

Quartalsbericht Q1 2025



01. Mai 2025

Geschätzte Investoren

In unserem letzten Markupdate vom 6. Januar 2025 war zu lesen, dass wir mit dem Amtsantritt von Donald Trump im Oval Office als neuer/alter Präsident, mit Überraschungen und erhöhter Volatilität an den Märkten rechnen. Wir hatten angemerkt, dass die 10-jährigen US-Staatsanleihen bis Ende 2024, nach der Bekanntgabe von Trump's Politagenda, mit 4.57% wieder in eine kritische Zone angestiegen sind. Wir waren und sind nach wie vor der Überzeugung, dass bei einem Zinsniveau von über 5% beim wichtigsten Preis an den Finanzmärkten, die Nervosität weiter steigen dürfte. Da die USA dieses Jahr etwas mehr als 25% ihrer gesamten Staatsschulden im Umfang von 36.22 Billionen USD refinanzieren müssen, hatten wir darauf hingewiesen, dass die weitere Entwicklung der Zinsen für die US-Regierung, sowie natürlich auch für die Finanzmärkte von oberster Priorität sein dürfte.

Es war zu lesen, dass vor allem die amerikanischen Aktienmärkte mit einem beträchtlichen Bewertungsaufschlag zu den globalen Aktienmärkten, als auch zur eigenen Historie, handeln. Ein Grund dafür ist der schon seit Jahren anhaltende Höhenflug der Magnificent 7, aber auch die meisten anderen Sektoren in den USA erschienen uns historisch teuer bewertet.

Wir gingen von einer Fortsetzung der expansiven Geldpolitik in Europa und auch in der Schweiz aus, da sich die Inflation bei uns weiter zurückgebildet hatte. Wir haben unsere Bedenken bezüglich der politischen und wirtschaftlichen Probleme in Europa zum Ausdruck gebracht und waren skeptisch, ob es der neuen Regierung in Deutschland gelingen würde, mehrheitsfähige Reformen auf den Weg zu bringen. Aufgrund der markanten Bewertungsunterschiede zu den USA erschien uns bereits sehr viel Negatives in den Kursen europäischer und chinesischer Aktien reflektiert zu sein, was hier Chancen eröffnet.

Was ist im 1. Quartal passiert? Und was beschäftigt uns im weiteren Jahresverlauf?

Um es vor auszuschicken, im 1. Quartal aber vor allem in den ersten paar Apriltagen ist einiges auf der politischen Weltbühne, als auch an den internationalen Finanzmärkten geschehen. Das ist auch der Grund, wieso wir uns mit dem Quartalsbericht bewusst etwas mehr Zeit gelassen haben als üblich.

Am 20. Januar 2025 bezog Donald Trump sein Büro im Weissen Haus. Die neue US-Regierung ging mit einem noch nie dagewesenen Tatendrang ans Werk. Allein an seinem ersten Tag seiner zweiten Amtszeit unterzeichnete Trump 80 Dekrete, ein Grossteil davon zielten darauf ab, Entscheidungen seines Vorgängers Joe Biden rückgängig zu machen.

Im Zeitraum der vergangenen zwei Monate, in denen Donald Trump seine Politik der Importzölle laufend verschärft hat, ist die Stimmung unter den Konsumenten und Unternehmen in den USA markant gesunken. Das Konsumentenvertrauen der Universität Michigan ist mit 52.2 Punkten regelrecht eingebrochen und notiert klar tiefer als in Corona. Es handelt sich hier um einen wichtigen Vorlaufindikator, zumal der private Konsum 70% des US-BIP ausmacht. Sollten die Konsumenten aufgrund der Unsicherheiten vermehrt sparen, Ausgaben und Investitionen aufschieben, rücken plötzlich wieder Rezessionsängste auf die Agenda der Finanzmärkte.

