

Performancebericht

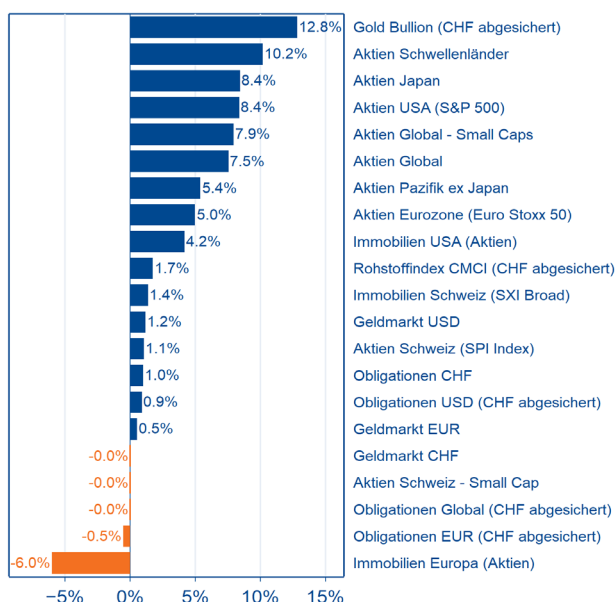
3. Quartal 2025 | Hinder Asset Management AG

Anlageklassen im Überblick

Die US-Zölle und allem voran der US-Präsident erhalten viel Presseaufmerksamkeit. Die Finanzmärkte lässt dies weitgehend kalt. Es liegt daran, dass die kotierten Unternehmen international breit aufgestellt sind und häufig eine Präsenz in den USA haben. Zudem wird damit gerechnet, dass die Zölle wieder reduziert werden.

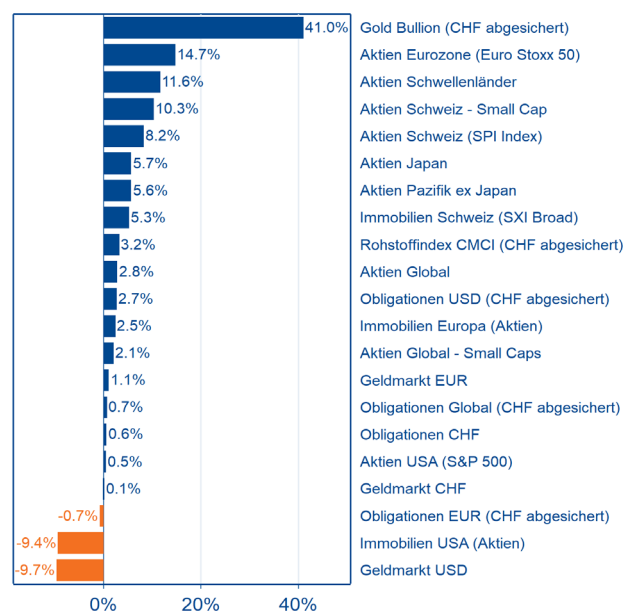
Getrieben vom Hype um das Thema Künstliche Intelligenz (KI) sind die Valoren der amerikanischen Technologiekonzerne stark gestiegen. Die Präsentation des Finanzergebnisses von Oracle führte zu einem Kurssprung von 36%. Das lag nicht am Ergebnis selbst, sondern an den Plänen, das Cloud-Geschäft auszubauen. Das Fazit: KI und alles was damit zusammenhängt treibt die Märkte an. Der Chiphersteller Nvidia ist mit einer Marktkapitalisierung von 4'300 Milliarden US-Dollar aktuell das weltweit teuerste Unternehmen. Im Vergleich dazu: Der gesamte Schweizer Aktienmarkt – gemessen am Swiss Performance Index (SPI) – bringt es gerade mal auf eine Gesamtkapitalisierung von CHF 1'600 Milliarden. Basierend auf dem aktuellen Wechselkurs ist Nvidia also mehr als doppelt

Grafik 1: Entwicklung verschiedener Anlagekategorien im 3. 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

so hoch bewertet wie sämtliche an der Schweizer Börse kotierten Unternehmen.

