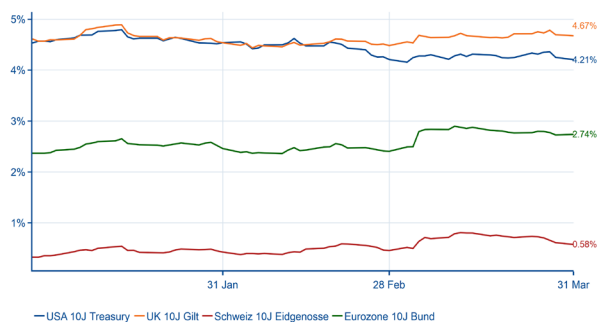
Für einmal stieg der Euro gegenüber dem Schweizer Franken an (+1,6%). Angesichts des grossen Zinsunterschiedes ist die Bewegung aber als eher klein einzustufen. In den letzten Wochen hat der EUR sogar wieder an Stärke verloren. Die Dollarstärke, welche nach dem Sieg von Trump zu beobachten war, hat die Vorzeichen gewechselt und der USD verlor im ersten Quartal 2,7%. Dies reflektiert die gestiegenen Inflationserwartungen sowie die schwächelnde Konjunktur in den USA. Im Gegensatz zu Schweizer Regierungsanleihen konnten sich US-Treasuries dennoch gut halten. Bei den Festverzinslichen positionierten sich hochverzinsliche Obligationen mit knapp +1% einmal mehr vorne im Tableau.

Der breite Rohstoffindex CMCI hat 4,1% zugelegt. Verantwortlich dafür war vor allem der Preisanstieg von Gold. Im Gegensatz dazu notierten Öl und Agrarrohstoffe praktisch unverändert.

Obligationen

Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen befinden sich in der Eurozone, aber auch der Schweiz nahe dem Jahreshöchst, während sie in den USA von der im Januar erreichten Spitze von 4,8% auf 4,2% gefallen sind.

Grafik 2: Entwicklung der 10-jährigen Zinsen verschiedener Staatsanleihen seit Jahresbeginn 2025



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

USA

Nach den US-Wahlen beobachteten wir einen Anstieg der Renditen entlang der gesamten Zinskurve im USD. Dies gründete in einem Anstieg der Inflationserwartungen sowie einer etwas restriktiveren Ausrichtung der FED-Politik. Seit einigen Wochen sind die Renditen aufgrund der Turbulenzen am Aktienmarkt wieder sinkend, was den US-Regierungsanleihen Auftrieb gab.

Während die angedrohten Zölle zu höheren Inflationserwartungen der Konsumenten beitrugen, sank die Gesamtinflation leicht auf 2,8%. Die Kerninflation blieb aber bei 3,1% und unterstrich damit den noch immer bestehenden Inflationsdruck in der US-Wirtschaft. Die von Trump verhängten oder ins Auge gefassten Strafzölle bergen nach Ansicht vieler Fachleute ein neues Inflationsrisiko, das sich aber noch nicht in den Daten manifestiert. Das FED belass den Leitzins an der März Sitzung bei 4,25-4,5%, aber wegen des Handelskriegs wurden die Wachstumsprognosen reduziert.

Europa

Wie erwartet hat die EZB den Leitzins im März aufgrund der sinkenden Inflationserwartung erneut um einen Viertelprozentpunkt auf 2,5% gesenkt. Es wird ein weiterer Inflationsrückgang erwartet, aber auch im Euroraum bestehen Bedenken bezüglich der künftigen Inflationsentwicklungen, da das Fiskalpaket Deutschlands auf knappe Kapazitäten trifft.

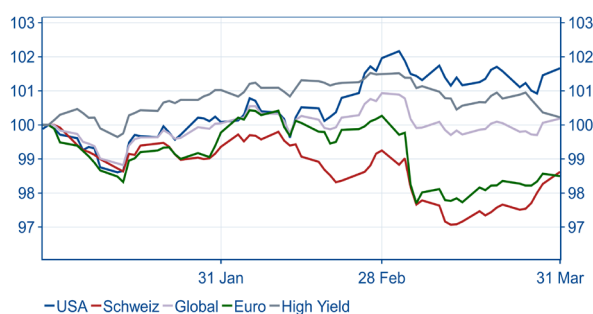
Das erwartete höhere Wachstum namentlich in Deutschland, aber auch in leicht schwächerem Ausmass im übrigen Europa, sowie die höheren Budgetdefizite treiben die Renditen der Staatsanleihen an. Die Rendite von 10-jährigen deutschen Bundesanleihen stieg innert kurzer Zeit von 2,4% auf zwischenzeitlich 2,9% an. Einen Anstieg in ähnlichem Umfang verzeichneten auch weitere europäische Länder sowie Unternehmensanleihen.

