

KAUFMANN, WUNDERLIN & PARTNER

Marktausblick

3. Quartal 2025

24. Juni 2025
Ausgabe Nr. 42

Vorwort	3
Makroökonomisches Umfeld	4
Zinsmärkte	6
Aktienmärkte	8
Rohstoffmärkte	10
Währungsmärkte	11
Fokus und Empfehlungen	12
Börsen	13

VORWORT

Die US-Wirtschaft ist geschrumpft. Importeure haben ihre Bestände – primär im Rahmen von Vorzieheffekten – signifikant erhöht. Der Internationale Währungsfonds warnt vor einer Verschlechterung der Lage. Die Europäische Kommission erwartet für die Eurozone ein Wachstum von 0.9 Prozent, wobei sich in Deutschland die Stagnation fortsetzen dürfte. Für die Schweiz erwarten wir für die kommenden Quartale – aufgrund der Verwerfungen an den globalen Handelsmärkten – eine graduelle Konjunkturabkühlung. Insbesondere die exportorientierte Industrie dürfte vor turbulenten Zeiten.

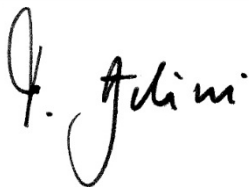
Die US-Zentralbank lässt sich mit einer geldpolitischen Lockerung Zeit. Der Ausblick ist aufgrund der angekündigten Zollerhöhungen und deren wirtschaftlichen Auswirkungen ungewiss. So hat sich die Inflation im Monat Mai erstmals seit Januar wieder verstärkt. Der fiskalpolitische Kurs der Regierung sowie die weiterhin unberechenbare Handelspolitik von Donald Trump stimmen uns skeptisch. Wir schliessen moderat steigende Renditen an den Kapitalmärkten nicht aus. Die Europäische Zentralbank hat dagegen ihre Geldpolitik deutlich gelockert und die Zinsen in den letzten zwei Jahre um 2 Prozent gesenkt. Die europäischen Staaten können sich am Kapitalmarkt dementsprechend sehr günstig refinanzieren. In der Schweiz ist der Leitzins wieder bei 0.0 Prozent. Der starke Schweizer Franken sorgt für billigere Importe und erzeugt somit einen deflationären Druck. Wir schliessen bis Ende Jahr die Einführung von Negativzinsen nicht aus.

Die Aktienmärkte erlebten im zweiten Quartal ein Wechselbad der Gefühle. Die Ausschläge waren entsprechend stark, wobei die technische Erholung nach dem «Liberation Day» besonders eindrucksvoll war. Offen bleibt, ob die Entwicklung nachhaltig ist: Wir sehen tendenziell ein erhöhtes Risiko und erachten das aktuelle Marktgeschehen als «Ruhe vor dem nächsten Sturm». Aus diesem Grund bleiben wir auf Gesamtportfolioebene taktisch untergewichtet und bevorzugen unverändert Anlagen mit defensivem Profil und soliden Dividendenrenditen.

In den vergangenen Monaten hat Gold neue Höchststände erreicht. So steht seit Anfang Jahr ein Kursplus von knapp 30 Prozent zu Buche. Der starke Anstieg ist eine Reaktion auf die globale Unsicherheit, die wirtschaftlichen Herausforderungen sowie die geopolitischen Spannungen.

Nach einer längeren Seitwärtsphase testete der Ölpreis nach der Zuspitzung des Konflikts im Nahen Osten die wichtige Marke von USD 75 und verzeichnete dabei den stärksten Anstieg seit der Corona-Krise im Mai 2020. Eine Sperre der Strasse von Hormus durch den Iran könnte zu massiven Verwerfungen führen.

Die Abwertung des US-Dollars steht sinnbildlich für den Vertrauensverlust der Investoren in die USA. Die anhaltenden ausserpolitischen Unsicherheiten der USA dürften den US-Dollar weiter schwächen.



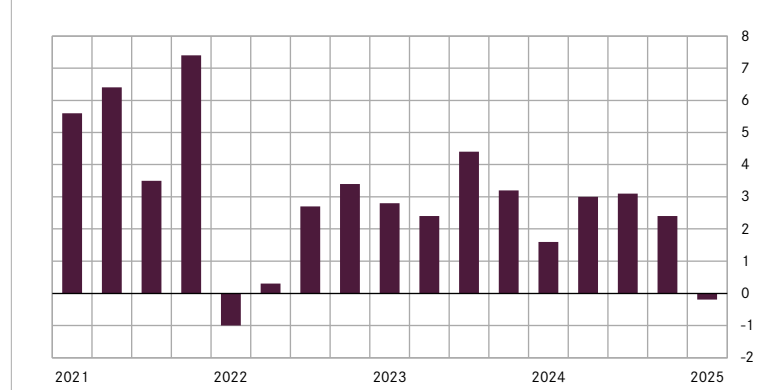
Marco Angelini, CFA
Chief Investment Officer

MAKROÖKONOMISCHES UMFELD

Trumps Handelschaos stürzt die Welt in die Ungewissheit, allen voran jedoch die USA selbst. Die US-Wirtschaft ist erstmals seit 2022 geschrumpft. Die Importe, die das Wachstum einer Volkswirtschaft rechnerisch negativ beeinflussen, schnellten vor der Einführung der „reziproken“ Zölle in die Höhe: Importeure haben ihre Bestände insbesondere im Bereich Computer, Smartphones und Medikamente signifikant erhöht. Das resultierende Handelsbilanzdefizit minderte somit die Entwicklung des ersten Quartals um 1.2 Prozentpunkte (Abbildung 1). Die Konsumausgaben, die zwei Drittel des Bruttoinlandprodukts ausmachen, legten 1.8 Prozent zu – was der schwächsten Steigerungsrate der letzten zwei Jahre entspricht. Für viele Amerikaner sind die jetzt schon geltenden Basiszölle bis anhin nicht spürbar. Doch das dürfte sich bald ändern. Die Nachfrage nach Waren aus China in die USA sinkt nun rapide. So musste Hapag-Lloyd, die fünftgrößte Containerreederei der Welt, 30 Prozent der Buchungen von China in die USA im zweiten Quartal stornieren.

