



Marktkommentar

4. Quartal 2025

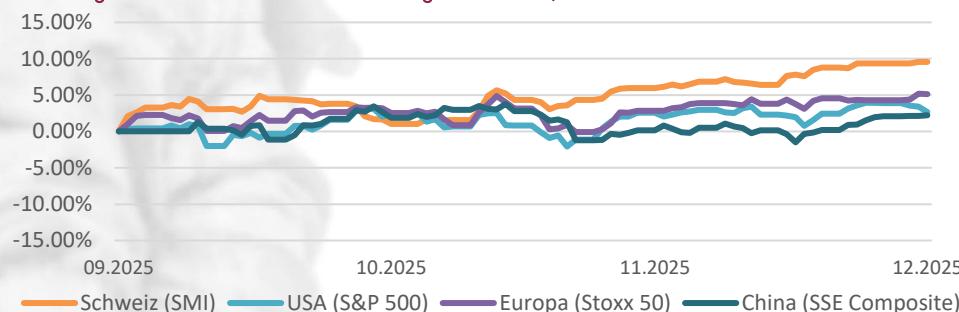
Konjunktur und Weltwirtschaft

Das Berichtsquartal war geprägt von hoher politischer und geopolitischer Unsicherheit, welche Konjunktur und Finanzmärkte beeinflusste. Im letzten Quartal im Zentrum stand der Government Shutdown in den USA, der sich mit über 40 Tagen zum längsten Stillstand der Geschichte ausweitete und das Vertrauen in die politische Handlungsfähigkeit des Landes belastete. Neben Verzögerungen bei wichtigen Konjunktur- und Arbeitsmarktdaten verstärkten Diskussionen über mögliche Stellenstreichungen im öffentlichen Sektor die Unsicherheit. Gleichzeitig zeigten sich erste Belastungsspuren am US-Arbeitsmarkt: Die Arbeitslosenquote stieg im November auf 4.6% und erreichte damit den höchsten Stand seit Herbst 2021. Parallel dazu verschärften sich die handelspolitischen Spannungen zwischen den USA und China. Angekündigte Zollerhöhungen und Gegenmassnahmen, insbesondere im Bereich seltener Erden, sorgten wiederholt für Marktreaktionen. Zwar kam es im Quartalsverlauf zu temporären Vereinbarungen, die grundsätzliche Unsicherheit über das zukünftige Handelsregime bleibt jedoch bestehen.

In Europa wird die Konjunktur vor allem durch einen robusten Dienstleistungssektor getragen, während die Industrie weiterhin unter Druck steht, insbesondere in Deutschland. Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum wuchs im Jahresvergleich um rund 1.4%. Der Arbeitsmarkt zeigte sich insgesamt stabil, begleitet von einem moderaten Beschäftigungswachstum. In Frankreich sorgten Diskussionen über mögliche Neuwahlen für politische Unsicherheit. In der Schweiz ging das Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal 2025 um 0.5% zurück, was hauptsächlich auf rückläufige Exporte im chemisch-pharmazeutischen Sektor zurückzuführen war. Positiv zu werten ist jedoch die Mitte November erzielte Zolleinigung mit den USA, in deren Rahmen die zuvor geltenden 39%-Zölle auf Schweizer Waren auf 15% gesenkt wurden. Auf die Zolleinigung muss aber eine fixe Vereinbarung folgen.

Geopolitisch rückten der Nahe Osten und die Ukraine erneut in den Fokus. Im Nahen Osten wurde zwar eine Waffenruhe vereinbart und auch im Ukraine-Konflikt intensivierten sich die diplomatischen Gespräche. Langfristige Lösungen zeichnen sich allerdings bislang begrenzt ab. Entsprechend bleibt das globale Umfeld fragil und weiterhin stark von politischen Entscheidungen geprägt.