Die Pressekonferenz vom 2. April im Rosengarten des Weissen Hauses sendete Schockwellen durch die Finanzmärkte. Donald Trump präsentierte am sogenannten Liberation Day (Tag der Befreiung) seine Liste mit den Handelszöllen für die verschiedenen Länder. Die Herleitung der Zollhöhe nach Land entbehrte jeglicher Logik und schien teils völlig willkürlich zu sein. Die Finanzmärkte wurden auf dem falschen Fuss erwischt, da sie nicht einmal in ihren Worst-Case-Szenarien, annähernd so hohe Zolltarife berücksichtigt hatten. Die Marktreaktion war rasch und heftig. Der bereits schwächelnde Aktienmarkt in den USA verlor binnen weniger Tage weitere 13 bis 15% an Wert. Von den Höchstständen Mitte Februar verlor der S&P 500 Index rund 20% und der Technologieindex Nasdaq zeitweise sogar über 25% an Wert. Im Zuge der Korrektur an den Aktienmärkten, verlor der als sonst als sicherer Hafen geltende USD gegenüber den meisten Währungen ebenfalls stark an Wert. Am 4. April markierten die 10-jährigen US-Treasuries bei 3.95% ihren diesjährigen Tiefstand. Lediglich eine Woche später, am 11. April notierte der Preis kurzzeitig bei über 4.50%, was einem Erdbeben gleichkommt. Der Anleihenmarkt setzte sich gegen die erratische Zollpolitik der USA zur Wehr und forderte für den Kauf amerikanischer Schuldpapiere massiv höhere Zinsen (Vertrauensverlust). Dies war der Moment, als die Trump-Regierung einknickte und die veranschlagten Zölle (bis jene auf China) am 9. April für 90 Tage, bis Anfang Juli aussetzte bzw. aussetzen musste! Wenn man bedenkt, dass die USA dieses Jahr 9 Billionen der total 36 Billionen USD an Schulden refinanzieren müssen, wird einem schnell klar, dass ausufernde Zinsen mit Sicherheit nicht im Interesse der Amerikaner sein können. Einmal mehr hat der Anleihenmarkt die Politik an die kurze Leine genommen und ihr Grenzen aufgezeigt.

Wenn man aktuellen Aussagen aus Washington glauben darf, arbeitet man mit Hochdruck an

Lösungen mit den wichtigsten Handelspartnern. Neben China (ca. 14% der Importe), wo die Fronten weiterhin verhärtet sind, ist für Amerika vor allem Mexiko (ca. 16%), Kanada (ca. 14%), die EU (in Summe fast 25%), Japan (ca. 5%), Südkorea (ca. 4%) und zunehmend auch Indien (ca. 3%) von wichtiger Bedeutung. Der Druck ist hoch, in den nächsten Wochen Abkommen mit den Schwergewichten zu präsentieren. Trump wird nicht müde zu betonen, dass man kurz vor dem Durchbruch stehe. Der Inhalt und die Ausgestaltung der «Deals» wird für die weitere Entwicklung an den Finanzmärkten aber von entscheidender Bedeutung sein.

Die vorgezogenen Bundestagswahlen in Deutschland, welche am 23. Februar 2025 stattfanden, haben einen klaren Rechtsrutsch ergeben. Die AfD war mit 20.80%, hinter der Wahlsiegerin CDU/CSU mit 28.50% der Stimmen, die zweit stärkste Kraft. Auf dem dritten Platz landete die SPD mit einem Anteil von 16.4%, was ihr historisch schlechtestes Ergebnis war. Aktuell verhandeln CDU/CSU und die SPD über eine Koalition. Es sieht danach aus, dass am 6. Mai CDU-Chef Friedrich Merz zum neuen Bundeskanzler gewählt wird.