Der Internationale Währungsfonds hat jüngst seine Wachstumsprognosen auf den niedrigsten Stand seit der Pandemie gesenkt und gleichzeitig davor gewarnt, dass sich die Lage weiter verschlechtern könnte. Die bis zum 9. Juli aufgeschobenen reziproken Zölle werden demnächst – unter Ausklammerung gewichtiger Handelspartner wie

Abbildung 1: US BIP-Wachstum (annualisiert)
Quelle: US Bureau of Economic Analysis



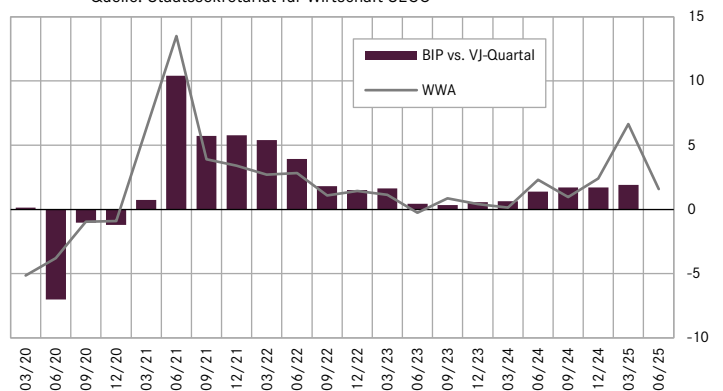
z.B. der Europäischen Union – einseitig festgelegt werden: „Wir werden in etwa anderthalb bis zwei Wochen Briefe an die Länder verschicken und ihnen erklären, wie der Deal aussieht und klar sagen: Das ist der Deal, entweder ihr akzeptiert ihn oder nicht“, so US-Präsident Donald Trump.

Wir gehen davon aus, dass das im ersten Quartal verzeichnete, negative Wirtschaftswachstum aufgrund der erörterten Sondereffekte einmalig bleiben dürfte. Wir rechnen dementsprechend für den restlichen Jahresverlauf mit positiven, wenn auch tiefen Wachstumsraten. Graduell steigende Güterpreise dürften die Konsumgüternachfrage weiter schwächen: Die von der OECD erhobene Konsumentenstimmung zeigt einen deutlichen Rückgang und befindet sich nun auf dem tiefsten Stand der letzten Jahrzehnte. Die Investitionsnachfrage der Unternehmen wird zudem – trotz der Versprechungen zahlreicher ausländischer Firmen – aufgrund des unberechenbaren politischen Umfelds auf tiefen Niveaus verharren.

Einzig die von der US-Regierung geplante, fiskalpolitische Ba-zooka „One Big Beautiful Bill Act“ (OBBBA), dürfte die Konjunktur-entwicklung stimulieren – und die Staatsverschuldung unkontrolliert explodieren lassen.

Die EU-Kommission erwartet für die Eurozone im laufenden Jahr ein Wachstum in der Höhe von 0,9 Prozent, wobei sie Deutschland – analog den Schätzungen der deutschen Bundesbank – kein Wachstum zutraut: Die zunehmende globale Unsicherheit wird insbesondere exportorientierte Sektoren negativ beeinträchtigen – das letzte Defizit im Handel mit den USA wurde im Jahr 1991 (!) registriert. Auch der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, umgangssprachlich die „fünf Wirtschaftsweisen“, identifiziert bei unserem nördlichen Nachbarn eine ausgeprägte Schwächephase. Der beschleunigte Strukturwandel könnte seinen Prognosen entsprechend in Zukunft auch Branchen und Regionen erreichen, die bisher durchaus wirtschaftsstark

Abbildung 2: Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität (WWA) vs. Schweizer BIP-Wachstum
Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft SECO



waren. Ob Deutschland auch mittel- und langfristig zurück in die wirtschaftliche Erfolgsspur finden könne, sei aus Sicht der Experten alles andere als sicher.

Unter der Voraussetzung einer für beide Parteien wirtschaftlich sinnvollen Einigung bei den laufenden Zollverhandlungen mit der US-Regierung, erwarten wir für die Eurozone in den kommenden Quartalen eine moderate Konjunkturerwicklung. Eine Rezession halten wir für unwahrscheinlich. Der Disinflationprozess und die daraus erfolgten Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank haben die Kapitalkosten sowohl für die öffentliche Hand als auch für den privaten Sektor massgeblich reduziert und somit das Wachstum in der Eurozone graduell unterstützt.

In der Schweiz hat das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal 2025 eine Wachstumsbeschleunigung von 0.8 Prozent (bereinigt) verzeichnet. So stiegen die Warenexporte in die USA insbesondere in der chemisch-pharmazeutischen Industrie stark –

was auf einen möglichen Vorzieheffekt im Zusammenhang mit der US-Handelspolitik hindeutet. Die Aussichten trüben sich jedoch rasch ein: So signalisiert der vom Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO) berechnete Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität eine starke Abkühlung (Abbildung 2). Gemäss SECO ist primär der Aussenhandel für den Einbruch verantwortlich: Seit April haben Schweizer Firmen wesentlich weniger exportieren können. Insbesondere die Aussichten in der arg gebeutelten Maschinenindustrie, die ohnehin aufgrund des strukturellen Umbruchs im Automobilsektor leidet, scheinen sich weiter zu verschlechtern. Aber auch zahlreiche KMUs bewerten die Zukunftserwartungen zunehmend pessimistisch: Fast 60 Prozent der im Rahmen des NZZ-KMU-Barometers befragten Unternehmen sehen die Auftragsentwicklung negativer. Die Kurzarbeit dürfte in den kommenden Monaten steigen.

Die US-Zollpolitik zielt auf eine radikale Neuausrichtung des globalen Handels. Die Schweiz ist

als kleine, offene Volkswirtschaft besonders stark exponiert. Für die kommenden Quartale erwarten wir aus diesem Grund eine gegenüber der Eurozone ausgeprägtere Abkühlung der wirtschaftlichen Aktivitäten. Insbesondere die Industrie, die rund ein Viertel zum Schweizer Bruttoinlandsprodukt beiträgt, dürfte vor turbulenten Zeiten stehen.

Die jüngsten Entwicklungen im Nahen Osten bereiten uns grosse Sorgen. Es droht ein Flächenbrand. Insbesondere eine direkte oder indirekte Beteiligung der USA könnte zu einer weiteren dramatischen Eskalation führen. Die Erfahrung zeigt, dass die makroökonomischen Auswirkungen derartiger Konflikte in der Regel vorwiegend regional bleiben. Nichtsdestotrotz könnte der Iran die Strasse von Hormus, eine der wichtigsten Handelsstrassen der Welt, blockieren und an den Ölmärkten einen Preisschock auslösen – mit entsprechenden Implikationen auf die globale Inflationsentwicklung. Wir bleiben äusserst wachsam und schliessen aus diesem Grund rasche, taktische Anpassungen sowohl auf Ebene der Anlageklassen als auch der Währungen nicht aus.

