

Performancebericht

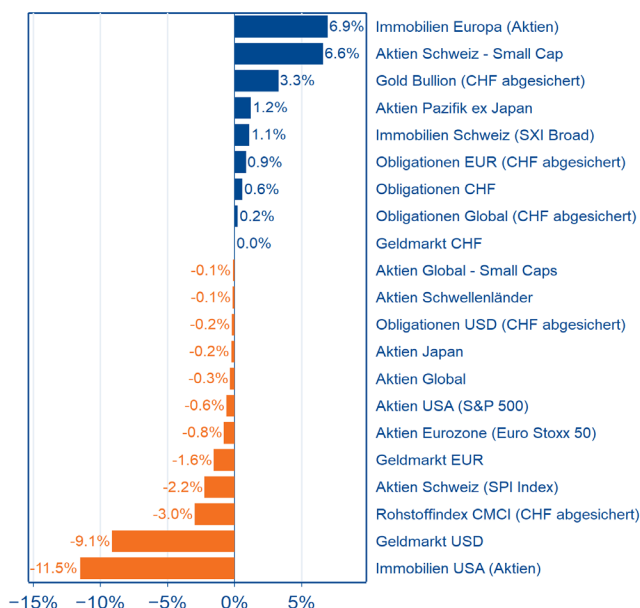
2. Quartal 2025 | Hinder Asset Management AG

Anlageklassen im Überblick

Das zweite Quartal startete mit einem Paukenschlag. Am «Liberation Day», dem 2. April, präsentierte Trump die «Zolltafel» der Weltöffentlichkeit und löste damit ein Börsenbeben aus. Betroffen waren die Aktienmärkte weltweit, die innert zwei Tagen 10% verloren. Auch die US-Währung geriet mit etwas Verzögerung unter Druck. Nach dem ersten Schock setzte sich die Meinung durch, dass Trump seine Pläne doch nicht 1 zu 1 umsetzen würde, denn schon am 9. April kündigte er eine Verschiebung der Einführung um drei Monate an. Die Märkte holten die Verluste innerhalb eines Monats fast wieder auf und pendelten danach zwischen Hoffen und Bangen - infolge ständig neuer präsidentialer Ankündigungen. Am Ende bleibt die Befürchtung, dass die USA die Rolle als globaler Leitmarkt verlieren könnte.

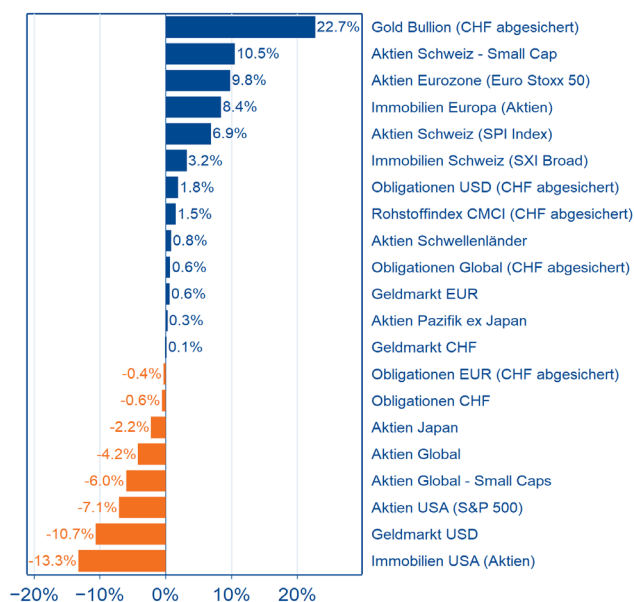
An der «Kriegsfront» verlagerte sich das Medieninteresse von der Ukraine in den mittleren Osten. Die Finanzmärkte blieben trotz des Angriffs von Israel und den USA auf iranische Anlagen erstaunlich ruhig. Lediglich der Ölpreis reagierte mit einem grösseren Sprung, allerdings war dieser Anstieg nur von kurzer Dauer.