Der Weltaktienindex zeigte im 3. Quartal eine kontinuierliche Aufwärtsentwicklung. In USD gerechnet liegt er über das Gesamtjahr gesehen 17,4% im Plus. In CHF liegt das Plus aufgrund der USD Schwäche deutlich tiefer, nämlich bei +2,8%. Der USD notiert gegenüber dem CHF bei historischen Tiefstständen nachdem er im 2025 12,5% verlor, blieb aber über das 3. Quartal insgesamt stabil.

Europas Aktien-Outperformance gegenüber den USA fand Ende März ihren Höhepunkt. Seitdem sind die relativen Gewinne erodiert. US-Aktien stiegen im dritten Quartal auf ein Allzeithoch (vgl. Grafik 1, Aktien USA +8,4%), wobei Technologiewerte erneut die Tabelle anführten (Nasdaq +10,1%). Damit verzeichnet der S&P500 über das Gesamtjahr in USD ein Plus von 14,6% und in CHF ein Nullergebnis. Dank dem stabilen EUR dieses Jahr beträgt das Plus des Euro Stoxx 50-Index 14,7% über das Jahr und +5,0% im dritten Quartal (in CHF).

Schwellenländer entwickelten sich im Gegensatz zu den letzten Jahren überdurchschnittlich gut: +10,2% in Q3 und +11,6% im 2025. Insbesondere der September war stark mit +5,6%. Etwas schwächer waren Schweizer Aktien mit +1,1% im dritten Quartal.

Gold hat in diesem Jahr alle wichtigen Anlageklassen übertroffen und ist um eindruckliche 41% in CHF gestiegen (vgl. Grafik 2) und hat im 2025 zahlreiche Allzeithochs erreicht, während sich andere defensive Anlagen wenig verändert zeigten. So legten Schweizer Obligationen um 0,6% zu, da die Zinsen in der Schweiz infolge der Leitzinssenkungen weiter zurückgingen. Schweizer Immobilien rentierten mit 5,3% und damit besser als der europäische und amerikanische Vergleichsmarkt. Der breite Rohstoffindex CMCi gewann 3,2%, primär dank der Höherbewertung von Gold, denn Öl und Agrargüter bürsteten Terrain ein.

Obligationen

USA

Die US-Notenbank Fed hat im September die erste Zinssenkung des Jahres vorgenommen und damit einen neuen Lockerungszyklus begonnen. Begründet wurde dies mit der Abschwächung des Arbeitsmarktes und der tieferen Inflation im Dienstleistungssektor. Die Positionen der Fed Mitglieder («Dot Plot») signalisieren zwei weitere Zinssenkungen in diesem Jahr und eine weitere im Jahr 2026. Notenbank-Präsident Jerome Powell wies in seiner Pressekonferenz nach der Entscheidung auf ein «erhebliches» Abwärtsrisiko bei den Arbeitsmarktdaten hin und unterstrich damit den wachsenden Fokus der Fed auf die Beschäftigungslage.

Die Renditen zehnjähriger US-Staatsobligationen sanken über das zweite Quartal, zogen aber nach der Zinssenkung im September sogar leicht an. Die 30-jährigen Zinsen blieben während des Quartals durchwegs hoch. Dass die Kapitalmarktzinsen kaum auf die Zinssenkungen der FED reagieren, deutet darauf hin, dass die Anleger die Inflationsentwicklung sowie die Staatsverschuldung langfristig mit Sorge verfolgen.

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



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Nachdem der Haushaltsentwurf den Kongress passiert hat - die Finanzierung des Haushaltes 2025 steht noch aus mit der Stilllegung «nicht essentieller» US-Bundesbehörden am 1. Oktober - können die Projektionen für Defizite, Staatsverschuldung und Kosten für die Verzinsung abgeschätzt werden: Der Entwurf dürfte zu Ausgaben von rund USD 7 Billionen pro Jahr führen, bei Einnahmen von rund USD 5 Billionen pro Jahr. Die Schulden, die derzeit etwa das Sechsfache der Einnahmen, 100 Prozent des BIP und etwa USD 230'000 pro amerikanischer Familie betragen, werden also innerhalb von zehn Jahren auf etwa das 7,5-Fache der Einnahmen, 130 Prozent des BIP und USD 425'000 pro Familie steigen. Dies wird die Zins- und Tilgungszahlungen für die Schulden von rund USD 10 Billionen (USD 1 Billion für Zinsen, USD 9 Billionen für die Amortisation) auf rund USD 18 Billionen (davon USD 2 Billionen für Zinszahlungen) erhöhen.

