



Marktkommentar

2. Quartal 2025

Konjunktur und Weltwirtschaft

Zu Beginn des zweiten Quartals gerieten die weltweiten Aktienmärkte unter Druck, nachdem die USA im Rahmen des «Liberation Days» neue Importzölle ankündigten. Wie wir bereits im letzten Quartalsbericht beleuchteten, zielt Donald Trump mit diesen Zöllen darauf ab, die Produktion zurück in die USA zu holen und das US-Handelsbilanzdefizit zu verringern.

Im Zuge dieser Ankündigungen legte der Goldpreis merklich zu und erreichte ein neues Rekordhoch, während konjunktursensitive Öl- und Bankwerte abgaben. Besonders bedeutend waren die Entwicklungen am Devisen- und Obligationenmarkt: Zum einen stieg die Umlaufrendite von amerikanischen Staatsanleihen merklich, ein Hinweis auf den temporären Vertrauensverlust der USA bei Investoren, zum anderen schwächte sich der US-Dollar über das Quartal hinweg kontinuierlich ab.

Schlussendlich sah sich Trump, vermutlich aufgrund potentiell steigender Refinanzierungskosten, gezwungen, seine Zollpolitik anzupassen, wenn auch nur vorläufig bis zum 9. Juli. Diese überraschende Kehrtwende führte zu starken Kursavancen an den Börsen. Im Verlaufe des Quartals fand die USA vorerst auch eine Einigung im Zollstreit mit der chinesischen Regierung was die globale Markterholung weiter unterstützte, sodass die amerikanischen Indizes bis zum Ende des Quartals wieder neue Rekordhöchststände erreichten.

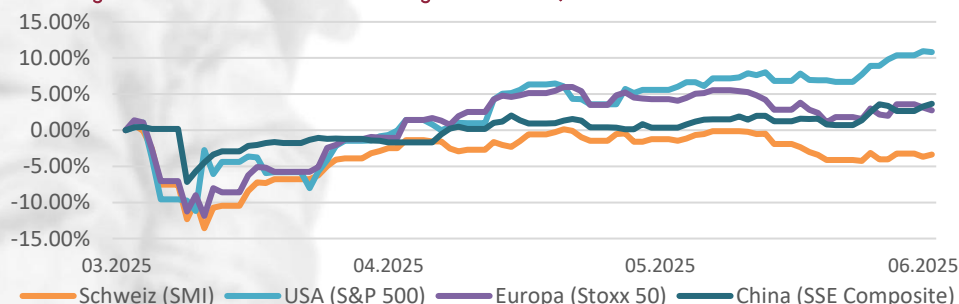
In Europa stand neben der US-Handelspolitik vor allem die neue Regierung in Deutschland im Fokus. Mit Friedrich Merz als neuem Kanzler plant Deutschland auf Infrastrukturinvestitionen und den Abbau von Bürokratie zu setzen, um die Wirtschaft zurück auf den Wachstumspfad zu bringen. Gelegen kommt ihm dabei, dass die Inflation im zweiten Quartal 2025 in Europa auf 2% zurückgegangen ist und infolgedessen die Europäische Zentralbank die Leitzinsen zweimal senkte, auf nun ebenfalls 2%.

Zum Ende des Quartals rückte der Konflikt im Nahen Osten, mit dem Angriff Israels auf den Iran und der Bombardierung der Nuklearanlagen durch die USA, zwischenzeitlich in den Fokus der Märkte. Als Folge stieg der Ölpreis erheblich, ehe sich die Situation rasch beruhigte. Damit richtet sich die Aufmerksamkeit der Anleger wieder auf den neunten Juli an dem sich die Anleger mehr Klarheit über das zukünftige Zollregime der USA erhoffen.

i Wichtigste Punkte

- Unsere Mandate konnten trotz Marktturbulenzen eine ansehnliche Rendite im ersten Halbjahr 2025 erwirtschaften
- Die von Trump angekündigten und dann pausierten Zölle führten zu starken Verlusten und einer ebenso raschen Erholung innert weniger Tage
- Im Nachgang zum «Liberation Day» verlor der US-Dollar gegenüber dem Euro und Schweizer Franken kontinuierlich
- Obligationen in Europa und der Schweiz profitierten von den Leitzinssenkungen im 2. Quartal 2025
- Gold profitierte von den konjunkturellen und geopolitischen Unsicherheiten und legte bis zum Ende des Quartals zweistellig zu
- Die Bank von Roll wurde von der renommierten Zeitschrift «BILANZ» als beste Schweizer Privatbank ausgezeichnet