Grafik 1: Entwicklung verschiedener Anlagekategorien im 2. Quartal 2025 in Schweizer Franken



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Grafik 2: Entwicklung verschiedener Anlagekategorien seit Jahresbeginn in Schweizer Franken



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

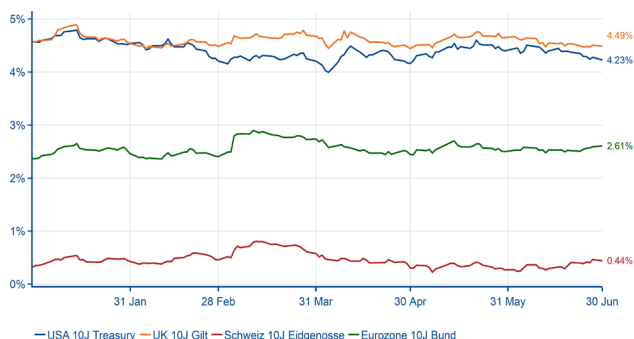
In Schweizer Franken umgerechnet resultierte beim Weltaktienindex in den letzten drei Monaten ein kleines Minus von 0,3% (siehe Grafik 1), gleichauf mit Aktien in Europa. Ganz knapp dahinter lagen Aktien USA mit -0,6%. Im Vergleich dazu verlor der Schweizer Aktienmarkt (SPI) rund 2,2%, blieb also hinter den Konkurrenten zurück. Überdurchschnittlich entwickelten sich Aktien in den Schwellenländern und dem pazifischen Raum. In Lokalwährung verzeichnete der breite US-Markt (S&P 500) eine Erholung von 6,2% und der Technologieindex NASDAQ sogar ein Plus von 8,5%. Versalzen wurde die Suppe für den CHF-Anleger durch den Rückgang des USD um 10,2%. Die US-Vertrauenskrise hat die Leitwährung, ganz im Sinne der US Regierung, auf Talfahrt geschickt. Am Quartalsende hat der USD sogar die Schwelle von 80 Rappen unterschritten. Der Euro schwächte sich gegenüber dem Schweizer Franken nach Avancen im ersten Quartal nur leicht ab (-1,6%).

Der Goldpreis setzte den positiven Trend fort und erzielte ein Quartalsplus von 3,3%, während sich andere defensive Anlagen wenig verändert zeigten. So legten Schweizer Eidgenossen sowie Schweizer Unternehmensanleihen 0,6% zu, da die Zinsen in der Schweiz infolge der Leitzinssenkung weiter zurückgingen. Schweizer Immobilien legten um 1,1% zu. Der breite Rohstoffindex CMCI verlor 3%. Verantwortlich dafür waren die rückläufigen Notierungen beim Öl.

Obligationen

Über das Gesamtquartal stiegen die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen um 15bp auf ein aktuelles Niveau von 4,5%. Im Gegensatz dazu sanken die Pendants sowohl in der Eurozone (8-30bp) als auch in der Schweiz um 10bp. Vor dem Hintergrund der geplanten Steuersenkungen in den USA («Big Beautiful Bill») und deren Finanzierung durch die Ausgabe von neuen Staatsanleihen ist der Zinsanstieg in den USA als eher moderat einzuschätzen.

Grafik 3: Entwicklung der 10-jährigen Zinsen verschiedener Staatsanleihen seit Jahresbeginn 2025



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

USA

Trump's Absicht ist es, das strukturelle Ungleichgewicht im Welthandel zu verändern. Seine Politik fokussiert dabei auf die Gütermärkte und blendet den Dienstleistungssektor weitgehend aus. Das Ungleichgewicht hat mehrere Ursachen, fusst aber auf der besonderen Stellung der USA mit dem USD als Weltreservewährung. Seit Jahren lebt die US Wirtschaft dank dieses Privilegs auf Pump, spart wenig, konsumiert (zu) viel und finanziert sich dabei im Ausland (Exporteure in die USA und Investoren). Dies geht nur, weil ausländische Firmen und Investoren sowie Regierungen und Notenbanken bereit

sind, US-Vermögenswerte mit relativ tiefer Verzinsung zu halten. Trump sieht darin nicht ein Privileg für die USA, sondern vielmehr eine Benachteiligung der US-Firmen aufgrund des starken USD.