Schweiz

Der Schweizer Obligationenmarkt hat in den letzten Wochen ebenfalls eine erhöhte Volatilität verzeichnet. Der SBI Index weist seit Jahresbeginn einen Kursverlust von 1,4% aus, wobei die Verfallsrendite der zehnjährigen Eidgenossen zeitweise auf 0,8% gestiegen ist. Die CHF-Renditekurve ist moderat steiler geworden. Längere Laufzeiten sind damit wieder etwas attraktiver.

In der Schweiz ging die Inflation in den letzten Monaten weiter zurück und erreichte im März 0,3%. Dank der rückläufigen Inflation hat die SNB in der März Sitzung, dies notabene im Gegensatz zur FED, eine Senkung von 0,50% auf 0,25% vorgenommen. Damit verringert sie ihren Spielraum bei einer allfälligen stärkeren konjunkturellen Eintrübung. Der Grund für diesen Schritt liegt wohl in der eher pessimistischen Einschätzung der Wirtschaftslage und des damit verbundenen Deflationsrisikos. Zahlreiche Ökonomen halten den Schritt für übereilig, denn sie gehen eher von einem zunehmenden Inflationsdruck aus. Die trendmässige Abschwächung des CHF hat jedenfalls inflationäre Wirkung. Sollte sich eine Beschleunigung der Schweizer Wirtschaft zeigen, dürfte die SNB ihren Leitzins auf diesem Niveau belassen. Gerät die EU und/oder die Schweiz in eine stärkere Rezession, dies hauptsächlich aufgrund der angekündigten US-Zölle, dann wäre eine weitere Leitzinssenkung der SNB auf 0 Prozent wahrscheinlich oder sogar die unbeliebten Negativzinsen wieder in Sicht.

Grafik 3: Oligationenmärkte seit Jahresbeginn 2025 (abgesichert in CHF)



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

High Yield

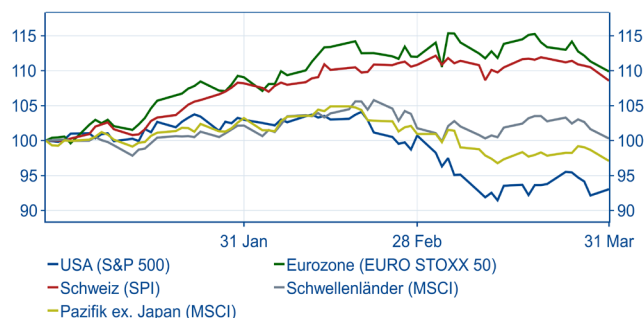
Die Kreditaufschläge sind in den letzten Wochen gestiegen, aber noch immer auf historisch tiefem Niveau, dies insbesondere in den USA. Im Gegensatz dazu haben die Aufschläge in Skandinavien noch Spielraum nach unten und sind somit noch vergleichsweise attraktiv.

Aktienmärkte

Die Anleger sind mit guter Laune und Rückenwind ins neue Jahr gestartet, trotz zahlreicher Unkenrufen von Analysten, die mit einer frühzeitigen Korrektur rechneten. Die Unternehmensgewinne für das vierte Quartal 2024 überraschten positiv: vier von fünf US-Firmen übertrafen die Gewinnprognosen der Analysten. Wenngleich die europäischen Unternehmen diesbezüglich zurückliegen, stiegen die Aktienmärkte in Europa markant.

Ende Januar hat sich das Blatt für US-Aktien dann gewendet und die schon länger erwartete Korrektur setzte ein. Vor allem konjunktur- und zinssensitive Technologiewerte gerieten unter Druck. Auslöser waren die Zollankündigungen der US-Regierung, die Rezessionsängste schürten. Allen voran die Kurse von NVIDIA, aber auch Tesla, haben stark nachgegeben. Ab Februar hat sich die Outperformance der Substanz-Aktien gegenüber Wachstumstiteln verstärkt. Im März erlebten diese Titel eine ihrer schlechtesten Entwicklungen seit über 20 Jahren. So geriet der S&P 500 Index im März mit einem Rückgang von über 10% von seinem Höchst in den Korrekturbereich. Die Korrektur beschleunigt hatte die Aussage von Trump, dass er konjunkturelle Konsequenzen sowie allfällige negative Auswirkungen auf die Finanzmärkte akzeptieren wolle.