Die aktuelle Inflation bleibt insgesamt hartnäckig hoch bei 2,9% während sich die langfristigen Inflationserwartungen über das Quartal stabil um 2,4% hielten. Es besteht nach wie vor eine hohe Zinsdifferenz zur Eurozone, selbst nachdem die FED ihre Zinssenkungen wieder aufgenommen hat.

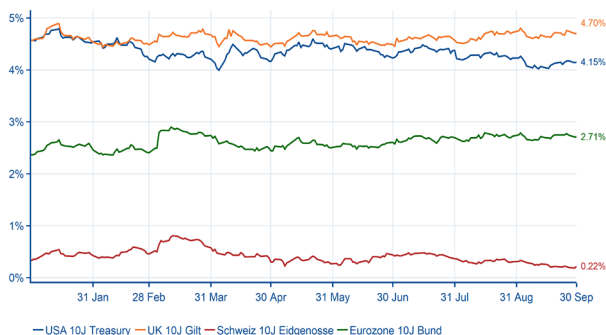
Europa

Die Europäische Zentralbank wird die Zinsen voraussichtlich nach vier Zinssenkungen im 2025 bei 2% belassen - deutlich unter dem aktuellen Niveau der Fed von 4,00 - 4,25%. Investment-Grade-Unternehmensobligationen im Euroraum werfen derzeit rund 3% ab - und das trägt zur relativen Attraktivität festverzinslicher Wertpapiere in Europa bei.

Ebenso wie in den USA bleiben die Kapitalmarktzinsen trotz den diesjährigen Zinssenkungen der EZB hoch resp. sind die zehnjährigen Renditen von Staatsanleihen sogar gestiegen, besonders stark in Frankreich (+0,3% auf 3,5%). Die Anleger fordern eine höhere Risikoprämie für das Halten langlaufender Anleihen von staatlichen Emittenten wie Frankreich, Deutschland oder Grossbritannien aufgrund der zunehmenden Sorge bezüglich der Staatsverschuldung.

Ein stärkeres Wachstum in Spanien und Griechenland sowie eine relative politische Stabilität in Italien führten zu tieferen Renditen im Vergleich zu französischen und deutschen Obligationen. Die aktuellen Renditen und Spreads (Zinsunterschied zwischen den Ländern) spiegeln diese relative Stabilität wider. Frankreich sieht sich mit einer politischen Blockade konfrontiert, welche die Reduktion der Verschuldung verhindert, während Deutschland in diesem Jahr eine lockerere Fiskalpolitik verfolgt, was zu einer Verschlechterung der Finanzstabilität und höheren Zinsen in unserem Nachbarland führt.

Grafik 4: Entwicklung 10-jähriger Zinsen verschiedener Staatsanleihen seit Jahresbeginn



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Schweiz

In der Schweiz stieg die Inflation von 0,1% im Juni minimal auf 0,2% im September, unverändert gegenüber August; erwartet wurde +0,3%. Die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) verharrte bei 0,7%, also deutlich unter der «Schmerzgrenze» von 2%. Trotzdem sanken die Renditen der zehnjährigen Eidgenossen weiter, nämlich von 0,5% auf tiefe 0,2%. Damit verteuerten sich die Schweizerischen Bundesobligationen weiter.

Im Juni hatte die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren Leitzins auf Null Prozent gesenkt und gleichzeitig signalisiert, dass sie nicht beabsichtigt Negativzinsen einzuführen. Sie

beliess den Leitzins im September erwartungsgemäss bei Null, was sie als leicht expansiv betrachtet. Die SNB geht von einer Abschwächung der Konjunktur aus, erwartet aber keine Rezession.