Trump befürchtet, dass die USA auch in kritischen Industrien auslandabhängig wird. Deshalb ist sein Bestreben, den Niedergang der US-Industrie umzukehren, prinzipiell nachvollziehbar. Mit seiner Politik spielt er jedoch mit dem Feuer, denn er testet das Vertrauen der ausländischen Anleger unmittelbar, während die vermeintlichen Früchte erst später geerntet werden können. Die langen Zinsen haben nach der Ankündigung der Zölle sprunghaft zugelegt und die Anleger damit signalisiert, dass sie die Pläne von Trump kritisch beobachten.

Am 9. Juli läuft das 90-tägige US-Zollmoratorium aus. Eine Verlängerung ist denkbar, allerdings möglicherweise zu einem höheren Basissatz. Es kursieren Gerüchte, wonach ein neuer Zollsatz von 15% eingeführt werden könnte. Die Inflationszahlen reflektieren die höheren US-Zölle noch nicht; man rechnet aber mit einem neuerlichen Inflationschub. Ging man bislang von zwei Zinssenkungen dieses Jahr in den USA aus, wird jetzt nur noch eine erwartet. Nebst den US-Zöllen wirkt sich auch die USD-Schwäche inflationstreibend aus.

Die US Notenbank widerstand dem Druck Trumps und belies den Leitzins unverändert bei 4,25-4,50%. Die US Regierung wünscht einen tieferen Leitzins, um den Schuldendienst im Zaum zu halten. Die hohe Staatsverschuldung in Kombination mit den höheren Zinsen hat dazu geführt, dass die Zinslast auf die Staatschulden die Militärausgaben als Budgetposten mittlerweile übertrifft.

Man kann davon ausgehen, dass sich der Zollkrieg noch längere Zeit hinziehen wird und die US-Zinsen zukünftig grundsätzlich auf einem höheren Niveau liegen könnten als in der Vor-Trump-Ära. Auf eine Abschwächung der US-Konjunktur dürfte die FED mit grösseren Leitzinssenkungen bis zu insgesamt 2%-Punkte reagieren. Mit dieser Entwicklung würde die US-Zinskurve steiler werden. Kurze Laufzeiten im USD sind entsprechend attraktiver.

Europa

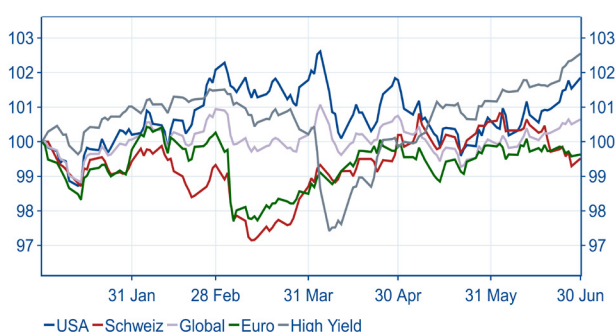
Die Inflation in Europa zeigt eine Annäherung der Daten an die Ziele der Notenbanken. Als Reaktion darauf senkte die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen dieses Jahr bislang viermal, während die Schweizerische Nationalbank (SNB) und die Bank of England (BoE) die Zinsen jeweils zweimal senkten. Weitere Zinssenkungen im Euroraum werden erwartet sowie tiefere Zinsen über alle Laufzeiten.