Die neue Regierung bringt Rüstungsausgaben in Höhe von mehreren hundert Milliarden Euro bis 2030 auf den Weg. Deutschland hat bei der EU offiziell eine Ausnahme von den Schuldenregeln beantragt, um die Verteidigungsausgaben zu erhöhen, ohne gegen die Defizitgrenze von 3% des BIP zu verstossen. Die EU-Kommission hat vorgeschlagen, dass Mitgliedstaaten ihre Verteidigungsausgaben für vier Jahre um bis zu 1,5% des BIP jährlich steigern dürfen, ohne Sanktionen befürchten zu müssen. Darüber hinaus wurde ein Infrastrukturpaket in der Höhe von weiteren 500 Milliarden Euro über die nächsten 12 Jahre beschlossen. Ähnliche Investitionsprogramme sind auch auf Stufe Europäischer Union im Gange. Diese gigantischen Fiskalprogramme werden zwar die Schuldensituation der einzelnen Länder erhöhen, sollten aber gleichzeitig den in Europa ansässigen Unternehmen zunehmend Rückenwind verleihen.

In Europa und auch in der Schweiz erwarten wir seitens der Notenbanken weiterhin eine expansive Geldpolitik. Die EZB hat ihren Leitzins am 17. April um weitere 0.25% auf 2.25% gesenkt. Das ist die siebte Zinssenkung seit 2024. Die EZB verfügt somit immer noch über weiteren Handlungsspielraum für weitere monetäre Unterstützung ihres Wirtschaftsraums. In der Schweiz wird die Luft bezüglich Zinssenkungen hingegen immer dünner. Mitte März reduzierte der Präsident der SNB, Martin Schlegel, den Leitzins auf noch 0.25%. Gibt es in der Schweiz schon bald wieder Negativzinsen? Aufgrund der angespannten Situation an der Währungsfront – der Schweizer Franken neigt ja seit geraumer Zeit zur Stärke, aber vor allem gegenüber dem USD hat er sich seit Jahresanfang um fast 10% aufgewertet – ist ein solches Szenario nicht auszuschliessen. Interventionen am Devisenmarkt sind den Amerikanern ein Dorn im Auge, somit könnten Negativzinsen wieder zum Thema werden.

In den USA liegt das Leitzinsband aktuell immer noch auf einem Niveau von 4.25% bis 4.50%. Der US-Notenbankchef Jerome Powell verfügt im Bedarfsfall somit über genügend Munition, um die heimische Wirtschaft mit Zinssenkungen zu stimulieren. Da Zölle inflationär wirken, wird er sich aber kaum drängen lassen.

Monetärer Rückenwind für Europa

Unsere breit abgestützten Messungen zeigen auch im 1. Quartal ein weiterhin gemischtes Bild. Nachdem sich die PMI's in Europa seit Jahresanfang auf tiefem Niveau erholen (positive monatliche Veränderungen), scheint auch China wieder Tritt zu fassen. Negative Veränderungsraten messen wir hingegen in den USA, Mexiko und Kanada, was wir auf die Unsicherheiten im Handelsstreit zurückführen. Eine klare Aussage zum produzierenden Gewerbe bleibt somit weiterhin schwierig, da der weitere Verlauf im Handelsstreit einen grossen Einfluss auf die meist zyklischen Sektoren haben wird. In Europa geben die lancierten Fiskalprogramme, zusammen mit einer weiter unterstützenden Notenbankpolitik der EZB, berechnete Hoffnung auf Rückenwind. Wenn die Rotation aus US-Aktien in Richtung Europa und Asien nicht nur ein Strohfeuer war, sondern von struktureller Natur sein sollte, ist das Aufwertungspotenzial beträchtlich. Das markttechnische Bild hat sich im Vergleich zum 4. Quartal des letzten Jahres markant verändert. Neu überzeugen Europa und im Speziellen Deutschland mit relativer Stärke zum Rest der Welt. Die Sentimentindikatoren des CNN Fear & Greed Index befinden sich aktuell mit 37 Punkten immer noch in der Angstzone. Von seinen Tiefständen am 8. April bei tiefen 8 Punkten, konnte sich das Fieberbarometer aber deutlich erholen, nachdem die Einführung der Zölle durch die USA um 90 Tag aufgeschoben wurde. Auch die Marktbreite hatte im 1. Quartal und während den Verwerfungen in den ersten Apriltagen stark gelitten. Es ist auch hier zu erwähnen, dass die Marktbreite in den USA im Quervergleich hinterherhinkt. Nur ganz wenige Unternehmen aus den Sektoren Basiskonsum, Versorger, Telekom und dem Versicherungsbereich konnten sich dem Abwärtssog entziehen. Auf der Mikroseite zeigten die Unternehmensergebnisse für das abgelaufene Jahr 2024 ein gemischtes Bild. Während der Technologiesektor weiterhin starke Ergebnisse lieferte, kämpften die zyklischen Sektoren wie die Automobilindustrie, Chemie, Transport und Energie weiter mit Herausforderungen. Der Ausblick aus diesen Branchen bleibt von grosser Unsicherheit belastet, was von den Analysten mit weiteren Reduktionen bei den erwarteten Gewinnen quittiert wird. Da in diesen Industrien bereits viel Negatives eingepreist ist, braucht es in der Regel nicht viel positives Überraschungsmoment, um die teils stark gebeutelten Kurse nach oben zu katapultieren.