High Yield

Derzeit sind die Renditen für US- und europäische vorrangige Darlehen (Senior Loans) mit 8,6% bzw. 6,7% (Rendite für drei Jahre, Indexniveau) weiterhin relativ hoch. Die Risikoauflage hochverzinslicher Anleihen haben sich zwar verengt und liegen nun bei rund 3 - 4% im Vergleich zu 5% im April, sind aber nach wie vor attraktiv. Vorausschauend ist jetzt weniger mit Kursgewinnen zu rechnen (Verengung der Risikoauflage), als mit einer höheren laufenden Verzinsung im Vergleich zu Obligationen mit hohem Rating.

Aktienmärkte

Die Konjunktorentwicklung ist sowohl in den Schwellen- wie auch den Industrieländern besser als prognostiziert. Sie schwächt sich aber ab, auch wenn eine unmittelbare Rezession nicht bevorsteht. Global wird ein Wachstum gegen 3% für 2025 erwartet. Niedrigere Zinsen, das intakte Unternehmensgewinnwachstum sowie Rückenwind durch KI stützen die globalen Aktienmärkte. Die US-Zölle zeigen bislang noch wenig Auswirkung auf die Wirtschaftsentwicklung. Das Konsumentenvertrauen ist beidseits des Atlantiks robust. In Deutschland zeigt der ifo-Geschäftsklimaindex sogar eine steigende Tendenz. Auf der anderen Seite wirken die US-Zölle mit Verzögerung auf die Wirtschaft ein – weltweit und auch in den USA. Die verfügbaren Einkommen der US-Konsumenten sind rückläufig und der Arbeitsmarkt schwächelt.

USA

Aufgrund der unsicheren Auswirkungen der Zölle variieren die Prognosen bezüglich der US-Konjunktur erheblich. Ökonomen schätzen die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession auf zwischen 30 - 60%. Am Aktienmarkt spricht jedoch niemand von Rezession. In der Vergangenheit boten Lockerungszyklen der Fed, insbesondere wenn sie nicht von einer Rezession begleitet wurden, ein günstiges Umfeld für Aktien. Trotz des schwächelnden Arbeitsmarktes bleibt das allgemeine Konjunkturbild intakt. Die jüngsten BIP-Schätzungen deuten sogar auf eine Beschleunigung des

US-Wachstums im dritten Quartal hin. Das GDPNow-Modell der Atlanta Fed prognostiziert für das dritte Quartal einen BIP-Anstieg von 3,8%. Das Gewinnwachstum der Unternehmen war robust: Die Gewinne im S&P500 stiegen im dritten Quartal annualisiert um 11,2% und lagen damit deutlich über den ursprünglichen Erwartungen.

Der Aufschwung des US-Aktienmarktes sowie die hohe Bewertung basieren auf Zinssenkungen, einer expansiven Fiskalpolitik sowie einer positiven Unternehmensgewinnentwicklung. Eine Fortsetzung der US-Hausse ist trotz vermutlich weiter sinkenden Realrenditen kein Selbstläufer. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P500 auf Basis der geschätzten Gewinne liegt bei 22,2x und damit nahe am oberen Ende seiner 20-jährigen Spanne. Die Marktkonzentration bleibt hoch: Die «Glorreichen Sieben» sollten im nächsten Jahr mehr als zwei Drittel des EPS-Wachstums im S&P500 beitragen, was ambitioniert erscheint. Nach einem so starken Anstieg kann eine Konsolidierungsphase nicht überraschen.

Europa

Die seit Jahren zu beobachtende Unterbewertung von europäischen Aktien ist im 2025 verschwunden. Stützend wirkte sich das Fiskalpaket Deutschlands und die geplanten Rüstungsausgaben aus. Zusätzlich haben Investoren Gelder aus den USA nach Europa verlagert. Im ersten Quartal hat auch der Exportüberschuss in die USA für Auftrieb gesorgt. Alle diese Faktoren verlieren nun an Kraft. Die Begeisterung der Anleger für die deutschen Infrastrukturanreize und die Rüstungsausgaben der EU hat nachgelassen. Der alte Kontinent ist mit einer konjunkturellen Abschwächung, einem erstarkten EUR und politischen Unsicherheiten (z.B. in Frankreich) konfrontiert. Auf der anderen Seite sind Konsumenten und Unternehmen etwas besser gestimmt als noch im letzten Jahr und auch die Zollverhandlungen fanden ein relativ rasches und moderates Ende.