Schweiz

In der Schweiz fiel die Inflation in den letzten Monaten weiter von 0,3% im März auf -0,1% im Mai. Im Juni ist sie wieder auf 0,1% gestiegen. Aufgrund der rückläufigen Inflation hat die SNB in der Junisitzung, und dies im Gegensatz zur FED, eine Senkung des Leitzinses von 0,25% auf 0% vorgenommen. Die SNB sieht (noch) von den ungeliebten Negativzinsen ab, denn sie geht davon aus, dass die Teuerung den Tiefpunkt durchschritten hat. Mit ihren letzten, teilweise auch überraschend grossen Zinssenkungsschritten lag sie somit goldrichtig.

Nach einem negativen ersten Quartal (-1,4%) hat sich der SBI Index (Index für Schweizer Obligationen) erholt. Die Verfallsrendite der zehnjährigen Eidgenossen ist von seinem Hoch von 0,8% auf unter 0,5% gesunken. Die CHF-Renditekurve ist damit wieder flacher geworden und die Attraktivität langer Laufzeiten hat entsprechend abgenommen.

Grafik 4: Obligationenmärkte seit Jahresbeginn 2025 (abgesichert in CHF)



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

High Yield

Die Kreditaufschläge sind nach einem Zwischenhoch im März wieder auf das Niveau vom Jahresanfang gesunken. Die laufenden Renditen liegen aber immer noch rund 2% über jenen von Obligationen höchster Bonität. In Anbetracht der wirtschaftlichen und geopolitischen Unsicherheiten sowie der tiefen Risikoprämien ist weiterhin ein selektiver Ansatz bei hochverzinslichen Anleihen angezeigt.

Aktienmärkte

Die Aktienmärkte vollzogen im zweiten Quartal eine «Tal- und Bergfahrt». Am Quartalsende schlossen die Kurse im Vergleich zum Vorquartal wenig verändert. Am Finanzmarkt machte der Begriff «Taco-Trade» die Runde: Trump always chickens out («Trump macht letztlich immer einen Rückzieher»). Der grösste Teil der im April verkündeten «gegenseitigen» Zölle, welche die Kurse abstürzen liess, ist zur Zeit ausgesetzt. Der schwierige Teil der Verhandlungen kommt aber erst noch und die Auswirkungen der Zölle zeigen sich erst mit einer mehrmonatigen Verzögerung. Die Unsicherheit um die weitere Entwicklung im Zollstreit dürfte zu einer Zurückhaltung bei den Ausrüstungsinvestitionen von Unternehmen führen. Eine konjunkturelle Abschwächung wird mit einer deutlich höheren Wahrscheinlichkeit erwartet als noch vor ein paar Monaten. Vor dem Hintergrund des anspruchsvollen Makroumfeldes sind die Anleger eher zu optimistisch was die Entwicklung der Unternehmensgewinne, die Auswirkungen der Zölle auf Konsum und Inflation sowie die Zinssenkungen der Fed anbelangt.

Die Bewertung des US-Aktienmarktes liegt nach der Erholung wieder über dem mehrjährigen Mittel. Die Zölle wurden für jene Handelspartner zurückgenommen, mit denen die USA Verhandlungen begonnen haben. Dadurch dürften auch positive Ergebnisse bei den Verhandlungen nur noch eine geringe Rolle spielen. Eine erneute Eskalation der Handelsbeziehungen ist ebenfalls denkbar. Da die Zölle ihre volle Wirkung auf die Wirtschaftsentwicklung erst noch entfalten werden, ist mit einer Abschwächung der Konjunktur zu rechnen (aufgrund der mehrmonatigen Dauer zwischen Bestellung und Lieferung der Waren aus Übersee in die USA). Die Zeichen stehen sogar auf Stagflation, die ungeliebte Kombination einer Wachstumsschwäche mit erhöhter Inflation.

