



# Marktkommentar

## 1. Quartal 2025

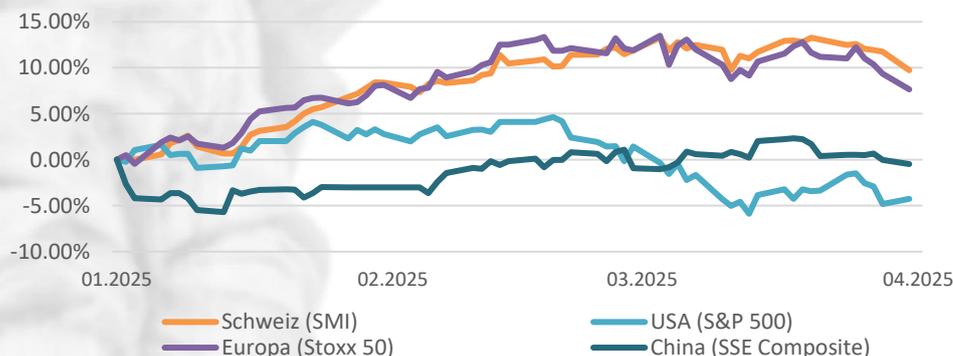
### Konjunktur und Weltwirtschaft

Im Gegensatz zum Jahr 2024, als die amerikanischen Aktien stärker zulegen konnten als diejenigen in Europa, erwischte die Börsen auf dem alten Kontinent einen besseren Start ins Jahr 2025. Insbesondere der deutsche Aktienmarkt gehörte zu den Gewinnern des ersten Quartals und konnte bis Mitte März markant zulegen, bevor auch er von den globalen Kursrückgängen ganz zu Ende des ersten Quartals erfasst wurde.

Getrieben wurde die europäische Aktienrallye von politischen Spannungen in den USA, Investitionsankündigungen aus Deutschland sowie Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank. Insbesondere die Ankündigung der zukünftigen deutschen Bundesregierung, neue Schulden aufzunehmen um damit die Infrastruktur zu modernisieren und die Wehrfähigkeit Deutschlands wiederherzustellen, kamen gut an. Gleichzeitig wurden viele Anleger vom Verhalten Donald Trumps und seinen Ankündigungen zu Zöllen abgeschreckt, was zu einer Verlagerung von Geldern nach Europa führte. Die Trumpsche Zollpolitik und deren gegenwärtige Auswirkungen auf die Börsen behandeln wir auf der letzten Seite.

Ein Blick auf das Branchentableau offenbart, dass insbesondere Technologiewerte unter den Kursverlierern anzutreffen waren. Den Technologietiteln, welche im letzten Jahr mehrheitlich vom Hype um die künstliche Intelligenz (KI) getrieben wurden, machte die Veröffentlichung des DeepSeek-Modells zu schaffen. Das KI-Modell aus China wurde innerhalb kurzer Zeit und ohne die modernsten Chips trainiert, was dazu führte, dass Anleger an der Bewertung amerikanischer Techtitel zu zweifeln begannen. Unter der Kurskorrektur litt insbesondere Nvidia, der Branchenprimus in der Entwicklung von Computerchips, deren Aktien über 16% an einem Tag verloren. Bei den Automobilwerten hingegen bereiteten die angekündigten, dann aufgeschobenen und schlussendlich doch umgesetzten Zölle der Trump-Regierung den Investoren Sorgen. Insbesondere europäische Automobilhersteller und Zulieferer treffen solche Massnahmen hart, da sie bereits mit schwindenden Marktanteilen im zweiten wichtigen Absatzmarkt China zu kämpfen haben. In diesem volatilen Umfeld profitierte Gold, das als sicherer Hafen in Zeiten der Unsicherheit gilt.