Grafik 4: Aktienmärkte seit Jahresbeginn 2025 (in CHF)



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Zölle sind mit realwirtschaftlichen Belastungen verbunden. Fast noch schlimmer als dieser Umstand selbst ist die Unsicherheit, welche mit den permanenten Änderungen der Pläne verbunden sind. Diese verhindern für Unternehmen die Planbarkeit der Lieferketten und die Umsetzung von Investitionsplänen. Fairerweise muss erwähnt werden, dass die USA bis anhin im weltweiten Vergleich zur Gruppe der Länder mit den geringsten Zöllen gehören resp. gehörten. Die Ankündigung der massiven Zollerhöhungen am 2. April kann nur als schockierend bezeichnet werden und hat die schlimmsten Erwartungen übertroffen. Davor wurden die Zollankündigungen als Verhandlungsmanöver taxiert, um „Deals“ zu ermöglichen, sodass schliesslich die Erhöhung der Zölle geringer ausfallen könnte als befürchtet. Diese Hoffnung erlitt Anfang April einen herben Dämpfer, da die US Regierung hohe Zölle auf allen Warenimporten ankündigte, mit Ausnahme von Produkten, die in den USA nicht oder nur in geringen Mengen hergestellt werden. Der «Grundzoll» beträgt 10% ab 5. April. Die EU wird mit einem Zoll von 20% belegt, China mit zusätzlich 34% (total 54%), Japan 24%, während die Schweiz sogar 31% gewärtigen muss. Positiv ist einzig, dass Pharmaprodukte, die mehr als die Hälfte der Exporte in die USA ausmachen, davon noch ausgenommen sind. Es wird nun immer klarer, dass die US-Regierung mit aller Kraft die Reindustrialisierung anstrebt. Den Preis bezahlen Unternehmen und Konsumenten weltweit, einschliesslich der US-Bürger. Natürlich hat Trump damit noch nicht das letzte Wort gesprochen. Er hat möglicherweise einfach den Einsatz in seinem Streben nach «Deals» erhöht. Welche Wirkung die angekündigten Zölle entfalten werden, hängt nun in grossem Masse davon ab, welche Strategien von den betroffenen Regierungen und Unternehmen ergriffen werden.

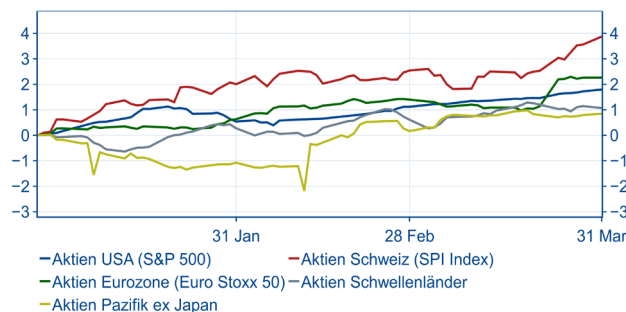
Auch die Anlegerstimmung hat in den letzten Wochen stark gelitten. Der Verband der US-amerikanischen Privatanleger meldete, dass nur zwei von fünf der Befragten während der nächsten sechs Monate mit einem Anstieg der Aktienkurse rechnen. Dieser Wert ist niedriger als in 98% aller Fälle seit Beginn der Umfrage im Jahr 1987. Weitere technische Masszahlen für die Anlegerstimmung, wie das Verhältnis zwischen Put- und Call-Optionen, deuten eine hohe Besorgnis der Anleger an. Sehr niedrige Stimmungswerte sind in der Regel ein antizyklischer Indikator. Aktien entwickeln sich nach derart schwachen Stimmungswerten häufig gut.

Da Substanzwerte in Europa stärker vertreten sind, haben die europäischen Aktienmärkte in den letzten Monaten eine Neubewertung erfahren. Der Regierungswechsel in Deutschland gab zusätzlich Hoffnungen Auftrieb, dass die notwendigen Reformen realisiert würden: Diese umfassen tiefere Steuern, Investitionen in die teilweise marode Infrastruktur, eine wirtschaftsfreundlichere Energiepolitik sowie die Überprüfung des «Verbrenner-Aus 2030». Insgesamt hellte sich das trübe Konjunkturbild für Europa aufgrund des möglichen baldigen Kriegsendes in der Ukraine auf.