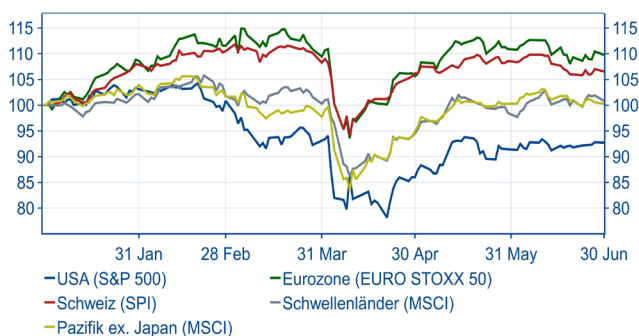
Der Schweizer Aktienmarkt erholte sich im Vergleich zu den anderen Regionen weniger gut von den Kursrückgängen im April. Unsere Pharmafirmen sind stark exponiert und der politischen Unsicherheit besonders ausgesetzt. US-Zölle auf Pharmazeutika stellen für die Schweiz eine echte Bedrohung dar. Es ist dies die wichtigste Exportkategorie

unseres Landes und die Pharmafirmen die bedeutendste Branche im SMI (Swiss Market Index).

Trotz des hohen BIP-Wachstums im ersten Quartal von 2% (annualisiert) erwartet die Nationalbank für das laufende Jahr unverändert einen Anstieg von insgesamt «1 bis 1,5%». Für das kommende Jahr reduziert sie die Prognose von «rund 1,5%» im März auf jetzt noch «1 bis 1,5%». Das Bruttoinlandprodukt in der Schweiz ist im ersten Quartal stark gewachsen. Diese Entwicklung war allerdings wesentlich dadurch geprägt, dass Exporte in die USA vorzeitig erfolgten, wie in anderen Ländern auch. Bereinigt um diese Effekte zeigt sich eine moderatere Wachstumsdynamik. Insgesamt ist zu erwarten, dass die generelle Unsicherheit das Wirtschaftswachstum dämpfen wird.

In Europa ist die Integration steigender Verteidigungsausgaben in die Haushaltspläne der Länder das dominierende Thema für die Wirtschaft. Im Gegensatz zu anderen Ländern in der Region hat Deutschland bereits im Haushaltsentwurf für 2025 einen raschen Anstieg der Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben vorgesehen. Die Finanzmärkte berücksichtigen diese Pläne weitestgehend. Wie gross die Auswirkungen der Programme sein werden und wann diese eintreten ist als unsicher zu betrachten. Die Jahresentwicklung zeigt ein ungewohntes Bild (Grafik 5). Die USA liegt deutlich hinter den anderen Märkten zurück und Europa liegt bei den Regionen vorne. Auch die Schwellenländer und der Pazifik liegen dieses Jahr über der Nulllinie. Die Periode zeigt, dass auch der Markt mit der grössten wirtschaftlichen Dynamik nicht immer Spitzenreiter sein kann.

Grafik 5: Aktienmärkte seit Jahresbeginn 2025 (in CHF)



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Weitere Anlageklassen

Die geopolitischen Spannungen und Zolldiskussionen stärkten den Schweizer Franken im zweiten Quartal. Der Vertrauensverlust der USA hat den USD gegenüber dem CHF stark belastet. Insgesamt verlor der Greenback im zweiten Quartal 10,2%. Dies war der grösste Kursverlust des USD seit 1973. Am 11. April hatte der USDCHE Kurs sein Allzeittief von Juli 2011 fast erreicht und Ende Juni die Schwelle von 80 Rappen dann tatsächlich durchbrochen. Kein Wunder hat die SNB den Leitzins in der letzten Sitzung auf Null reduziert. Dieser Schritt wurde aber nicht mit der Frankenstärke, sondern mit der tiefen Inflation begründet. Die SNB will vermeiden, von den USA auf die Liste der Währungsmanipulatoren gesetzt zu werden.

Basierend auf der Kaufkraftparität ist der USD nun nicht mehr überbewertet und technisch sogar überverkauft. Es gibt dennoch wenig Grund zur Annahme, dass sich der langjährige Negativtrend über längere Zeit umkehren wird. Da die Zinsunterschiede hoch sind, könnte sich der CHF auf kurze Sicht gegenüber anderen Währungen, aber vor allem gegenüber dem EUR abschwächen.