Schweiz

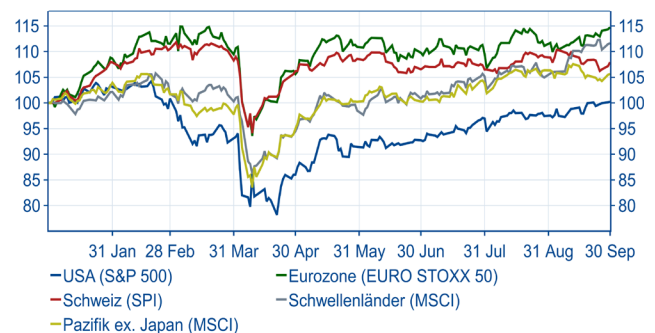
Die Handels- und Wirtschaftspolitik der USA belastet die Gewinne der Schweizer Unternehmen und hat dem Kursverlauf zahlreicher Titel und insbesondere jenen der Pharmabranche zugesetzt. Im Gegensatz zum Euroland bleibt die Unsicherheit vorerst bestehen. Die Unternehmensergebnisse des zweiten Quartals wurden durch die Dollarschwäche (Währungsumrechnungsverluste) beein-

trächtigt. Die im August eingeführten Zölle treffen allerdings kleinere Unternehmen mit hohen US-Exportanteilen stärker als die an der Börse kotierten, grösseren Unternehmen.

Schwellenländer

Die Schwellenländer profitierten zuletzt von der Dynamik im chinesischen Technologiesektor, der Stärke Brasiliens sowie einer Abschwächung des US-Dollars. Interessant ist, dass China die Verluste der Exporte in die USA durch Exporte in andere Länder kompensieren konnte. Die Schlussfolgerung liegt nahe, dass die Warenströme neue Wege nehmen um die Auswirkungen der Zölle zu minimieren. Da die Bewertungen nun anspruchsvoller sind, ist das Gewinnwachstum für weitere Kursgewinne wichtig.

Grafik 5: Aktienmärkte seit Jahresbeginn 2025 (in CHF)



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Weitere Anlageklassen

Währungen

Der Schweizer Franken blieb im vergangenen Quartal stark und behielt seinen Status als sicherer Hafen. Anleger gehen wohl davon aus, dass die Schweiz noch einen besseren Zoll-Deal aushandeln kann und sich somit die negativen Effekte für die Wirtschaft in Grenzen halten werden.

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



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Der EURCHF-Kurs bewegt sich seit Jahresbeginn in einem Seitwärtsband. Nach der Zollankündigung von 39% auf Schweizer Exporte legte der Euro gegenüber dem CHF etwas zu, da die Wahrscheinlichkeit von Negativzinsen zugenommen hat. Im weiteren stützen die geplanten Fiskalausgaben und Sondervermögen in der Eurozone den Euro. Eine allfällige Beilegung des Ukrainekrieges würde dem Euro weiteren Auftrieb verleihen.

Der USD hat sich seit April gegenüber dem CHF massiv abgewertet. Im Zuge der Einführung der US-Zölle im April kamen seitens der Investoren Zweifel hinsichtlich der Vorreiterrolle des Dollars sowie der Glaubwürdigkeit der amerikanischen Wirtschaftspolitik auf.