Abbildung 1: Aktienindizes in Lokalwährung im 1. Quartal



### Wichtigste Punkte

- Die europäischen und schweizerischen Aktienmärkte erwischte einen besseren Start ins Jahr 2025 als ihre amerikanischen Pendanten
- Die angekündigten und teilweise umgesetzten Zölle auf US-Importe verunsicherten den Markt was zu volatilen Kursverläufen führte
- Gold profitierte in diesem Umfeld stark und konnte die positive Performance aus dem Vorjahr mitnehmen
- Der USD schwächte sich gegenüber dem EUR und CHF in Folge der anhaltend hohen Zinsen und der von der Administration verfolgten Handelspolitik weiter ab
- Das KI-Modell DeepSeek sorgte für Verunsicherung unter den Anlegern, was in Kurseinbrüchen der vom KI-Hype getragenen Aktien resultierte
- Die angekündigte Aufnahme weiterer Staatsschulden zwecks Wiederherstellung der Wehrfähigkeit und Infrastruktur in Deutschland stützte die Börsen und liess die Umlaufrenditen auf Staatsanleihen ansteigen

Quelle: Refinitiv, Datastream per 31.03.2025

## Geldpolitik

In Anbetracht der Unsicherheit im Hinblick auf die wirtschaftliche und inflationäre Entwicklung entschied sich die US-Zentralbank zu keinem weiteren Zinsschritt und belies den Leitzins im Band von 4.25% - 4.5%. Denn obwohl sich die Konsumentenstimmung in den USA über das Quartal hinweg eintrübte und sich der Arbeitsmarkt in langsamen Schritten zu entspannen scheint, sind die Auswirkungen der eingeführten und zukünftigen Zölle auf die Inflation schwer abzuschätzen.

Nach wie vor befindet sich die Inflation in den Vereinigten Staaten über dem Zielband von 2% und stieg seit letztem September bis Ende Januar auf rund 3% an, bevor sie sich im Februar leicht abkühlte. In diesem Umfeld hat die Regierung Trump potentiell inflationstreibende Massnahmen angekündigt oder bereits beschlossen, wie eine restriktive Migrationspolitik, Steuersenkungen und Zölle auf Importe.

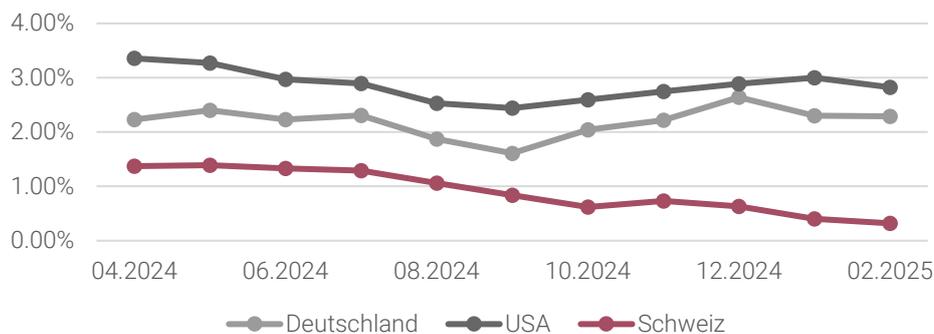
Trotz hoher Inflation flüchten die Anleger, getrieben von der höheren Volatilität an den Aktienmärkten, vermehrt in festverzinsliche US-Anleihen, was deren Kaufpreise ansteigen und entsprechend die Renditen sinken lässt. Dazu beigetragen hat aber auch die politische Dominanz der Republikaner in beiden Kongresskammern wodurch die Anhebung der Schuldenobergrenze im Februar diskussionslos durchgebracht werden konnte.

In Europa hat sich die Europäische Zentralbank (EZB) im ersten Quartal entschlossen, den Leitzins in zwei Schritten auf 2.5% zu senken. Damit reagiert Christine Lagarde, die Präsidentin der EZB, auf die rückläufigen Inflationszahlen und das nach wie vor angespannte Umfeld in der Realwirtschaft. Insbesondere das verarbeitende Gewerbe befindet sich seit längerem in der Krise, bedingt unter anderem durch eine rückläufige Nachfrage aus Fernost. Vor diesem Hintergrund sind die angekündigten Zölle der US-Regierung auf Waren aus der EU besonders ungünstig. Auch die Inflation ist in den vergangenen Monaten in der Eurozone zurückgekommen und liegt für den Monat März laut Schätzungen bei 2.2%. Dabei gibt es grosse Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern, wobei grosse Volkswirtschaften wie Frankreich oder Italien bereits seit einiger Zeit Inflationszahlen unter der 2%-Marke aufweisen und auch Spanien und Deutschland sich in den vergangenen Monaten der 2%-Marke angenähert haben.