Grafik 6: Indexierte Entwicklung wichtiger Währungen gegen CHF seit Jahresbeginn 2025

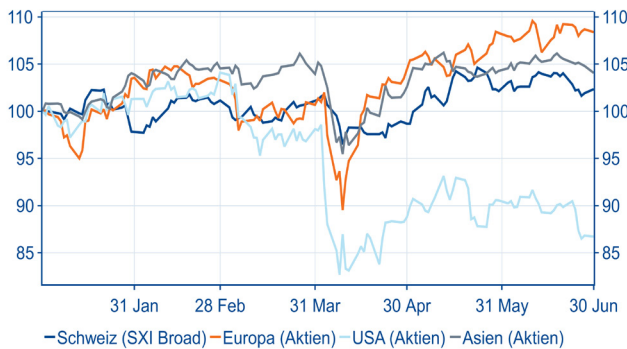


Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Seit Anfang 2025 konnten sich börsennotierte Immobilien dank ihrer defensiven Eigenschaften und der erwarteten Leitzinssenkungen in ihrer Heimwährung ähnlich der Aktienmärkte entwickeln. Immobilienaktien dürften sich in den kommenden Monaten weiterhin gut halten, da die Zentralbanken ihre Zinsen weiter senken, wenn auch langsamer als bisher erwartet. Die Bewertungen sind im Vergleich zu

Aktien vergleichsweise attraktiv. Eine Sonderstellung nimmt der Schweizer Immobilienmarkt ein, da die überdurchschnittliche Zunahme der Bevölkerung der letzten Jahre das Angebot unverändert übersteigt. Für Neu-Mieter sind dies keine guten Nachrichten, aber für Anleger schon.

Grafik 7: Indexierte Entwicklung der Immobilienmärkte seit Jahresbeginn 2025 (in CHF)



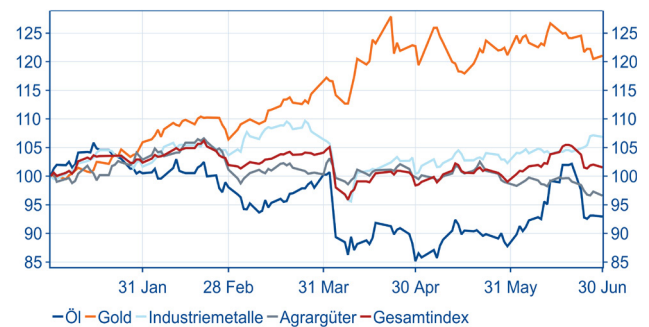
Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Die Rohölpreise bewegten sich über das Quartal seitwärts bis zum Luftangriff der USA auf iranische Nuklearanlagen. Dann stiegen die Ölpreise vorübergehend auf über USD 81 pro Barrel (Brent). Die zurückhaltende Reaktion des Iran auf die Bombardierungen führte dazu, dass die Ölpreise ihre Gewinne wieder abgaben. Nachdem US-Präsident Trump in den sozialen Medien einen «vollständigen und totalen» Waffenstillstand zwischen Israel und dem Iran gefordert hatte, fiel der Brent-Preis auf unter USD 70 pro Barrel.

Zahlreiche Zentralbanken haben ihre jährlichen Goldkäufe seit 2022 gegenüber früheren Jahren praktisch verdoppelt. Es ist davon auszugehen, dass das Ausmass der Käufe beibehalten wird, hauptsächlich getrieben durch Bestrebungen der Notenbanken ihre USD-Positionen und Abhängigkeit gegenüber den USA zu verringern. Auch viele Privatinvestoren haben Gold als Anlageklasse wiederentdeckt.

Industriemetalle finden hingegen aufgrund der schwächelnden Konjunktur weniger Unterstützung und auch Agrargüter bewegten sich in engen Bandbreiten.