Sollten die Verhandlungen im Zollstreit zwischen den USA und ihren wichtigsten Handelspartner erfolglos verlaufen, was nicht unser Basisszenario ist, droht uns nicht nur in den USA eine Rezession, sondern weltweit. In solch einem Szenario könnten die Aktienmärkte von heute aus ohne weiteres 30% bis 40% an Wert einbüßen. Wir gehen aber davon aus, dass man sich auch mit China einigen wird, ja gar muss. Die Chinesen haben starke Trümpfe in der Hand. So verfügt China faktisch über ein Monopol bei den Seltenen Erden, welche für die Produktion von Halbleitern und teils auch von Rüstungsgütern, entscheidend sind. Die Regierung hat bereits Exportbeschränkungen eingeführt. China ist nach Japan auch der zweitgrösste Gläubiger der USA und hält rund 2.5% der ausstehenden

US-Staatsanleihen, was ein nicht zu unterschätzendes Pfand darstellt. Wir sind gespannt, was die Amerikaner den Chinesen anbieten, um den Handelsstreit gesichtswahrend zu deeskalieren.

Positionierung 2025

	Q1	Q2	Q3	Q4
Liquidität	+	●	●	○
		○	○	○
	-	○	○	○

- Wir haben die Liquiditätsquote vor allem im April schrittweise leicht reduziert und an schwachen Tagen die Aktienquote etwas erhöht. Aktuell verfügen wir je nach Anlagenstrategie ca. 5-15% Liquidität.
- Die USD- und EUR-Liquidität sind in Callgeldern angelegt. Im CHF ist es mit Zinsen auf Cash vorerst vorbei.

	Q1	Q2	Q3	Q4
Bonds	+	○	○	○
		●	●	○
	-	○	○	○

- Qualitativ hochwertige US-Anleihen mit einer Laufzeit von 5 Jahren bringen aktuell ca. 5% Rendite p.a. in USD
- Die Kreditrisikoprämien weltweit haben sich zwar ausgeweitet, aber der US-Anleihenmarkt signalisiert auf diesen Spread-Levels weiterhin keine US-Rezession.

	Q1	Q2	Q3	Q4
Aktien	+	○	○	○
		●	●	○
	-	○	○	○

- Für Aktien sind wir nach wie vor neutral gestimmt. Wir steuern die Aktienquote dynamisch, basierend auf unserem Anlagemodell.
- Im KMU-Bereich bieten sich weiterhin attraktive Einstiegslevels vor allem in Europa und auch in der Schweiz.