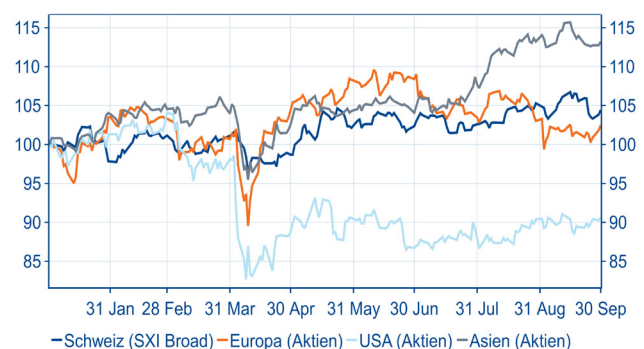
Es wird allgemein erwartet, dass der US-Dollar seinen Abwärtstrend fortsetzen wird, dies aufgrund der sinkenden Realrenditen im USD, der steigenden Staatsverschuldung, dem Leistungsbilanz- und Haushaltsdefizit sowie der Gefahr, dass die FED in ihrer Unabhängigkeit eingeschränkt wird. Strukturell spricht somit wenig für den USD. Jedoch: wenn sich die Auguren einig sind, tritt häufig das Gegenteil ein. So wäre beispielsweise denkbar, dass die US-Notenbank

die Zinsen weniger stark senkt, falls die Inflation unerwartet hoch bleiben sollte. Dies würde den USD stützen. Falls sich die internationale politische Lage entspannen sollte, wäre der CHF als sicherer Hafen weniger gefragt.

Immobilien

Immobilienfonds in Asien konnten sich dieses Jahr von den Tiefstkursen erholen. Nach wie vor lastet aber ein Überangebot auf dem Markt. In den USA haben die Preise von Gewerbeliegenschaften korrigiert; private Liegenschaften sind aber immer noch sehr teuer und für den Normalbürger praktisch unerschwinglich, insbesondere wenn die hohen Hypothekarzinsen mitberücksichtigt werden.

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



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

In der Schweiz setzen die Immobilienpreise ihren Anstieg stetig fort. Tiefe Zinsen und ein mangelndes Angebot stützen den Markt. Eine Überhitzung ist nicht festzustellen, was unter anderem an den hohen Anforderungen bei der Hypothekenvergabe liegt.

Rohstoffe

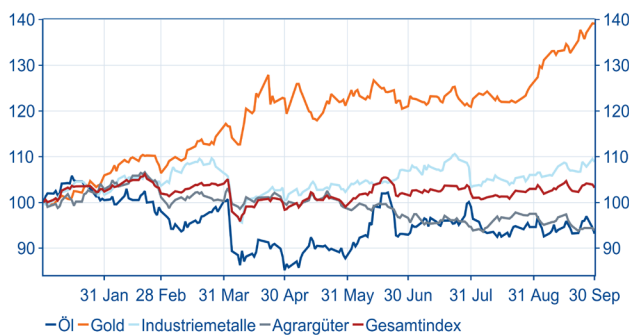
Der Ölpreis hat sich im dritten Quartal seitwärts entwickelt. Zwar sind die Ölvorräte im zweiten und dritten Quartal dieses Jahres gestiegen, doch der Großteil davon wurde nach China exportiert, was die Ölvorräte in den OECD-Ländern in den letzten Monaten niedrig hielt. Da die Ölnachfrage nach ihrem Höchststand im August in den kommenden Monaten moderat zurückgehen dürfte, die Ölproduktion in Südamerika (Brasilien, Guyana) rekordhohe Werte erreicht, die Produktion in Kanada und Norwegen stark wächst und die OPEC+ ihre Produktionskürzungen weiterhin zurück-

nimmt, ist zu erwarten, dass der Ölmarkt in den kommenden Monaten besser versorgt sein wird und sich der Ölpreis in der Handelsspanne von 60 – 70 USD/Barrel bewegen wird.

Wie der Energiesektor sind auch die Industriemetalle mit konjunkturellen Herausforderungen konfrontiert. Strukturelle Faktoren wie die globale Energiewende haben jedoch stetig zum Verbrauch beigetragen. Das ambitionierte Wachstum der KI-Unternehmen verlangt gewaltige zusätzliche Energiemengen. Darüber hinaus mangelt es dem Bergbau-sektor im Gegensatz zum Energiesektor an verfügbaren Kapazitätsreserven, sodass die Industrie Schwierigkeiten hat, ihre Produktionsziele zu erreichen.

Gold profitiert von rückläufigen Realzinsen, der hartnäckigen Inflation, dem schwächelnden Dollar, der ungebrems-ten Nachfrage der Zentralbanken sowie der Sorge der Anleger hinsichtlich der steigenden Staatsverschuldung, möglicher finanzieller Repression und anhaltender geopolitischer Risiken.