Abbildung 1: Aktienindizes in Lokalwährung im vierten Quartal



1 Wichtigste Punkte

- Unsere Mandate bauten auf der starken Entwicklung im Jahresverlauf auf und schlossen das Jahr erfolgreich mit sehr ansprechenden Renditen ab
- Die globale Konjunktur stand im vierten Quartal 2025 unter dem Einfluss von Handelsspannungen, des US-Government-Shutdowns und geldpolitischer Entscheidungen, während der Optimismus bei KI-Titeln etwas nachliess
- Am Devisenmarkt kam es im Quartalsverlauf zu erhöhter Volatilität infolge geldpolitischer Entscheidungen. Insgesamt blieben US-Dollar und Euro per Quartalsende nahe ihrem Ausgangsniveau, auf Jahresicht verzeichnete der US-Dollar jedoch eine Abwertung von rund 12% gegenüber dem Schweizer Franken und dem Euro
- Die anhaltend starke Nachfrage nach Gold führte auch im vierten Quartal zu einer sehr positiven Entwicklung und zur besten Jahresperformance seit 1979

Geldpolitik

Die Geldpolitik war im Berichtsquartal von regional unterschiedlichen Inflations- und Zinsentwicklungen geprägt. Während in den USA und in Grossbritannien der Inflationsdruck weiterhin hoch blieb, zeigte sich die Preisentwicklung in Europa und der Schweiz stabil resp. leicht negativ. In Japan setzte die Notenbank ihren Straffungskurs fort.

In den USA senkte die Federal Reserve den Leitzins um 25 Basispunkte und kündigte zugleich an, die quantitative Straffung per Dezember zu beenden. Diese Schritte erfolgten vor dem Hintergrund einer sich abschwächenden, aber weiterhin über dem Zielwert liegenden Inflation sowie eines Arbeitsmarktes, der erste Anzeichen einer Abkühlung zeigte. Der Government Shutdown erschwerte die geldpolitische Lagebeurteilung zusätzlich, da zentrale Konjunkturindikatoren zeitweise nicht verfügbar waren und gewisse gar nicht erhoben wurden. So wurden unter anderem keine physischen Supermarktbesuche durchgeführt, deren Resultate für die Inflationsdaten des Monats Oktober benötigt worden wären. Zwar sank die US-Inflation im November überraschend auf 2.7%, dieser Rückgang dürfte jedoch teilweise auf technische Effekte im Zusammenhang mit dem Government Shutdown und dem Erhebungszeitpunkt rund um den sog. «Black Friday» zurückzuführen sein. Trotz der jüngsten Zinssenkung bleibt die Fed angesichts erhöhter Inflation und preistreibender Importzölle vorsichtig bei weiteren Lockerungsschritten.

In Europa verhielt sich die Europäische Zentralbank zurückhaltend und beliess die Leitzinsen unverändert. Sie bestätigte ihre Einschätzung, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2% stabilisieren dürfte, hob die Inflationsprognosen für 2026 leicht an und revidierte die Wachstumsprognosen insgesamt moderat nach oben.

In der Schweiz blieb die Inflation sehr tief, weshalb die Schweizerische Nationalbank (SNB) den Leitzins im Dezember bei 0% beliess. Trotz zuletzt tieferer Inflation erachtet die SNB die mittelfristigen Inflationsrisiken als weitgehend unverändert, senkte jedoch ihre Inflationsprognosen für 2026 und 2027 leicht und hob gleichzeitig die Wachstumserwartungen an. Der starke Franken und handelspolitische Unsicherheiten stellten trotz verbesserter Wachstumserwartungen weiterhin einen dämpfenden Faktor für exportorientierte Branchen dar. Die SNB bekräftigte zudem ihre Bereitschaft zu Devisenmarktinterventionen, um einer übermässigen Aufwertung des Frankens entgegenzuwirken.

In Grossbritannien senkte die Bank of England den Leitzins nach einer knappen 5:4-Abstimmung um 25 Basispunkte auf 3.75%. Sie stellte weitere, graduelle Zinssenkungen in Aussicht, machte diese jedoch von einer anhaltenden Abschwächung des Lohnwachstums und der Dienstleistungsinflation abhängig.