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



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Anlagestrategie

Die Konjunktur in den USA ist durch die Staatsausgaben «gedopt». Trump macht keine Anstalten das Budgetdefizit zu reduzieren. Dies unterstützt zwar die Aktienmärkte, belastet aber tendenziell US-Staatsanleihen. Helfen könnten dem Treasury-Markt Leitzinssenkungen der FED. Die Budgetdisziplin wird nun auch in den letzten aufrechten Staaten, namentlich Deutschland, fallengelassen. Das unterstützt den Aktienmarkt, ist aber keine gesunde langfristige Basis.

Es sind vermehrt Anzeichen einer sich abkühlenden Weltkonjunktur erkennbar. So ist die Wahrscheinlichkeit für eine Rezession in den nächsten zwölf Monaten vor allem in den USA gestiegen. Angesichts dieser Tatsache und der raschen Erholung des Aktienmarktes vom Apriltief und des generell beachtlichen Optimismus der Anleger, können wir in nächster Zeit keine grossen Kursgewinne erwarten. Bei Eintreten einer Rezession muss sogar mit einer stärkeren Korrektur bei Aktien gerechnet werden. Es scheint, dass die Anleger die konjunkturellen Risiken aktuell nur teilweise einpreisen. An die politischen Risiken scheint man sich mittlerweile gewöhnt zu haben und blendet extrem negative Szenarien aus. Im ersten Quartal war eine Rotation in Substanz-Aktien zu beobachten. Im zweiten Quartal konnten die Momentumaktien wieder Boden gut machen. Damit sind Tech-Aktien von der Bewertung her wieder auf dem alten, teuren Stand. Die Debatte setzt sich fort, wie lange Techaktien die Prämie halten können und wann endlich Substanzaktien ihren langjährigen Rückstand aufholen können. Unsere Antwort darauf: Tech-Aktien sind für langfristig orientierte Anleger auch jetzt noch interessant, da das überdurchschnittliche Wachstum anhalten dürfte. Die Bewertungen sind aber so hoch, dass auch länger andauernde Rücksetzer nicht unwahrscheinlich sind, selbst bei hohen Unternehmensgewinnzuwachsen. Auf Jahressicht bevorzugen wir deshalb defensive Substanzwerte.

Unsere Positionierung für das zweite Quartal sieht wie folgt aus:

- » Auch wenn die Rendite bei Obligationen hoher Bonität wieder unter 1% p.a. gefallen ist, bleiben Schweizer Anleihen Kernbestandteil eines ausgewogenen Portfolios. Vor allem in einem rezessiven Umfeld sind sie von grosser Wichtigkeit.
- » Auch Immobilienanlagen profitieren von den tiefen Zinsen sowie vom strukturellen Nachfrageüberhang.
- » Obligationen in Fremdwährungen offerieren aufgrund der hohen Kosten bei der Währungsabsicherung nur wenig Renditepotenzial.
- » Ausserhalb der Schweiz findet man vor allem bei geringeren Bonitäten interessante Anlagen.
- » Nach dem starken ersten Quartal kam die Schwäche bei Schweizer Aktien nicht sehr überraschend. Wir erachten diese Niveaus als attraktiv, um die Quote zu erhöhen.
- » Wir haben die Aktienquote in den letzten Monaten im Schnitt nur leicht erhöht und sind gegenüber der strategischen Quote etwas untergewichtet. Das Tiefzinsumfeld stützt Schweizer Aktien.
- » Nach der starken Erholung ist bei europäischen Aktien eher ein Marschhalt angezeigt. Die lockere Fiskalpolitik sowie die geplante Ausdehnung der Rüstungsausgaben haben bereits zu einer Anpassung der Kurse nach oben geführt. Der Pessimismus der Investoren gegenüber europäischen Aktien hat sich in kurzer Zeit ins Gegenteil verkehrt. Das Unternehmensgewinnmomentum spricht ebenfalls für Schwellenländer und die USA.
- » Die Bedingungen für einen weiteren Anstieg des Goldes sind günstig. Notenbanken und Privatinvestoren weltweit suchen Alternativen zu ihren Anlagen in USD. Zusammen mit den geopolitischen Unsicherheiten bietet dies Unterstützung für das Edelmetall.



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