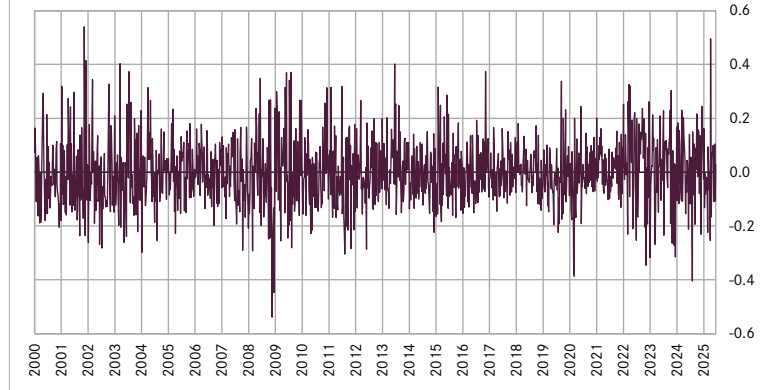
Marco Angelini, CFA
Chief Investment Officer

ZINSMÄRKTE

Die US-Zentralbank hält sich mit einer weiteren Lockerung der Geldpolitik zurück. Der Leitzins bleibt unverändert in einer Spanne zwischen 4.25 und 4.50 Prozent. Gemäss Einschätzungen des Gouverneurs der US-Zentralbank, Jerome Powell, „herrscht Unsicherheit über die wirtschaftlichen Auswirkungen der Zollerhöhungen“. Die Zentralbank verharrt somit im Wartemodus, „zumal die Kosten des Abwartens tief seien“. Der US-Präsident Donald Trump ist verärgert: Er hat den Gouverneur mehrmals – erfolglos – dazu aufgefordert, die Leitzinsen zu senken: *„Es gibt praktisch keine Inflation...wohl aber eine Abschwächung der Wirtschaft, wenn Mr. Too Late, ein grosser Versager, die Zinsen nicht JETZT senkt. Powell war immer zu spät – außer in der Wahlkampfzeit, als er die Zinsen senkte, um Sleepy Joe Biden und später Kamala bei der Wahl zu helfen...“*

Nachdem sie sich zuvor drei Monate in Folge abgeschwächt hatte, hat sich die Inflation im Mai erstmals seit Januar wieder verstärkt und liegt mit 2.4 Prozent (Kerninflation 2.8 Prozent) oberhalb des formulierten Ziels von 2.0 Prozent. Die US-Unternehmen betonen in Umfragen, wie jüngst im „Beige Book“, einer wichtigen Erhebung, die achtmal im Jahr von der US-Notenbank, durchgeführt wird, dass sie die zollbedingten Preisanstiege an die Konsumenten mehr oder weniger ungefiltert weitergeben werden – wie z.B. *Walmart Inc.* oder *Ford*. Die Marktteilnehmer

Abbildung 3: Wöchentliche Renditeschwankungen US Treasury Bond 10Y
Quelle: Bloomberg



gehen für die zweite Jahreshälfte von zwei Leitzinssenkungen aus. Der Preisschub an den Öl- und Gasmärkten könnte jedoch zu einem abrupten Teuerungsanstieg führen und die Währungshüter zu einem raschen geldpolitischen Kurswechsel zwingen.

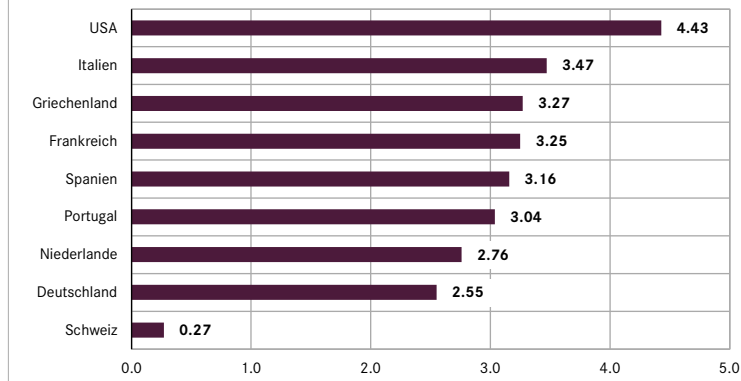
Die „neue Weltordnung“ von Donald Trump sorgt an den US-Kapitalmärkten für starke Schwankungen. So verzeichneten die Renditen der zehnjährigen US-Staatsobligationen jüngst den stärksten wöchentlichen Anstieg der letzten zwei Jahrzehnte (Abbildung 3). Die gestiegene Unsicherheit rund um die Zollagenda des US-Präsidenten scheint die sichere Einstufung amerikanischer Staatsanleihen sowie die Bereitschaft der internationalen Investoren – unter anderem China – auf die Probe zu stellen. Der Risikoaufschlag für länger laufende Papiere liegt derzeit auf dem höchsten Niveau seit 2014. So hat *Moody's* am 16. Mai, als letzte grosse Rating-Agentur, die Bonität der USA herabgestuft: *„Wir erkennen zwar die bedeutenden wirtschaftlichen und*

finanziellen Stärken der USA an, glauben jedoch, dass diese den Rückgang der fiskalischen Kennzahlen nicht mehr vollständig ausgleichen können“.

Die Pläne der US-Regierung (OBBBA), die unberechenbare Handelspolitik sowie das verspielte Vertrauen der internationalen Anleger stimmen uns skeptisch hinsichtlich der künftigen Zinsentwicklung an den US-Kapitalmärkten. Vor diesem Hintergrund schliessen wir moderat steigende Renditen am langen Ende der Zinskurve in den kommenden Monaten nicht aus.