In Asien zeigte sich ein differenziertes geldpolitisches Bild. In Japan erhöhte die Bank of Japan den Leitzins wie erwartet um 25 Basispunkte auf 0.75% und signalisierte angesichts anhaltender Inflation und steigender Löhne die Bereitschaft zu weiteren Straffungsschritten. Der Leitzins ist nun auf dem höchsten Niveau seit 1995 und markiert damit einen weiteren Schritt in Richtung geldpolitischer Normalisierung. In China blieben die Leitzinsen trotz schwächerer Konjunkturdaten und anhaltender Probleme im Immobiliensektor unverändert; Zinssenkungen werden erst für das kommende Jahr erwartet.

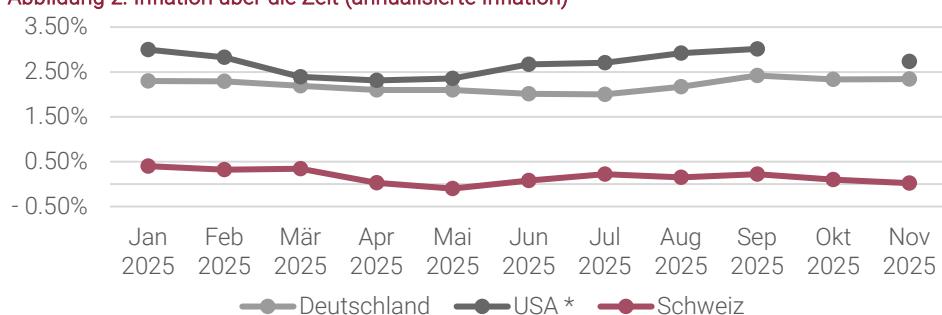


Marktdata

| Aktienmärkte Perf. | 2025 |
|--------------------------|---------|
| SPI | 17.76% |
| DAX | 23.01% |
| Euro Stoxx 50 | 22.10% |
| S&P 500 | 17.88% |
| Nasdaq Composite | 20.36% |
| | |
| Verfallrendite | in % |
| Staatsanleihen | in % |
| 10Y Schweizer Eidgenosse | 0.32% |
| 10Y Bundesanleihe DE | 2.97% |
| 10Y US Treasury | 4.16% |
| | |
| Goldpreis oz. Perf. | 2025 |
| in CHF | 44.00% |
| in EUR | 45.24% |
| in USD | 64.73% |
| | |
| Rohstoffe Perf. | 2025 |
| Öl Brent | -15.39% |

Performance in Lokalwährung, Daten abgefragt am 05.01.2026
Quelle: LSEG Workspace

Abbildung 2: Inflation über die Zeit (annualisierte Inflation)



* keine Daten im Oktober aufgrund Government Shutdown

Quelle: LSEG Workspace, per 05.01.2026

Die Finanz- und Kapitalmärkte waren im Berichtsquartal von einer erhöhten Volatilität geprägt und reagierten sensibel auf politische Entwicklungen sowie geldpolitische Signale. Phasen erhöhter Unsicherheit wechselten sich mit temporären Erholungen ab, wobei insbesondere Erwartungen an Zinssenkungen sowie Fortschritte in handelspolitischen Gesprächen für zwischenzeitliche Entlastung sorgten.

Die Aktienmärkte verzeichneten insgesamt erneut ein positives Quartal, allerdings mit deutlichen regionalen Unterschieden. In den USA setzten die Märkte zunächst ihren positiven Trend fort, gerieten jedoch infolge erneuter handelspolitischer Spannungen mit China und angedrohter Zollerhöhungen kurzfristig unter Druck. Eine rasche Erholung folgte nach provisorischen Annäherungen im Zollstreit. In der Folge sorgten der Government Shutdown sowie widersprüchliche geldpolitische Signale der Fed für erhöhte Volatilität. Während zeitweise eine Zinspause eingepreist wurde, stützten zunehmende Hinweise auf eine Abschwächung des Arbeitsmarktes erneut die Erwartungen weiterer Zinssenkungen. Der S&P 500 schloss das Quartal mit einem Plus von 2.7%.