In der Schweiz senkte die Nationalbank den Leitzins ebenfalls um ein Viertelprozent auf neu 0.25%. Damit kommt die Schweizer Geldpolitik wieder in die Reichweite von Negativzinsen, auch wenn solche noch nicht zur Diskussion stehen. Die Entscheidung wurde vor dem Hintergrund getroffen, die tiefe Inflation von 0.3% (Februar) im Zielband von 0% - 2% zu festigen, das schwache aber solide Wirtschaftswachstum zu stützen und den Franken unattraktiver zu machen. Denn die angekündigten Zölle der US-Regierung könnten die Schweizer Exportwirtschaft, im Speziellen die in der Schweiz stark vertretene Pharmabranche, gleich doppelt treffen. Zum einen direkt durch Zollabgaben, welche bei der Einfuhr von Schweizer Produkten in die USA anfallen, zum anderen durch die Aufwertung des Schweizer Frankens in Folge der geopolitischen Unsicherheit, was die Exporte weiter verteuern würde.

In Asien hat die Bank of Japan (BoJ) die Zinsen im Januar auf 0.5% erhöht und damit auf den höchsten Stand seit der Finanzkrise 2008. Angesichts des soliden Wirtschafts- und Lohnwachstums geht die BoJ davon aus, dass die Inflation nachhaltig hoch bleibt, was Zinserhöhungen rechtfertigt. Als Folge des Zinsanstiegs und der Unsicherheit in den USA legte der Yen gegenüber dem US-Dollar im ersten Quartal weiter zu.

Abbildung 2: Inflation über die Zeit (annualisierte Inflation)



## Marktdaten

<b>Aktienmärkte Perf.</b>	<b>2025*</b>
SPI	8.58%
DAX	11.32%
Euro Stoxx 50	7.66%
S&P 500	-4.27%
Nasdaq Composite	-10.42%
<b>Verfallrendite</b>	
<b>Staatsanleihen</b>	<b>in %</b>
10Y Schweizer Eidgenosse	0.56%
10Y Bundesanleihe DE	2.77%
10Y US Treasury	4.21%
<b>Goldpreis oz. Perf.</b>	<b>2025*</b>
in CHF	16.22%
in EUR	14.12%
in USD	19.04%
<b>Rohstoffe Perf.</b>	<b>2025*</b>
Öl Brent	3.55%

\* Performance in Lokalwährung per 31.03.2025  
Quelle: Refinitiv, Datastream

Quelle: Refinitiv, Datastream per 31.03.2025

## Finanz- und Kapitalmärkte

In den ersten Tagen des ersten Quartals 2025 schien es, als würden die Technologietitel sowie amerikanische Aktien ihren Höhenflug weiter fortsetzen. Die näher rückende Inauguration von Trump sowie die widersprüchlichen Aussagen seiner Administration führten dann jedoch zu erhöhter Volatilität und einer Trendumkehr an den Aktienmärkten.

Profiteure waren in einer ersten Phase die Aktien in Europa und der Schweiz, welche über das erste Quartal hinweg merklich zulegen konnten. Insbesondere Value-Titel, also solche mit relativ tiefen Aktienpreisen im Vergleich zu deren operationellen Einnahmen, konnten stärker zulegen als Wachstumsaktien. Weitere Faktoren, welche Europa und der Schweiz Auftrieb gaben, waren die fortlaufenden Zinssenkungen bei rückläufiger Inflation. Gleichzeitig stützten die Ankündigungen der neuen deutschen Regierung mehr Schulden aufzunehmen die Aktienkurse und trieben vereinzelte Sektoren gar auf neue Höchststände.