Seit seinem Höhepunkt vom 14. September 2023, an welchem der Einlagenzins der Europäischen Zentralbank auf 4 Prozent festgelegt wurde, haben die Währungshüter den Leitzins in acht Schritten auf 2 Prozent gedrückt. Im Gegensatz zu den USA können sie sich die lockere Geldpolitik leisten: So gehen die Ökonomen der EZB davon aus, dass die durchschnittliche Inflationsrate für das Jahr 2025 2 Prozent betragen wird. Gleichzeitig erwar-

Abbildung 4: 10-jährige Renditen ausgewählter Staatsobligationen
Quelle: Bloomberg



ten sie eine leichte Wachstumsbeschleunigung über die nächsten zwei Jahre von 1.1 bzw. 1.3 Prozent. Die tiefen Renditen sind für die Regierungen der Eurozone ein Segen: So können sich Länder wie Italien oder Griechenland an den Kapitalmärkten aktuell deutlich günstiger refinanzieren als die USA (Abbildung 4). Die Marktteilnehmer gehen davon aus, dass die EZB bis Ende Jahr den Leitzins mindestens ein weiteres Mal senken wird. Angesichts der in Europa anstehenden Investitionsvorhaben erweist sich der lockere geldpolitische Kurs der EZB als willkommene Stütze.

Analog unseren Einschätzungen zu den US-Kapitalmärkten, gehen wir davon aus, dass die Renditen ihre Tiefpunkte erreicht haben: Europa muss investieren. So hat die NATO jüngst ein Ziel von 5 Prozent des Bruttoinlandprodukts für Militärausgaben festgelegt. Deutschland müsste demnach 225 Milliarden Euro (aktuell 45 Milliarden Euro) jährlich ausgeben. Der reguläre deutsche Bundeshaushalt belief sich im Jahr 2024 auf insgesamt 445 (!)

Milliarden Euro. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass das Zinsniveau an den europäischen Kapitalmärkten aufgrund des enormen Refinanzierungsbedarfs mittel- und langfristig wieder steigen wird.

Martin Schlegel, Präsident der Schweizerischen Nationalbank (SNB), erwartet für die hiesige Volkswirtschaft im weiteren Jahresverlauf eine Deflation: *„Der Inflationsausblick ist angesichts der Unwägbarkeiten zum Thema Zölle sehr unsicher. In bestimmten Monaten könnte die Inflation in diesem Jahr negativ sein“*. Insbesondere die Stärke des Schweizer Franken, der von seiner Position als sicherer Hafen an den internationalen Finanzmärkten profitiert, sorgt für billigere Importe in die Schweiz. Die SNB hat mehrmals ihre Bereitschaft bekräftigt, den Leitzins bei Bedarf in den negativen Bereich zu senken. Angesichts der in den letzten zwölf Monaten erfolgten, sechs Zinssenkungen und eines aktuellen Stands von 0.0 Prozent würde ein derartiger Schritt für die Investoren keine Überraschung

mehr darstellen. So gehen die Marktteilnehmer davon aus, dass dieser Schritt bis Jahresende tatsächlich erfolgen könnte. Die Schweizerische Nationalbank wird alles unternehmen, um einer deflationären Entwicklung und einer Aufwertung des Schweizer Franken – insbesondere gegenüber dem Euro – entgegenzutreten: *„Keiner mag Negativzinsen, aber sie funktionieren“*, so Martin Schlegel.

Anlagen an den Schweizer Franken-Kapitalmärkten werden zunehmend unattraktiv – insbesondere in einem Negativzinsumfeld. Wir erwarten somit eine graduelle Umschichtung zu Gunsten anderer Währungen oder Anlageklassen, wie z.B. Aktien oder Immobilien. Die Immobilienfonds zeigen bereits erste Überhitzungserscheinungen: So sind die entsprechenden Aufschläge (Agios) teilweise schon über 50 Prozent gestiegen. Die Überbewertung gegenüber dem von Experten ermittelten inneren Immobilienwert ist somit signifikant. Die historischen Durchschnittswerte der den Immobilienfonds zugrunde liegenden Agios belaufen sich auf 15 bis 17 Prozent.

Marco Angelini, CFA
Chief Investment Officer

AKTIENMÄRKTE

Im zweiten Quartal 2025 zeigten sich die globalen Aktienmärkte trotz sich zuspitzender Handelskonflikte, geopolitischer Spannungen und anhaltender Diskussionen über die Geldpolitik erstaunlich robust. Die wichtigsten Treiber waren zunehmende Erwartungen an eine geldpolitische Wende, rückläufige Inflationsraten sowie eine weiterhin solide Unternehmensgewinnsituation in den meisten Industrieländern. Auf regionaler Ebene entwickelten sich insbesondere US-amerikanische und indische Märkte positiv, während der europäische Aktienmarkt nach wie vor mit strukturellen Herausforderungen konfrontiert war.

Mit dieser Entwicklung war Anfang April allerdings noch nicht zu rechnen, als der US-Präsident Donald Trump am sogenannten „Liberation day“ mit seinen angekündigten US-Zöllen die globalen Aktienmärkte auf Tal-fahrt schickte. Die Märkte gaben innert weniger Tage um durchschnittlich 10 Prozent nach. Die Tech-Giganten (Magnificent 7) litten sogar deutlich mehr (u.a. Tesla -39 Prozent, Nvidia -22 Prozent, Alphabet -20 Prozent). Im weiteren Verlauf kam es kurze Zeit später zu einer starken Erholung (Abbildung 5) nachdem die USA ihre länderspezifischen „reziproken“ Zölle auf alle Länder ausser China für 90 Tage ausgesetzt und einige wichtige Technologieimporte davon ausgenommen haben. Im Zuge dessen erklommen die Indizes in den

Abbildung 5: Performance S&P 500 Index 01.04. - 01.06.2025
Quelle: Bloomberg



Folgewochen sogar teilweise neue Allzeithochs. Der S&P 500 erzielte mit einem Plus von etwa 6 Prozent sogar den besten Mai seit 1990. Insbesondere die zuvor stark gebeutelten Technologiewerte zeigten eine starke Erholung. Damit wurde die Börsenweisheit „Sell in May and go away“ eindrucksvoll widerlegt. Unterstützt wurde die Aufwärtsbewegung durch starke Unternehmenszahlen und grössere Käufe institutioneller Investoren.