Besonders positiv entwickelten sich Schweizer Aktien, die insbesondere dank der Zolleinigung mit den USA deutlich zulegen konnten. Nachdem im Vorquartal Zölle in Höhe von 39% auf Schweizer Waren galten, konnten diese im Rahmen einer Einigung auf 15% gesenkt werden. Entsprechend verzeichneten Schweizer Schwergewichte wie Roche (+26%), Holcim (+15%) und Nestlé (+8%) ein starkes Quartal. Der Schweizer Marktindex (SMI) lag zum Quartalsende insgesamt 9.6% höher. Ebenfalls erwähnenswert sind die positiven Entwicklungen bei spanischen Aktien (+12%), die insbesondere von der starken Performance des Bankensektors profitierten, sowie bei japanischen Aktien (+12%), die ihren positiven Trend aus dem dritten Quartal fortsetzen.

An den Anleihenmärkten kam es naturgemäß zu weniger Schwankungen. In der Schweiz verblieben die Zinsen weiterhin auf sehr tiefem Niveau, stiegen jedoch im Dezember leicht an. Auch in Deutschland und Frankreich zogen die Renditen insbesondere gegen Quartalsende an, nachdem die Märkte zunehmend ein Ende des Zinssenkungszyklus im Euroraum eipreisten. In den USA führte die Unsicherheit über den weiteren geldpolitischen Kurs zeitweise zu erhöhter Volatilität. Insgesamt verblieben die Renditen aber in etwa auf dem Niveau zu Quartalsbeginn. In Japan kam es infolge der Zinserhöhung der Bank of Japan zu einem deutlichen Renditeanstieg. Die Renditen zehnjähriger japanischer Staatsanleihen erreichten dabei Niveaus, die seit 1999 nicht mehr beobachtet wurden.

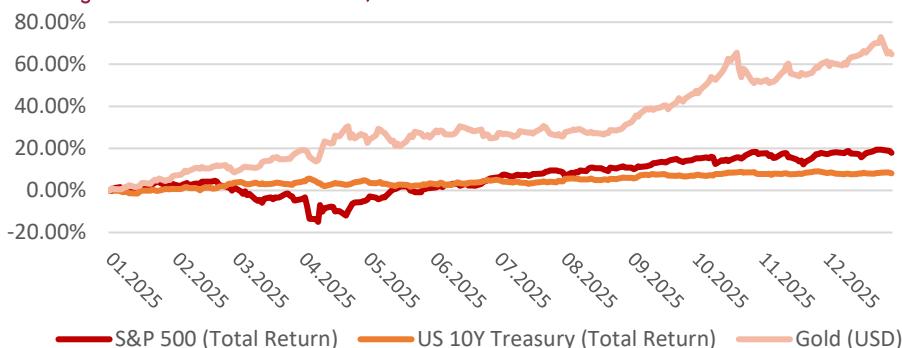
Auch im letzten Quartal des Jahres konnte Gold nochmals zulegen und erreichte kurz vor Jahresende ein neues Allzeithoch. Für das Gesamtjahr erzielte Gold eine Performance von rund 65% in USD und 44% in CHF und verzeichnete damit nun definitiv die beste Jahresperformance seit 1979. Ebenfalls beeindruckend war die Entwicklung von Silber im vierten Quartal. Das Edelmetall legte allein in den letzten drei Monaten des Jahres rund 50% in USD zu und erreichte zwischenzeitlich erstmals einen Preis von über USD 80 pro Unze. Treiber dieser Entwicklung waren ein knappes Angebot, eine starke industrielle Nachfrage sowie zunehmendes spekulatives Interesse. Der Ölpreis hingegen verlor im vierten Quartal deutlich an Wert.