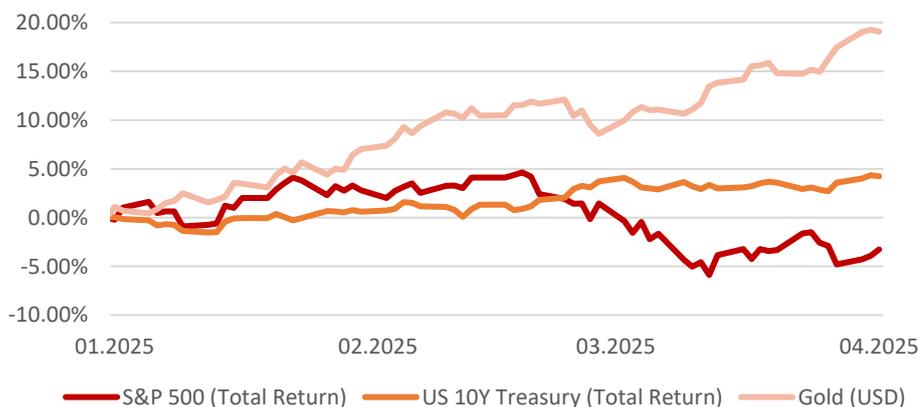
Profitieren konnten im speziellen deutsche Rüstungstitel wie Rheinmetall, welche wahrscheinlich eine Rolle bei der Aufrüstung der europäischen Streitkräfte spielen werden. Defensive Titel wie Nestlé konnten, nach einem bescheidenen 2024, im ersten Quartal 2025 stark zulegen. Weitere Schweizer Aktien, die positiv hervorgestochen sind, waren die Versicherungen sowie die Bluechips aus dem Gesundheitswesen, Novartis und Roche.

Im Industrievergleich mussten die Technologiewerte im ersten Quartal leiden. Neben den gesunkenen Zinssenkungserwartungen bei weiterhin hohen Zinsen in den USA führte die Veröffentlichung des DeepSeek-Modells für weitere Verunsicherung. Das Modell wurde ohne Chips der neuesten Generation und unter geringeren Kosten als die grössten amerikanischen Modelle produziert. Dies bedeutet eine Zäsur in der Industrie der künstlichen Intelligenz, da die Überzeugung am Markt vorherrschte, dass man nur mit noch teureren Chips und mehr Daten bessere Modelle bauen kann. Entsprechend verloren die auf die Entwicklung von solcher Trainingshardware spezialisierten Firmen, wie Nvidia oder Broadcom, am Markt. Dennoch konnten grosse Firmen wie Microsoft oder Nvidia ihre operativen Umsätze weiter kräftig steigern und sind nach wie vor höchstprofitabel.

Ebenfalls zu den Verlierern gehörten US-Firmen aus dem Nicht-Basiskonsumgüterbereich wie Reisebüros, Restaurant- und Hotelketten sowie Automobilbauer, welche auf Grund der Eintrübung der Konsumstimmung in den USA abgaben. Starke Kursrückgänge mussten die Automobilhersteller verzeichnen, die wegen der angedrohten und teilweise umgesetzten Zölle unter Druck kamen. Besonders ausgeprägt war der Kursrückgang bei Tesla, welche nicht nur auf Grund der Konsumentenstimmung in den USA, aber auch durch die Konkurrenz aus dem asiatischen Markt von Firmen wie BYD in Bedrängnis kam.

Die geopolitische Unsicherheit, nicht nur im Hinblick auf die US-Zollpolitik aber auch vor dem Hintergrund des Konfliktes in der Ukraine und dem Nahen Osten sowie den Spannungen rund um Taiwan, trieb die Anleger in sichere Anlagen wie Obligationen und Gold. Während die Umlaufrenditen in Europa in Erwartung neuer Schulden anstiegen, gingen die Umlaufrenditen für US-Staatspapiere kontinuierlich zurück. Einzige Konstante war daher das Gold, das seine Kursavancen aus dem letzten Jahr ohne grosse Unterbrechung im ersten Quartal fortsetzte. Neben der weiterhin hohen Nachfrage der Zentralbanken, stieg das Interesse unter Anlegern ebenfalls, was zu höheren Geldeingängen in Gold-ETFs mit physischer Hinterlegung führte. Auch die nach wie vor hohe Inflation dürfte viele Anleger dazu bewegt haben, neben festverzinslichen Obligationen Gold in ihr Portfolio zu mischen, was zusätzlich preistreibend gewirkt hat.