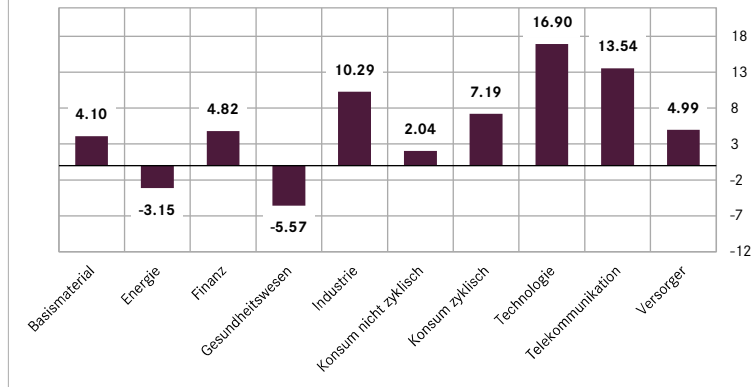
Auch wenn grössere Abflüsse aus dem US-Markt zu verzeichnen waren, schnitten der S&P 500 mit einem Plus von 4.5 Prozent und der Nasdaq mit 6 Prozent deutlich positiver ab als die übrigen etablierten Aktienmärkte (SMI -5.5 Prozent, EuroStoxx 50 -0.6 Prozent, Hang Seng +2.0 Prozent).

Am oberen Ende des Sektorentableaus standen technologielastige Titel, insbesondere bei KI-getriebenen Geschäftsmodellen, Halbleitern und Cloud-Anbietern. Auch Aktien aus dem Bereich der Versorger konnten im abgelaufenen Quartal profitieren. Ein

schwacher Ölpreis im Mai und Juni führte hingegen zu Abgaben im Energiesektor (Abbildung 6). In unserem Portfolio verzeichneten Titel aus den Sektoren Nicht-Basiskonsumgüter und Gesundheitswesen die grössten Verluste, hingegen kamen die Gewinner aus den Sektoren Industrie und Kommunikationsdienste. Zu den Verlierern zählten hierbei LVMH (-18 Prozent) und Alcon (-15 Prozent), auf der Gewinnerseite fielen Geberit (+18 Prozent) und Swisscom (+9 Prozent) positiv auf.

Offen bleibt, ob die Erholung nachhaltig ist oder lediglich eine temporäre Gegenreaktion darstellt. Wir sehen tendenziell eher ein erhöhtes Risiko und erachten das aktuelle Marktgeschehen als „Ruhe vor dem nächsten Sturm“. Im Hinblick auf die drohenden US-Zölle herrscht nämlich nach wie vor eine grosse Unklarheit und die Frist für die aufgeschobenen reziproken Zölle läuft bereits am 9. Juli aus. Geopolitische Spannungen, uneinheitliche Wirtschaftsdaten und eine abwartende Geldpolitik sorgen für

Abbildung 6: Performance MSCI Sektoren 2. Quartal 2025
Quelle: Bloomberg



Unsicherheit und folglich für eine erhöhte Volatilität an den globalen Märkten. Insbesondere die politische Unsicherheit widerspiegelt sich bereits deutlich in rückläufigen Vorlaufindikatoren wie den Einkaufsmanagerindizes (PMI) und auch dem Konsumentenvertrauen. Gegenwind könnte auch seitens der hohen Bewertungen kommen - gemessen am 10-Jahres-Durchschnitts-KGV von 18 erscheint der S&P 500 ambitioniert bewertet. Um die gegenwärtigen Bewertungen als bullisches Signal zu werten, bleiben die Voraussetzungen weiterhin dieselben: Vertrauen in ein starkes Gewinnwachstum (durch künstliche Intelligenz), robuste Margen und eine Konjunktur, die nicht einknickt.

Wir gehen davon aus, dass die US-Zölle die Inflation im weiteren Verlauf verstärken und entsprechend potenzielle Leitzinssenkungen durch die Fed nach hinten verschoben werden müssen. Eine anhaltende Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Wirtschaftsentwicklung erhöht das Rezessionsrisiko. Sie könnte

Unternehmensinvestitionen belasten und längerfristige Kreditengagements verzögern. Dies zeigte sich bereits in der abgelaufenen Berichtssaison, als viele Unternehmen trotz solider Geschäftszahlen (rund 78 Prozent der S&P 500-Unternehmen übertrafen die Gewinnerwartungen) ihre Finanzziele für das laufende Jahr nach unten revidiert haben. Vor allem zahlreiche US-Firmen haben hierbei vor steigenden Preisen gewarnt, was entsprechend deren zukünftige Margen belasten dürfte. Unserer Einschätzung nach widerspiegelt sich dieser Faktor bislang kaum in den aktuellen Aktienkursen. Des Weiteren werden höchstwahrscheinlich die Ausgaben des für die USA so wichtigen Konsumenten durch Vermögens- und Realeinkommensverluste beeinträchtigt werden. Das geschwächte Vertrauen in die USA könnte das Interesse ausländischer Investoren an US-amerikanischen Vermögenswerten dämpfen und zu weiteren Umschichtungen führen.

Auf Gesamtportfolioebene

bleiben wir nach wie vor taktisch untergewichtet bei den Aktienanlagen. Vor dem Hintergrund der globalen Unsicherheiten nehmen wir auch auf Sektorebene keine Änderungen vor und bevorzugen weiterhin qualitativ hochwertige Anlagen mit defensivem Profil. Hinzu kommt eine unvorteilhafte Saisonalität mit geringem Handelsvolumen bis in den September hinein. Die strukturellen Herausforderungen bleiben bestehen, doch die zunehmende Differenzierung zwischen Regionen, Sektoren und Einzelwerten macht aktives Management weiterhin unabdingbar.

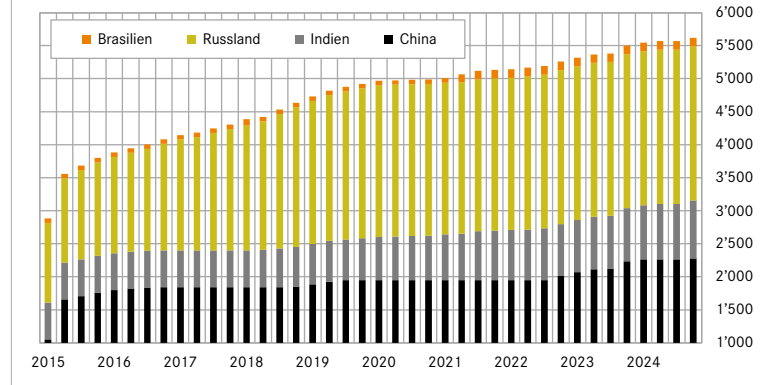
Unsere Diversifikation aus Wachstumswerten und defensiven Aktien, eine internationale Streuung mit einem Fokus auf den Heimmarkt und eine Beimischung von alternativen Anlagen bilden eine solide Grundlage für die kommenden Sommermonate. Wir bevorzugen dabei weiterhin den Schweizer Aktienmarkt, denn die Kombination aus attraktiven Unternehmen, einer defensiven Marktstruktur, soliden Dividendenrenditen und positiven wirtschaftlichen Aussichten macht den Aktienmarkt in unseren Augen weiterhin attraktiv.