An den Devisenmärkten kam es ebenfalls infolge geldpolitischer Entscheidungen zu einer erhöhten Volatilität im Quartalsverlauf. Insgesamt blieb der US-Dollar jedoch in etwa auf dem Niveau wie zu Beginn des Quartals. Ähnlich verhielt es sich beim Euro, der gegenüber dem Schweizer Franken zwischenzeitlich unter CHF 0.92 fiel, sich in der Folge jedoch rasch erholte und zum Quartalsende wieder auf dem Ausgangsniveau notierte. Auf Jahressicht bleibt die Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Schweizer Franken sowie dem Euro bei rund 12%.

| Anlageklasse | Gewichtung |
|--------------|-----------------------|
| Liquidität | Übergewicht |
| Obligationen | Untergewicht |
| Aktien | Leichtes Untergewicht |
| Gold | Starkes Übergewicht |

- Im vierten Quartal 2025 hielten wir aufgrund unserer defensiven Ausrichtung weiterhin eine erhöhte Liquiditätsquote
- Im Obligationenbereich blieben die Ertragschancen aufgrund des in gewissen Regionen bereits tiefen Zinsniveaus begrenzt. Wir setzten weiterhin auf qualitativ hochwertige Unternehmensanleihen und achteten besonders auf eine solide Bilanzstruktur der Emittenten
- Mit unserer global ausgerichteten Aktienposition konnten wir trotz temporärer Rückschläge von der positiven Marktentwicklung profitieren, insbesondere auch dank unserer verhältnismässig hohen Gewichtung im Schweizer Markt
- In Gold blieben wir aufgrund der anhaltenden geopolitischen und makroökonomischen Unsicherheiten übergewichtet und profitierten im vierten Quartal erneut von der starken Preisentwicklung

Abbildung 3: Totalrendite des S&P 500, 10Y US Treasuries und Gold für das Jahr 2025



Quelle: LSEG Workspace, per 05.01.2026

Aktuelle Vermögensallokation

Auch im vierten Quartal wurde die bestehende Strategie konsequent weiterverfolgt, ohne grundlegende Änderungen an der Vermögensallokation vorzunehmen. Punktuell konnten wir die Positionsstruktur durch gezielte Umschichtungen und Gewinnmitnahmen optimieren, um die Portfolios für das neue Jahr 2026 ideal auszurichten.

Die Jahresperformance unserer Strategien war 2025 sehr erfreulich. Auch im letzten Quartal konnten die Renditen nochmals gesteigert werden, sodass das Jahr als eines der besten Anlagejahre in der Bankgeschichte abgeschlossen werden konnte. Einen wesentlichen Beitrag zu diesem Erfolg leistete sowohl unsere überzeugte Goldpositionierung als auch ausgewählte Einzeltitel, die im Jahresverlauf signifikante Performancebeiträge erzielten. In Kombination mit einer effizienten und disziplinierten Umsetzung der Anlagestrategie sowie einer sorgfältigen Portfoliobewirtschaftung trugen diese Faktoren massgeblich zum erfolgreichen Anlagejahr bei.

Vor dem Hintergrund eines weiterhin herausfordernden makroökonomischen Umfelds mit geopolitischen Spannungen, handelspolitischen Risiken und anhaltenden Inflationsunsicherheiten hielten wir die Aktienquote bewusst moderat ausgerichtet. Der Einsatz breit diversifizierter Anlageinstrumente und ausgewählter Qualitätsunternehmen, ergänzt durch eine weiterhin bedeutende Goldallokation, ermöglichte es uns, an der positiven Marktentwicklung im vierten Quartal teilzuhaben. Im Obligationensegment lag der Fokus weiterhin mehr auf Unternehmensanleihen, da Staatsanleihen angesichts des erneut tiefen Zinsniveaus nur begrenztes Ertragspotenzial boten, insbesondere ausserhalb der USA.