Abbildung 3: Totalrendite des S&P 500, 10Y US Treasuries und Gold für das Q1 2025



## Vermögensallokation

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

- Weiterhin halten wir ein Übergewicht in Liquidität und sind damit solide bei Marktbörsen aufgestellt
- Obligationen gewichten wir nach wie vor unter. Allerdings haben wir über das Quartal hinweg leicht Obligationen aufgebaut
- Bei den Obligationen fokussieren wir uns auf Qualität und Firmenobligationen von Unternehmen mit tiefer Verschuldung
- Weiterhin sind wir untergewichtet in Aktien und haben in der Aktienallokation ein tiefes Gewicht im US-Markt. Entsprechend sind wir auch in der Aktienkomponente defensiv aufgestellt
- In Gold bleiben wird angesichts der Unsicherheit um die US-Zölle übergewichtet und konnten damit im ersten Quartal eine gute Performance erzielen

Quelle: Refinitiv, Datastream per 31.03.2025

## Aktuelle Vermögensallokation

Im ersten Quartal des Jahres 2025 blieben wir bei unserer bisherigen, defensiv ausgerichteten Strategie. Nach wie vor halten wir ein Übergewicht in Gold und sind in Aktien und Obligationen untergewichtet. In der Aktienkomponente sind wir ausserdem übergewichtet im konservativen Schweizer Markt, während wir Wachstumstitel sowie den amerikanischen Markt stark untergewichtet haben. Entsprechend konnten die Mandate bei der Bank von Roll von der Börsensituation von Januar bis März profitieren und sowohl die interne Benchmark als auch die Konkurrenz bei Weitem performancemässig übertreffen.

Im Rahmen unserer Strategie führen wir periodisch Rebalancings durch. Dafür haben wir im Januar Gewinne auf Positionen, welche in den vergangenen Monaten stark gestiegen sind, realisiert, in dem wir Aktien reduziert haben. Dadurch haben wir unsere behutsame Positionierung gefestigt und waren vorbereitet für die volatilen Tage gegen Quartalsende.

Weiter unterstützt wurde die vorsichtige Allokation durch die Erhöhung des Obligationenanteils in den Mandaten. Dieser Schritt unternahm die Bank, um sich gezielt auf mögliche Marktverwerfungen im Zusammenhang mit der US-Politik vorzubereiten. Obligationen gelten als Alternative zu Aktien und sind grundsätzlich gefragt als sichere Anlage in Zeiten von hoher Volatilität am Aktienmarkt. Dies konnte auch in den letzten Tagen des ersten Quartals beobachtet werden, als erste Zollankündigungen den Aktienmarkt talwärts schickten, während Obligationen preislich stiegen.

Für das zweite Quartal gehen wir von weiteren Schwankungen an den globalen Märkten aus, getrieben von Ankündigungen aus dem Weissen Haus aber auch anderen geopolitischen Akteuren, die sich zunehmend über die internationalen Regeln hinwegsetzen. Gleichzeitig bleibt die Herausforderung einer erhöhten Inflation in grossen Teilen der Welt bestehen und könnte sich in Folge gegenseitiger Zölle weiter verschärfen. Dennoch bieten insbesondere Marktkorrekturen langfristig auch Einstiegschancen.