Der Schweizer Aktienmarkt mit seinem hohen Gewicht an defensiven Substanz-Titeln verbuchte ein gutes Quartal. Inwieweit sind Schweizer Unternehmen durch die US-Zölle betroffen? Bislang gingen wir davon aus, dass die direkten Auswirkungen von Zöllen auf Schweizer Exporte überschaubar sein würden. Seit dem 2. April scheint diese Einschätzung zu optimistisch. Die Schweizer Exportindustrie ist für die Wirtschaftsentwicklung in unserem Land essentiell. Wird auch die Pharmaindustrie mit Zöllen belegt, wonach es aussieht, wird es ungemütlich. Einen unmittelbaren Effekt haben auch die Zölle auf Exporte der Eurozone in die USA, da die Schweiz bei den Vorprodukten, Stichwort Automobilindustrie, erheblich getroffen wird, und zwar was die Mengen und Preise anbelangt.

Trotz der konjunkturellen Eintrübung und der grossen Unsicherheit bezüglich der Auswirkungen der US-Zölle sprachen bis zum 2. April einige Faktoren für eine Erholung der US-Aktien. Dies waren das gesunde Wirtschafts- und Gewinnwachstum sowie hohe Ausgaben für die künstliche Intelligenz und ihre verstärkte Nutzung. Für die S&P Unternehmen wurde im Durchschnitt ein Gewinnwachstum von 10% für 2025 erwartet (siehe Grafik 5). Es besteht nun eine hohe Wahrscheinlichkeit für eine Nullrunde.

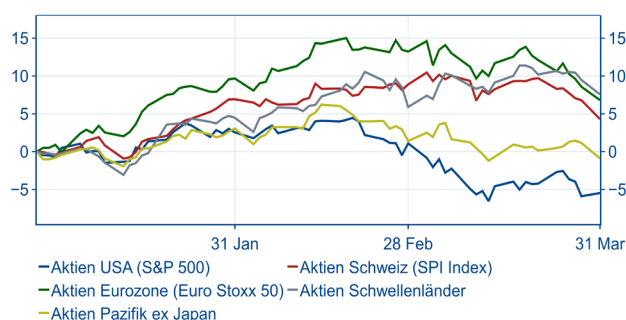
Grafik 5: Prozentuale Veränderung der erwarteten Unternehmensgewinne verschiedener Aktienmärkte seit Jahresbeginn 2025



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

In den letzten Wochen haben alle Märkte Schwäche gezeigt. Am meisten korrigiert hat der US-Markt. Diese Entwicklung kann aus Anlegersicht positiv beurteilt werden, da die Bewertungen von ihren Höchstständen zurückgekommen sind (siehe Grafik 6). Vorwärtsblickend bleibt die US-Regierung die grosse Unbekannte. Da die Beurteilungen zuletzt sehr negativ ausfielen, könnte es Trump und seinem Team nun leichter fallen, die Märkte positiv zu überraschen.

Grafik 6: Prozentuale Veränderung der erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnisse verschiedener Aktienmärkte seit Jahresbeginn 2025



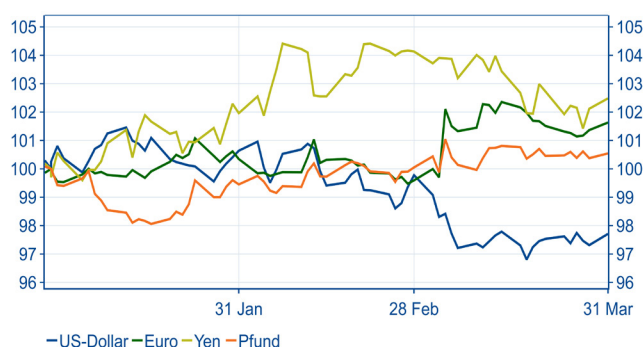
Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Weitere Anlageklassen

Die sich rasch ändernden politischen und makroökonomischen Entwicklungen in Europa und den USA haben auch Auswirkungen am Devisenmarkt. Die verbesserten Aussichten auf ein stärkeres Wirtschaftswachstum in Europa stützen die Erwartungen für eine Erholung des Euros. Jede signifikante Bedrohung der Wachstumsaussichten und das Potenzial für weitere Zinssenkungen der US-Notenbank FED schwächen den US-Dollar. Der Dollar reagiert mittlerweile auf die Zoll-Drohungen mit ausgesprägter Schwäche. Der Markt rechnet nun nicht mehr mit einer strafferen