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



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Anlagestrategie

Der Lockerungszyklus der Fed sowie die Nullzinspolitik der SNB motivieren Anleger, nicht benötigte Liquidität zu investieren. Im Schweizer Franken sind die Renditen bei Obligationen mit hoher Bonität bereits sehr tief resp. nahe Null – der Begriff Anlagenotstand beschreibt die Situation treffend. Aufgrund der Zinsdifferenz des CHF zu EUR und USD sind die Absicherungskosten hoch und reduzieren die Attraktivität von währungsgesicherten Obligationen in Fremdwährungen. Etwas Schub kann von sinkenden Kapitalmarktzinsen im EUR und USD in den nächsten Monaten kommen, da sich die Konjunktur tendenziell abschwächt. Positiv ist, dass die EUR- und USD-Renditen trotz Rückgang von den Höchstwerten im Vergleich mit den letzten 15 Jahren immer noch hoch sind. Voraussetzung für einen Rückgang der Renditen ist, dass die ausufernde Staatsverschuldung keine grösseren Sorgen bei den Anlegern verursacht. Dass dies früher oder später geschehen wird, davon muss man ausgehen. Aktuell ist die Lage aber ruhig.

Die Aktienmärkte sind in diesem Jahr stärker gestiegen als die Unternehmensgewinne. Entsprechend sind die Bewertungen in die Höhe geklettert. Insbesondere der US-Aktienmarkt ist preislich auf historischen Höchstniveaus.

Unsere Positionierung für das vierte Quartal:

- » Wir bevorzugen unverändert Unternehmensobligationen gegenüber staatlichen Emittenten. In vielen wichtigen Industrieländern ist die Kreditwürdigkeit des Unternehmenssektors relativ zum öffentlichen Sektor besser.
- » Schweizer Unternehmensanleihen mit guter Bonität rentieren mit 0,8% p.a. Diese Anlageklasse ist damit unverändert ein wichtiger Pfeiler in ausgewogenen Portfolios. Bei einer sich abschwächenden Konjunktur können die Renditen noch weiter sinken und ermöglichen somit Kursgewinne.
- » Obligationen in Fremdwährungen offerieren aufgrund der hohen Kosten bei der Währungsabsicherung nur wenig zusätzliches Renditepotenzial; im USD sehen wir noch die Möglichkeit sinkender Zinsen im mittleren Bereich der Laufzeiten.
- » Ausserhalb der Schweiz konzentrieren wir uns auf festverzinsliche Anlagen mit etwas tieferen Bonitäten. Die Renditeaufschläge liegen bei rund 3% per annum bei hochverzinslichen Anlagen gegenüber dem CHF. Vor dem Hintergrund stabiler Unternehmensdaten und im Vergleich zu anderen Anlageklassen finden wir dieses Segment interessant.
- » Die Aktienquote ist im neutralen Bereich. Wir stocken die Quote vorrangig in Ländern mit günstiger Bewertung auf und die weniger in der Gunst der Anleger stehen, namentlich der Schweiz. Für Schweizer Anleger erhöht sich die Attraktivität von Aktien aufgrund der tiefen Zinsen.
- » Bei der Allokation der Aktienquote ganz oben auf der Agenda steht die Frage, wie lange die Hausse bei US-Tech-Titeln anhält. Es ist jetzt sehr viel Wachstum in den Kursen der bekannten US-Technologietitel eskomptiert.
- » Wir sind bei europäischen Aktien aus wirtschaftspolitischen Überlegungen zurückhaltend und haben einen Schwerpunkt auf den grossen Unternehmen, die auch ausserhalb Europas positioniert sind.
- » Immobilienanlagen in der Schweiz profitieren von den tiefen Zinsen sowie vom strukturellen Nachfrageüberhang.
- » Gold bleibt ein wichtiger Portfoliodiversifikator und eine Absicherung gegen politische und wirtschaftliche Risiken. Sinkende Realrenditen geben Rückenwind wie auch das Streben privater und institutioneller Anleger ihre USD Positionen zu verringern.



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