Kontakt

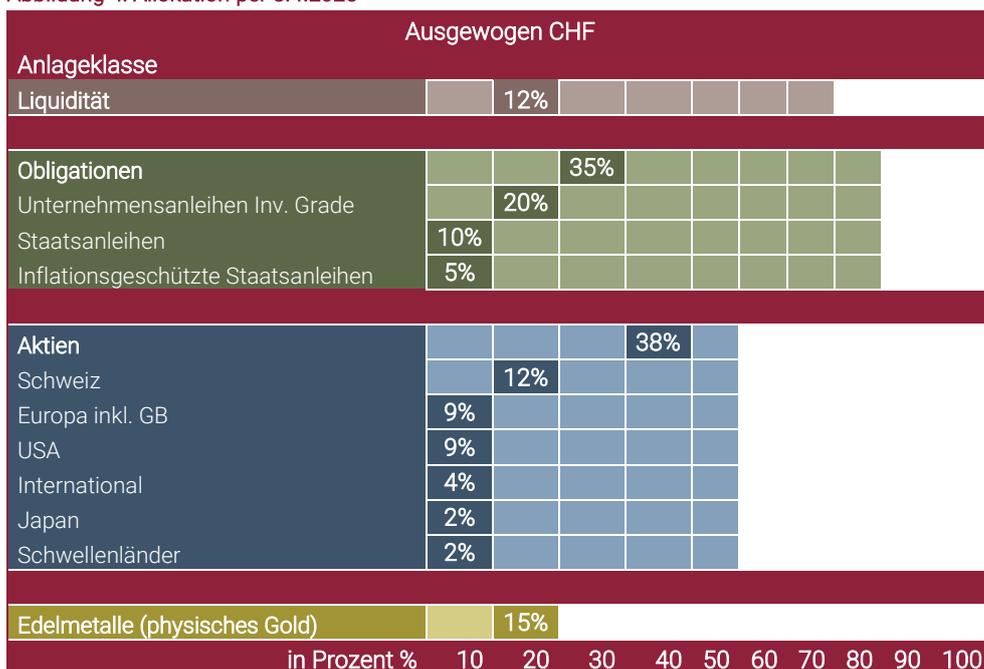
Bank von Roll AG  
Bleicherweg 37  
CH-8027 Zürich

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 Geschäftsentscheidungen 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 3.4.2025



Bericht wurde am 7.4.2025 erstellt

US-Präsident Donald Trump verkündete am 2. April 2025 im Rosengarten des Weissen Hauses den von ihm erdachten «Liberation Day». Im Rahmen dessen teilte Trump den Medien mit, dass reziproke Zölle gegenüber den meisten Ländern eingeführt werden. Reziprok bedeutet eigentlich, dass es sich um Gegenzölle zum Ausgleich bestehender Abgaben bei der Einfuhr von US-Waren in andere Staaten handelt. Die Trump-Administration sieht nicht nur die Zölle der Handelspartner als Abgaben, sondern auch eine Reihe anderer, nicht abschliessend definierter Faktoren. Der wichtigste Faktor ist dabei die Handelsbilanz zwischen den USA und ihren Handelspartnern. Trump betrachtet ein Defizit, also wenn die USA mehr importieren als exportieren, als negativ für sein Land. Ebenso wird dabei der grenzüberschreitende Handel mit Dienstleistungen wie zum Beispiel Abonnemente für Streamingdienste wie Netflix, aussen vorgelesen. Die so errechneten (zusätzlichen) Zölle nehmen teilweise extrem hohe Werte an und sind nicht selten im Bereich von 30% angesiedelt.

Nach der Ankündigung der Zölle verloren die grossen Aktienindizes stark und der Ausverkauf hält zum Erstellungszeitpunkt dieses Berichts an. Kräftige Kursverluste konnten insbesondere am Freitag, 4. April und Montag, 7. April beobachtet werden, nachdem die chinesische Regierung Gegenzölle androhte und Trump zusätzlich auch Zölle auf die bis dahin ausgenommene Pharmabranche ankündigte. Nach den grossen Tagesverlusten bleibt die Unsicherheit gross, da Potential für zukünftige Kursverluste vorhanden ist. Wenn Kredite mit Aktien oder Immobilien besichert sind und die Kurse plötzlich fallen, drohen Nachschussforderungen (Margin Calls). In der Folge müssen Vermögenswerte verkauft werden – was die Dynamik verschärft. Ein Effekt der aus der Finanzkrise 2008 bekannt ist.