Marc-André Sutter
Leiter Portfolio Management

ROHSTOFFMÄRKTE

„In Gold We Trust“ – dies zeigte sich einmal mehr in den vergangenen Monaten, in denen der Preis für das Edelmetall auf neue Höchststände geklettert ist. Der Goldpreis konnte im vergangenen Quartal weitere 10 Prozent zulegen und markierte dabei im April sogar ein neues Rekordhoch bei 3'500 US-Dollar pro Unze. Dieses Rekordhoch nutzen wir auf Portfolioebene aus, um entsprechende Teilgewinne zu realisieren. Auf Jahressicht steht somit ein Kursplus von über 30 Prozent zu Buche, was sich aufgrund unserer anhaltenden, taktischen Übergewichtung im Portfolio positiv bemerkbar gemacht hat. Der hohe Goldpreis ist eine Reaktion auf globale Unsicherheiten, wirtschaftliche Herausforderungen sowie geopolitische Spannungen bis hin zu steigenden Schuldenlasten – insbesondere in den USA. Ein wachsendes Haushaltsdefizit und eine protektionistische Industriepolitik nähren Ängste vor einer anziehenden Inflation, was Anleger dazu veranlasst, Gold als Absicherung gegen Kaufkraftverlust und Finanzmarktrisiken zu wählen. Besonders bemerkenswert ist, dass nebst einer starken Nachfrage im Bereich der Indexfonds (Verzehnfachung der Käufe auf 226 Tonnen), auch die Zentralbanken weltweit, insbesondere in den BRICS-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika), ihre Goldreserven weiter stark aufstocken, um ihre Abhängigkeit vom US-Dollar zu verringern und somit den seit 2009

Abbildung 7: Goldreserven Zentralbanken BRIC-Staaten (in Tonnen)
Quelle: MacroMicro



anhaltenden Trend weiterführen (Abbildung 7).

Insgesamt war das 2. Quartal 2025 durch eine fragile Balance zwischen reichem Angebot und geopolitischen Schocks geprägt. Der Ölpreis pendelte zwischen Abwärtsdruck durch Lageraufbau und temporären Aufwärtsbewegungen durch Konflikte. Direkt zu Beginn des zweiten Quartals fiel der Ölpreis aufgrund von Handelskonflikten und steigender Fördermengen der OPEC+ und vollzog eine Korrektur von mehr als 15 Prozent. Auch eine Nachfrageschwäche aus China und Europa belastete den Ölpreis zusätzlich. Anfang Mai konnte der Ölpreis das bisherige Jahrestief im Bereich von 55 US-Dollar ein weiteres Mal verteidigen und ging anschliessend in eine längere Seitwärtsphase über. Erst mit der Zuspitzung des Konflikts im Nahen Osten (Angriff von Israel auf die Atomanlagen im Iran) konnte der Ölpreis Mitte Juni aus dieser Preisspanne ausbrechen, testete erneut die wichtige Marke von 75 US-Dollar und verzeichnete dabei den stärksten

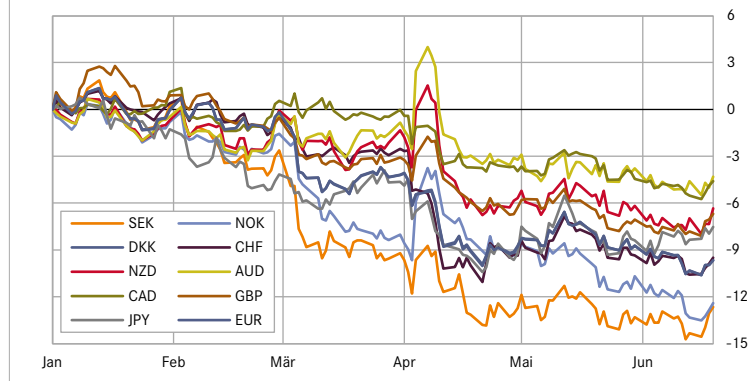
Anstieg seit der Corona-Krise im Mai 2020. Auf Quartals- und Jahressicht steht somit ein Plus von knapp 7 Prozent zu Buche, auf Jahressicht weist der Ölpreis ein kleineres Plus von 4 Prozent aus.

Wir erwarten, dass sich eine Stabilisierung im Bereich von 65-75 US-Dollar pro Barrel abzeichnet und dass sich der Ölpreis weiter im Spannungsfeld zwischen einem Überangebot, einer schwachen Nachfrage aus China und Europa und auf der anderen Seite einem sich zuspitzenden geopolitischen Umfeld bewegen wird. Der absolute Albtraum wäre hierbei eine Schliessung der Strasse von Hormus. Wenn der Iran diese enge Passage blockiert, könnte dies bis zu 30 Prozent der weltweiten Ölströme beeinträchtigen. Noch gravierender fällt die Abhängigkeit beim verflüssigten Erdgas (LNG) aus – etwa ein Fünftel der weltweiten Lieferströme geht durch die Meerenge.

Marc-André Sutter
Leiter Portfolio Management

WÄHRUNGSMÄRKTE

Abbildung 8: Wechselkursentwicklung G10-Länder vs. USD 2025
Quelle: Bloomberg



Der rückläufige US-Dollar ist sinnbildlich für den Vertrauensverlust der Investoren in die USA. Während eine schwache Währung normalerweise hilft, die Wirtschaft anzukurbeln, ist die Situation dieses Mal eine andere. Die Abwertung des US-Dollars wird von der protektionistischen Handelspolitik der USA überschattet und deutet eher auf eine konjunkturelle Abschwächung im weiteren Jahresverlauf hin. Eindeutig spürbar wird die Schwäche des Greenback vor allem unter Berücksichtigung der wachsenden Zinsdifferenz zugunsten des US-Dollars, welche die Investoren dennoch nicht nachhaltig überzeugt. Während die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen weiter lockert, hält die amerikanische Notenbank (Fed) nach wie vor an ihren hohen Zinsen fest – nicht zuletzt unter der Annahme, dass die Inflation mit der Einführung der Handelszölle in den kommenden Monaten weiter ansteigen wird.