Geldpolitik und einem damit verbundenen stärkeren Dollar. Der Schweizer Franken wertete sich seit Jahresbeginn gegenüber dem Euro leicht ab, legte aber gegenüber dem US-Dollar zu. Zu erklären ist diese gegensätzliche Entwicklung durch einen Rückgang der Unsicherheiten in Europa und der Aussicht auf die fiskalische Unterstützung. Die Aushebelung der Schuldenbremse und die extrem expansive Finanzpolitik sind zwar wenig geeignet, das Vertrauen in den Euro langfristig zu stärken. Die höheren Anleihezinsen im Euro-Raum unterstützen zur Zeit die Attraktivität des Euro gegenüber dem Schweizer Franken.

Grafik 7: Indexierte Entwicklung wichtiger Währungen gegen CHF seit Jahresbeginn 2025



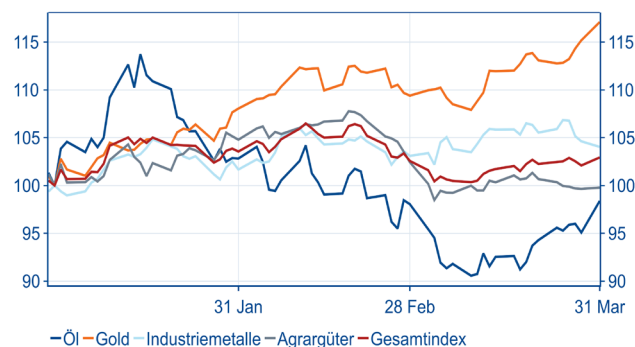
Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Bei den Immobilien konnte der asiatische Markt im ersten Quartal nach einer länger andauernden Schwächephase am meisten zulegen. Schweizer Immobilien haben ein Plus von fast 2% verzeichnet. Die anhaltend positive Performance der Immobilien ist unter anderem auf gesunkene Hypothekenzinsen zurückzuführen. Der Geldmarktzins SARON liegt derzeit 125 Basispunkte unter dem Vorjahresniveau, während die Langfristzinsen rund 100 Basispunkte tiefer sind als vor zwei Jahren. Die weitere geldpolitische Lockerung und möglicherweise sinkende Renditen auf Bundesanleihen könnten die Immobilienwerte zusätzlich stützen.

Die Rohstoffmärkte bewegten sich im 1. Quartal uneinheitlich. Vor allem Rohöl, aber auch Agrargüter notieren auf einem ähnlichen Preisniveau wie noch am Quartalsanfang. Der europäische Gaspreis hat bereits auf den Beginn der Ukraine-Verhandlungen reagiert und ist um mehr als 10% gefallen. Massgebend hierfür sind die Erwartungen, dass Russland seine Gasexporte in die EU im Fall eines Waffenstillstands in der Ukraine wieder aufnehmen wird. Der womöglich weitergehende Rückgang des europäischen Gaspreises

könnte zu einer erheblichen Entlastung des deutschen Maschinen- und Automobilbaus sowie der Industrie führen.

Grafik 8: Indexierte Entwicklung der Rohstoffmärkte seit Jahresbeginn 2025 (in CHF)



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Der Goldpreis hat Mitte März ein neues Allzeithoch erreicht und die wichtige Marke von USD 3000 die Unze überschritten. Die Entwicklung der letzten Monate war getrieben von geopolitischen Spannungen, der Unsicherheit über die Zölle und der Fortsetzung des Zinssenkungszyklus. Zentral ist aber der Abstieg des USD als Weltwährungsreserve. Zudem leiden USD und EUR unter einem stetig fortschreitenden Vertrauensverlust bei den Anlegern. Die zunehmende Nonchalance der Parlamentarier bei ihren «Sparbemühungen» tut sein übriges. Das geplante deutsche Fiskalpaket schürt das Misstrauen zusätzlich. Zu hoffen ist, dass die Mittel auch tatsächlich eine Strukturreform auslösen, damit langfristig positive Wachstumseffekte generiert werden können.

Anlagestrategie

In den letzten Wochen haben sich die Rahmenbedingungen deutlich verändert. War zuvor das Wirtschaftswachstum in den USA moderat positiv, sahen die Aussichten für Europa düster aus. Das erratische Verhalten von Trump bei den Zöllen und das deutsche Fiskalpaket historischen Ausmasses haben die Vorzeichen gedreht. Die Zinsdifferenzen der Währungsblöcke haben sich bereits angepasst, was dem Euro erstmals seit langem Rückenwind verleiht.