Die Anleger verringerten ihre Aktienbestände und verlagerten einen Teil ihrer Liquidität in als sicherer angesehene festverzinsliche Anleihen. Auch die Rohstoffmärkte litten unter dem Verkaufsdruck, insbesondere Rohöl, das als Indikator für die zukünftige Wirtschaftslage gilt. Sogar Edelmetalle wie Gold verzeichneten Verluste.

Grosse Unsicherheit besteht auch in Bezug auf die nächsten Schritte, die die Trump-Administration machen wird, da ein Aufschub, Wegfall oder gar eine Erhöhung der Zölle im Bereich des Möglichen liegt. Dies konnte bereits in den Vormonaten mit den angekündigten, dann aufgeschobenen sowie anschliessend nur teilweise eingeführten Zöllen gegenüber Mexiko und Kanada beobachtet werden. Eine Verschärfung der Zollrunden konnte gegenüber China beobachtet werden, welches schon in der ersten Phase im Februar erhöhte Importzölle auferlegt bekommen hatte. Ebenfalls bleibt abzuwarten welche potentiellen Massnahmen die Europäische Union ergreift und wie schlussendlich Trump auf eventuelle Zölle auf US-Waren reagiert. Entsprechend sind die zukünftigen Entwicklungen schwer abzuschätzen und die Unsicherheit bleibt gross, auch wenn alle Handelspartner bekräftigen, gesprächsbereit zu sein.

Neben dem Fokus auf die Zollpolitik und den kurzfristigen Ankündigungen lohnt es sich auch, eine langfristige Betrachtung einzunehmen. Der US-Aktienmarkt war bereits seit Jahren fundamental hoch bewertet, und auch das Shiller-PE, ein etwas längerfristig ausgelegter Indikator für Bewertungsniveaus, deutete auf eine hohe Bewertung hin. Des Weiteren muss bedacht werden, dass ein übereilter Verkauf in einer Korrekturphase oft suboptimal ist, da die oft gleichartig überraschende Erholung verpasst wird. Es gilt daher die Devise: «Time in the market beats timing the market». Zu Deutsch bedeutet dies, dass Kunden mit einer langfristigen Anlage in ein auf ihre Risikopräferenzen zugeschnittenes Portfolio oft besser fahren, als mit überstürzten kurzfristigen Käufen und Verkäufen.

Die Bank von Roll ist nach wie vor defensiv positioniert, was sich in der Aktien- und Einzeltitelselektion spiegelt. Wir halten in unseren ausgewogenen Portfolios weniger als 40% Aktien, wobei die meisten Konkurrenzportfolios bei über 50% liegen. Zudem sind wir in US-Aktien schon länger stark untergewichtet und halten einen Grossteil unseres Portfolios in Anlagen wie Gold und Obligationen. Auch auf der Einzeltitelebene präferieren wir Unternehmen mit tiefer Verschuldung und solidem Businessmodell. Insgesamt sieht sich die Bank mit ihren stabilitätsorientierten Portfolios auch in dieser turbulenten Phase nach wie vor gut aufgestellt.

- Donald Trump kündigte am 2. April zusätzlich Zölle auf die meisten Länder der Welt an. Dabei wurde das Handelsbilanzdefizit gegenüber den USA als Berechnungsgrundlage verwendet
- Daraufhin haben die globalen Aktienmärkte sowie der US-amerikanische Markt stark nachgegeben
- Anleger bevorzugten sichere Anlagen wie festverzinsliche Anleihen, weshalb Preisanstiege bei Bonds beobachtet werden konnten
- Verkäufe während Kurskorrekturen zahlten sich historisch gesehen selten aus, da oft der Wiedereinstieg verpasst wurde
- Die Bank von Roll ist in Liquidität und beständigen Anlagen wie Gold übergewichtet sowie in Aktien untergewichtet

*Bericht wurde am 7.4.2025 erstellt*