Die Abwertung des US-Dollars zeigt sich auch eindeutig im Vergleich mit den G10-Währungen:

Auf Jahressicht betragen die Verluste zwischen 4 und 13 Prozent (Abbildung 8).

Der Euro konnte nach Bekanntmachung der von US-Präsident Donald Trump verhängten Zölle deutlich zulegen. Auf Quartalsbasis gewann er gegenüber dem US-Dollar mehr als 6 Prozent, auf Jahressicht fällt das Kursplus mit mehr als 11 Prozent noch deutlich signifikanter aus. Gegenwärtig befinden wir uns auf den Höchstständen aus dem Jahr 2022.

Auch gegenüber dem Schweizer Franken schwächte sich der US-Dollar deutlich ab und fiel gut 10 Prozent seit Jahresbeginn. Demzufolge bleibt die Heimwährung, trotz Niedrigzinsen, gefragt. Gegenüber dem Euro konnte der Schweizer Franken allerdings nur leicht zulegen (0.45 Prozent im abgelaufenen Quartal und knapp 2 Prozent auf Jahressicht). Abgesehen von kurzzeitigen Ausbrüchen befindet sich das Währungspaar seit Mitte 2024 in einer Seitwärtsphase. Dieser Kursverlauf bestätigt auch unsere

Annahme einer engen Handels-spanne, welche wir bereits in der vergangenen Ausgabe antizipiert haben. Den Schweizer Franken sehen wir weiterhin als sicheren Hafen in einem Umfeld, das von grossen Unsicherheiten geprägt ist. Geopolitische Spannungen, Rückschläge in der globalen, wirtschaftlichen Erholung oder eine ansteigende Risikoaversion der Investoren könnte rasch zu einem Wertzuwachs des Schweizer Franken führen. Entsprechend werden Investoren gerne das niedrige Zinsniveau als Preis der Sicherheit in Kauf nehmen.

Wir gehen davon aus, dass die anhaltenden ausserpolitischen Unsicherheiten der USA den US-Dollar weiter schwächen wird. Die Angst ist gross, dass Präsident Trump der eigenen Wirtschaft schadet. Trotz Aufschub von verhängten Zöllen, andauernde Verhandlungen über potenzielle Einigungen usw. erwarten wir nicht, dass der US-Dollar rasch wieder auf die Gewinnerstrasse zurückkehrt. Der bereits entstandene Vertrauensverlust wiegt zu schwer.

Marc-André Sutter
Leiter Portfolio Management

FOKUS UND EMPFEHLUNGEN

MAKROÖKONOMISCHES UMFELD

- Hohe Importe haben in den USA im ersten Quartal zu einem negativen Konjunkturwachstum von 1.2 Prozentpunkten geführt. Wir rechnen in den kommenden Quartalen mit einer positiven, aber bescheidenen Entwicklung.
- Die Eurozone dürfte in diesem Jahr ebenfalls ein positives Wachstum verzeichnen. Die Ökonomen gehen jedoch davon aus, dass die Konjunktur in Deutschland auch 2025 stagnieren wird.
- In der Schweiz zeichnet sich nach einer robusten Entwicklung im ersten Quartal eine starke Abkühlung ab. Insbesondere die Aussichten in der Maschinenindustrie haben sich signifikant verschlechtert. Wir rechnen in diesem Segment mit turbulenten Zeiten.
- Die makroökonomischen Auswirkungen aus der jüngsten Eskalation im Nahen Osten dürften regional bleiben. Ein Risiko stellt eine potenzielle Sperrung der Strasse von Hormus.

AKTIENMÄRKTE

- Das vergangene Quartal war gekennzeichnet durch starke Kursausschläge: Der «Liberation Day» führte Anfang April zu Kurseinbrüchen von durchschnittlich 10 Prozent. Der Aufschub von 90 Tagen liess die Indizes in den Folgewochen neue Allzeithochs erklimmen.
- Offen bleibt, ob die Erholung nachhaltig ist. Wir sehen ein erhöhtes Risiko und erachten das Marktgeschehen als «Ruhe vor dem nächsten Sturm». Die Konsumausgaben könnten zudem durch Vermögens- und Realeinkommensverluste beeinträchtigt werden.
- Wir bleiben auf Gesamtportfolioebene taktisch untergewichtet und bevorzugen weiterhin qualitativ hochwertige Anlagen mit defensivem Profil. Die Diversifikation bleibt zentral.
- Im Fokus steht unverändert der Schweizer Aktienmarkt, der mit seiner defensiven Marktstruktur und soliden Dividendenrenditen eine hohe Attraktivität geniesst.

ZINSMÄRKTE

- Die US-Zentralbank hält sich mit der geldpolitischen Lockerung zurück. Die Inflation hat sich in den USA erstmals seit Januar wieder verstärkt. Zahlreiche Unternehmen haben betont, dass sie zollbedingte Preisanstiege ungefiltert an die Konsumenten weitergeben werden.
- Das Vertrauen der Investoren gegenüber US-Staatsanleihen schwindet. Die Ausschläge an den US-Kapitalmärkten nehmen zu. Moody's hat die Bonität der USA herabgestuft.
- Die EZB hat den Leitzins – im Gegensatz zur US-Notenbank – schon bereits achtmal gesenkt und die Konjunktur massgeblich unterstützt. Die Renditen dürften jedoch aufgrund steigender Staatsausgaben in den kommenden Quartalen wieder moderat steigen.
- Die Schweizerische Nationalbank schliesst Negativzinsen nicht mehr aus. Die Investoren erwarten diesen Schritt bis Ende Jahr.

ROHSTOFF- UND WÄHRUNGSMÄRKTE

- Der Goldpreis konnte im vergangenen Quartal weitere 10 Prozent zulegen und markierte im April mit USD 3'500/Unze sogar ein neues Rekordhoch. Auf Jahressicht steht ein Kursplus von über 30 Prozent zu Buche. Unsere taktische Übergewichtung konnte dementsprechend einen äusserst positiven Beitrag zur Vermögensentwicklung leisten. Der starke Anstieg ist eine Reaktion auf die globale Unsicherheit, die wirtschaftlichen Herausforderungen sowie die geopolitischen Spannungen.
- Mit der Zuspitzung des Konflikts im Nahen Osten testete der Ölpreis die wichtige Marke von USD 75 und verzeichnete dabei den stärksten Anstieg seit der Corona-Krise im Mai 2020. Die Schliessung der Strasse von Hormus, wo 30 Prozent der weltweiten Ölströme und ein Fünftel der Lieferströme von Flüssiggas die Meerenge passieren, wäre der absolute Albtraum.