Das neue Jahr startet mit einem anspruchsvollen Marktumfeld. Die weitere Entwicklung der Inflation, der Zins- und Handelspolitik sowie geopolitischer Herausforderungen dürfte die Finanzmärkte auch im neuen Jahr stark prägen. Gleichzeitig hat sich die Euphorie rund um KI-Titel etwas abgeschwächt, da die ambitionierten Gewinn- und Wachstumserwartungen zunehmend kritisch hinterfragt werden und teilweise nicht vollends erfüllt wurden. Vor diesem Hintergrund sehen wir uns mit unserer Strategie im neuen Jahr bestens positioniert und werden die Portfolios weiterhin umsichtig steuern sowie bei Bedarf gezielte taktische Anpassungen vornehmen.



Kontakt

Bank von Roll AG

Bleicherweg 37

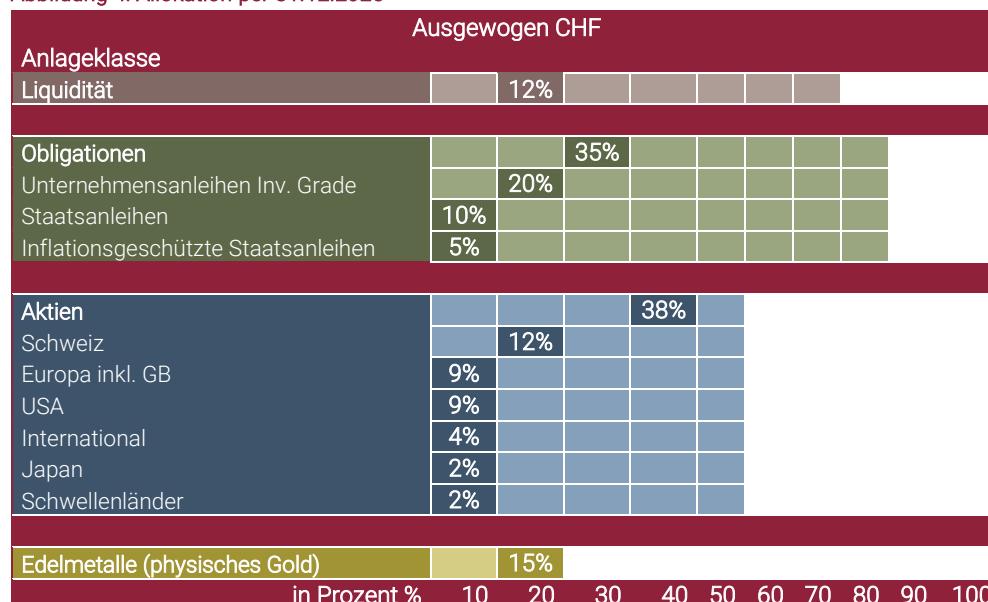
CH-8027 Zürich

Tel. +41 44 233 32 00

Disclaimer

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen lediglich der allgemeinen Information und sollten nicht als Grundlage für wesentliche Geschäftentscheidungen verwendet werden, ohne dass zuvor mit der Bank von Roll AG Kontakt aufgenommen wurde, um genauere und aktuellere Informationen zu erhalten. Insbesondere werden sämtliche Marktdaten, einschliesslich der Preise von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten, in annähernder und/oder vereinfachter Form dargestellt und können sich im Laufe der Zeit ändern. Die Preise und Werte der beschriebenen Anlagen können schwanken. Dies ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung durch oder im Auftrag der Bank von Roll AG zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten. Die verwendeten Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, welche die Bank von Roll AG als zuverlässig erachtet. Die Bank von Roll AG übernimmt keine rechtliche Verantwortung oder Haftung für die Genauigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen, die über dieses Dokument zugänglich sind. Jegliche Schlussfolgerungen, die der Benutzer aus den hier dargestellten Informationen zieht, sind seine eigenen und können nicht der Bank von Roll AG zugeschrieben werden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung einer Anlage. Die Kommerzialisierung oder Verteilung dieses Dokuments ist nicht erlaubt.

Abbildung 4: Allokation per 31.12.2025



Dieser Bericht wurde am 05.01.2026 erstellt