	Q1	Q2	Q3	Q4
Gold	+	●	○	○
		○	●	○
	-	○	○	○

- Gold hat im 1. Quartal 2025, den von uns erwarteten Aufwärtstrend fortgesetzt und mit 3'500 USD/Unze eine neue Bestmarke gesetzt. Die fundamentalen Treiber (Notenbanken, USD-Schwäche etc.) bleiben vorerst intakt!
- Nach dem starken Jahresstart mit +25% ist das gelbe Metall überkauft und wir erwarten eine Konsolidierung.
- Gold- und Silberminenaktien bleiben bei Rückschlägen, auch nach dem starken 1. Quartal, weiterhin ein Kauf.

	Q1	Q2	Q3	Q4
Alternative Anlagen	+	○	○	○
		●	●	○
	-	○	○	○

- Aus Diversifikationsgründen setzen wir selektiv Alternative Anlagen ein.

Aktien-Indices

Europa

	Stand 31. 12. 24	Stand 31. 3. 25	Stand 30. 4. 25	Performance	
				Q1 25	2025
SMI	11'601	12'598	12'117	8.60%	4.45%
SPI	15'472	16'800	16'479	8.58%	6.51%
DAX	19'909	22'163	22'497	11.32%	13.00%
Euro Stoxx 50	4'896	5'248	5'160	7.20%	5.40%
Stoxx Europe 600	508	534	527	5.18%	3.91%
CAC 40	7'381	7'791	7'594	5.55%	2.89%
FTSE 100	8'173	8'583	8'495	5.01%	3.94%

Nordamerika

S&P 500	5'882	5'612	5'569	-4.59%	-5.31%
NASDAQ 100	21'012	19'278	19'571	-8.25%	-6.86%
DJ Industrial Average	42'544	42'002	40'669	-1.28%	-4.41%
S&P/TSX Comp Index	1'035	1'034	1'066	-0.13%	3.02%

Asien / Australien

NIKKEI 225	39'895	35'618	36'045	-10.72%	-9.85%
DJ Shanghai Index	461	463	453	0.48%	-1.59%
Hang Seng	20'060	23'120	22'119	15.25%	10.27%
Australia S&P/ASX200	8'159	7'843	8'126	-3.87%	-0.40%

Global

MSCI WORLD	3'708	3'629	3'656	-2.14%	-1.41%
MSCI Emerging Markets	1'075	1'101	1'113	2.41%	3.47%

Devisen

	Stand 31. 12. 24	Stand 31. 3. 25	Stand 30. 4. 25	Performance	
				Q1 25	2025
EUR / CHF	0.9384	0.9557	0.9341	1.84%	-0.46%
GBP / CHF	1.1350	1.1420	1.0976	0.62%	-3.28%
EUR / USD	1.0355	1.0802	1.1368	4.32%	9.78%
AUD / CHF	0.0798	0.0840	0.0792	5.25%	-0.89%
DKK / CHF	0.1258	0.1281	0.1252	1.80%	-0.54%
SEK / CHF	0.0820	0.0881	0.0852	7.39%	3.88%

Alternative Investments

	Stand 31. 12. 24	Stand 31. 3. 25	Stand 30. 4. 25	Performance	
				Q1 25	2025
Gold USD / OZ	2'611	3'120	3'284	19.51%	25.79%
Öl Brent Crude	74.58	77.23	61.05	3.55%	-18.14%

Zinsen

	Stand 31. 12. 24	Stand 31. 3. 25	Stand 30. 4. 25	Performance	
				Q1 25	2025
US Staatsanleihe 10 J.	4.57	4.21	4.16	-7.92%	-9.12%
EU Staatsanleihe 10 J.	2.35	2.70	2.45	14.53%	4.21%
CH Staatsanleihe 10 J.	0.31	0.55	0.29	74.12%	-6.71%
Fed Target Rate	4.50	4.50	4.50	0.00%	0.00%
EZB-Leitzins	3.15	2.65	2.40	-15.87%	-23.81%
SNB Policy Rate	0.50	0.25	0.25	-50.00%	-50.00%

Datenquelle: FactSet