BÖRSEN

	Aktueller Kurs	Performance 2025		Hoch / Tief 52 Wochen			
		in Lokal- währung	in CHF	Hoch	% vom Hoch	Tief	% vom Tief
Währungen							
USD / CHF	0.8168		-10.02%	0.9201	-11.23%	0.8040	1.59%
EUR / CHF	0.9413		0.19%	0.9774	-3.69%	0.9206	2.25%
GBP / CHF	1.1022		-3.01%	1.1633	-5.25%	1.0612	3.86%
Indices Obligationen							
CHF SBI AAA-BBB 3-5Y TR	132.03	0.72%	0.72%	132.68	-0.49%	125.69	5.04%
Barclays USD Aggregate TR Index	2 252.41	2.90%	-7.42%	2 275.47	-1.01%	2 134.18	5.54%
Barclays EUR Aggregate TR Index	245.91	0.88%	1.07%	247.02	-0.45%	233.79	5.18%
Barclays GBP Aggregate TR Index	244.19	2.42%	-0.66%	249.29	-2.05%	233.55	4.55%
Indices Aktien Europa							
SMI	11 871.52	2.33%	2.33%	13 199.05	-10.06%	10 699.66	10.95%
SMIM	2 792.44	6.63%	6.63%	2 859.73	-2.35%	2 303.67	21.22%
DJ EuroStoxx 50	5 197.03	6.15%	6.35%	5 568.19	-6.67%	4 473.94	16.16%
CAC 40	7 553.45	2.34%	2.53%	8 257.88	-8.53%	6 763.76	11.68%
DAX	23 057.38	15.81%	16.03%	24 479.42	-5.81%	17 024.82	35.43%
FTSE 100 Index	8 791.80	7.57%	4.33%	8 908.82	-1.31%	7 544.83	16.53%
FTSE MIB Index	38 942.19	13.91%	14.13%	40 708.60	-4.34%	30 652.98	27.04%
Indices Aktien USA							
Dow Jones	42 171.66	-0.88%	-10.81%	45 073.63	-6.44%	36 611.78	15.19%
S&P 500	5 980.87	1.69%	-8.51%	6 147.43	-2.71%	4 835.04	23.70%
Nasdaq Composite	19 546.27	1.22%	-8.93%	20 204.58	-3.26%	14 784.03	32.21%
Indices Aktien Asien							
Hang Seng Index	23 504.59	17.17%	4.35%	24 874.39	-5.51%	16 441.44	42.96%
Nikkei 225	38 457.29	-3.60%	-6.13%	42 426.77	-9.36%	30 792.74	24.89%
Indices Aktien Schwellenländer		in USD					
MSCI Emerging Markets	1 177.31	9.47%	-1.51%	1 211.57	-2.83%	982.57	19.82%
MSCI India	1 036.41	1.20%	-8.94%	1 164.24	-10.98%	906.97	14.27%
MSCI China	72.44	12.32%	1.06%	79.77	-9.19%	54.41	33.14%
Diverses							
Gold oz (USD)	3 353.48	27.78%	14.97%	3 500.10	-4.37%	2 293.75	31.60%
BRENT CRUDE (USD)	77.19	5.83%	-4.78%	81.47	-5.25%	57.78	33.59%

DISCLAIMER

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken und ist nicht auf die Herbeiführung eines Vertragsabschlusses gerichtet, sondern enthält lediglich Anlagekommentare der Kaufmann, Wunderlin & Partner AG sowie eine Einschätzung zu ausgewählten Finanzinstrumenten und/oder Finanzdienstleistungen und gilt daher als Werbung im Sinne von Art. 68 FIDLEG und Art. 95 FIDLEV. Somit stellt diese Publikation kein Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen Produkten seitens oder im Auftrag der Kaufmann, Wunderlin und Partner AG dar.

Die in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen, trotzdem lehnt die Kaufmann, Wunderlin und Partner AG jede vertragliche, ausdrückliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Angaben ab. Die Gültigkeit der darin enthaltenen Empfehlungen ist auf den Zeitpunkt der Erstellung beschränkt und kann je nach Marktentwicklung rasch an Aktualität verlieren. Sämtliche Preis- und Kursangaben können jederzeit infolge Marktschwankungen und ungenügender Marktliquidität zu Ihren Ungunsten ändern. Zudem sind die Informationen in dieser Publikation in keiner Weise als Zusicherung einer zukünftigen Performance zu verstehen.

Im Weiteren übernimmt die Kaufmann, Wunderlin & Partner AG keinerlei Haftung für den Inhalt dieser Publikation und haftet insbesondere nicht für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, einschliesslich direkte, indirekte oder Folgeschäden, die aufgrund von in diesem Dokument enthaltenen Informationen und/oder infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken entstehen können.

Eine Anlage in die in diesen Publikationen beschriebenen Fonds sollte erst nach vorheriger, sorgfältiger Durchsicht und Prüfung des aktuellsten Verkaufsprospektes, des Fondsreglements sowie der darin enthaltenen rechtlichen Informationen erfolgen.

Alternative Anlagen, derivative oder strukturierte Produkte sind komplexe Anlageinstrumente, die typischerweise ein hohes Risiko aufweisen und nur für den Verkauf an Anleger bestimmt sind, die das damit verbundene Risiko verstehen und akzeptieren.

Investitionen in Schwellenländer sind besonders spekulativ und beträchtlich volatiler als Investitionen in herkömmliche Märkte. Darüber hinaus sind Anlagen in Fremdwährungen Wechselkursschwankungen ausgesetzt.

Gestützt auf seine unabhängige Beurteilung (und allenfalls aufgrund solcher von professionellen Fachpersonen) sollte der Anleger vor Abschluss einer Transaktion einerseits sich über die Vereinbarkeit einer solchen Transaktion mit seinen Verhältnissen im Klaren sein und andererseits die besonderen finanziellen Risiken sowie die juristischen, regulatorischen, kreditmässigen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen der Transaktion in Erwägung ziehen.

Das vorliegende Dokument darf ohne die schriftliche Genehmigung der Kaufmann, Wunderlin und Partner AG weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.

Impressum

Herausgeber

Kaufmann, Wunderlin und Partner AG

Redaktionsschluss

20. Juni 2025

Publikationsdatum

24. Juni 2025