In der Weltpolitik standen die Zeichen Mitte März kurzfristig auf Entspannung. Allerdings gibt es noch keinen Durchbruch in der Ukraine und der Zollkrieg hat jetzt Fahrt aufgenommen. Werden diesbezüglich keine Fortschritte gegenüber dem Status quo erreicht, wird die konjunkturelle Entwicklung weltweit stark gebremst. Noch ist ein solches Szenario nicht in den Märkten eingepreist. Europa steht politisch und wirtschaftlich schon länger unter Druck. Angesichts dieser Konstellation hat die deutsche Politik die Flucht nach vorne ergriffen und ihre finanzpolitischen Grundsätze praktisch über Nacht über Bord geworfen. Inwiefern die Wirtschaft mit dem Finanzpaket nicht nur kurzfristig angekurbelt wird, sondern auch strukturelle Verbesserungen erfährt, hängt davon ab, wie die noch nicht vorhandenen Investitionspläne umgesetzt werden. Im schlimmsten Fall werden notwendige Strukturverbesserungen nicht vorgenommen und die Gelder für inflationstreibenden Konsumausgaben verwendet. Noch ist es zu früh, um hier eine Beurteilung vornehmen zu können.

Unsere Positionierung für das zweite Quartal sieht wie folgt aus:

- » Obligationen, und insbesondere Obligationen höherer Bonität von Schweizer Unternehmen bleiben ein zentrales Standbein in ausgewogenen Portfolios. Die Renditen bei Schweizer Obligationen haben sich wieder auf fast 1% verbessert.
- » Höher verzinsliche Anleihen sind weiterhin ein wichtiger Renditetreiber. Die Risikoaufschläge haben sich sogar leicht erhöht (Aufmerksamkeit ist gefordert!) und die Renditen sind damit attraktiver geworden.
- » Selbst nach dem Zinsanstieg im mittleren und längerfristigen Bereich der Zinskurve bleiben die Zinsrisiken

aufgrund der inflationstreibenden Zölle und der stetig steigenden Staatsverschuldung ausgeprägt. Wir sind deshalb nur in Schweizer Eidgenossen (Bundesobligationen) und mit einem geringen Portfolioanteil in US-Staatsanleihen investiert. Europäische Staatsanleihen halten wir nicht.

- » Dank der höheren Volatilität bei den Aktienmärkten, eröffnen sich Chancen für eine Anhebung der Aktienquote. Allerdings ist ein Abwarten der Entwicklung im US Handelskonflikt angezeigt.
- » Nach der Rotation in Value-Aktien, und damit in europäische und Schweizer Aktien, sind US-Aktien attraktiver geworden. Ob die USA die Vormachstellung in geopolitischer, aber vor allem auch wirtschaftlicher Hinsicht halten kann, muss jetzt beobachtet werden. Der massive Vertrauensverlust, den Trump mit seiner Aktion ausgelöst hat, könnte diese Position grundsätzlich in Frage stellen.
- » Die defensive Ausrichtung im Schweizer Aktienmarkt mit der Erhöhung der Quote von defensiven Schweizer Blue Chips im Januar hat sich im ersten Quartal ausbezahlt.
- » Das Umfeld für mittelgrosse, exportorientierte Unternehmen ist anspruchsvoll. Durch den enormen fiskalischen Impuls erhalten diese aber Unterstützung.
- » Der Immobilienanteil bleibt unverändert. Die laufende Rendite ist immer noch höher als bei Obligationen, aber die gestiegenen Bewertungen der Immobilienfonds tragen diesem Umstand bereits Rechnung.
- » Die Goldallokation halten wir bei, auch wenn der Preisanstieg der letzten Monate in der historischen Betrachtung als spektakulär zu bezeichnen ist. Mögliche Gewinnmitnahmen sollten deshalb nicht überraschen. Mit einem längerem Horizont nimmt Gold als Werterhaltungsposition in einem Umfeld der sorglosen Staatsverschuldung sowie einer unsicheren geopolitischen Lage eine wichtige Funktion wahr.



Verband Schweizerischer Vermögensverwalter | VSV
Association Suisse des Gérants de Fortune | ASG
Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni | ASG
Swiss Association of Asset Managers | SAAM



Hinder Asset Management AG

Talacker 35
8001 Zürich
Schweiz

T: +41 44 208 24 24
www.hinder-asset.ch