Abbildung 1: Aktienindizes in Lokalwährung im zweiten Quartal



Quelle: LSEG Workspace, per 01.07.2025

Geldpolitik

Die amerikanische Zentralbank behielt über das zweite Quartal hinweg den Leitzins unverändert. Nach wie vor präsentiert sich der Jobmarkt in den USA robust, auch wenn sich eine Abkühlung bei den neu geschaffenen Stellen bemerkbar macht. Gleichzeitig sank die Inflation über das zweite Quartal hinweg aufgrund einer Abschwächung der Wirtschaft als auch durch den tiefen Ölpreis. Dennoch sieht das Fed-Gremium den Moment für Leitzinssenkungen noch nicht gekommen und belässt den Zins in der Spanne von 4.25% - 4.5% und verfolgt weiterhin eine Straffung der Geldmenge durch den Verkauf von Staatsanleihen. Insbesondere vor dem Hintergrund der US-Zölle und eines schwächer werdenden US-Dollars geht die Fed von mittelfristig höheren Inflationsraten aus und korrigierte die Prognose für das laufende Jahr nach oben.

Die Federal Reserve unter Jerome Powell geriet jedoch anderweitig in den Fokus der Märkte, nachdem Präsident Trump die geldpolitische Ausrichtung als zu passiv kritisierte. Denn die direkte Kritik an der Personalie Powell erhöhte die Sorge der Anleger um die Unabhängigkeit der amerikanischen Zentralbank. Die zunächst negativ aufgenommenen Spekulationen, angestossen durch Präsident Trump, um einen möglichen Führungswechsel bei der Federal Reserve sorgten im Frühjahr für temporären Verkaufsdruck auf Staatsanleihen, bevor sich die Marktstimmung bis Ende Juni wieder aufhellte. Ein möglicher Führungswechsel wird nun nicht mehr primär als Risiko für die Unabhängigkeit der Notenbank wahrgenommen, sondern vielmehr mit der Aussicht auf raschere Zinssenkungen verbunden.

Die Inflation in Europa ging im Verlauf des zweiten Quartals kontinuierlich zurück und erreichte im Mai mit 1.9% einen überraschend niedrigen Wert, gefolgt von 2.0 % im Juni. Auch in den grossen Wirtschaftsnationen der Eurozone setzte sich dieser Trend fort, mit Ausnahme Deutschlands, das als einziges der vier grössten Volkswirtschaften im Mai eine Inflationsrate leicht über der 2%-Marke verzeichnete. Getrieben wurde der Inflationsrückgang unter anderem durch die Aufwertung des Euro, rückläufige Ölpreise im Zuge globaler Konjunktursorgen sowie günstigen asiatischen Exporten, die aufgrund von Handelsbarrieren nicht mehr in die USA, sondern zunehmend nach Europa umgelenkt wurden. Dies verschaffte der Europäischen Zentralbank zusätzlichen Spielraum für geldpolitische Lockerungen. In der Folge senkte die EZB den Einlagensatz im zweiten Quartal in zwei Schritten auf 2% und betrachtet ihren geldpolitischen Kurs nun nicht mehr als restriktiv. Ausserdem deutete EZB-Präsidentin Christine Lagarde an, dass sich der Zinssenkungszyklus seinem Ende nähert, betonte jedoch zugleich die gestiegenen konjunkturellen Abwärtsrisiken infolge der US-Zölle. Sollte sich das wirtschaftliche Umfeld weiter eintrüben oder die Inflation nicht nachhaltig unter die 2%-Prozent Marke zu liegen kommen, sei die EZB bereit, adäquat zu reagieren.

Der starke Schweizer Franken in Kombination mit sehr tiefen Energiepreisen, im Nachgang an den «Liberation Day», liess die Inflation in der Schweiz in den leicht negativen Bereich abrutschen. Eindrücklich zeigte sich dies bei den Inflationsdaten von Importgütern, welche sich dank der Aufwertung der Schweizer Währung im Mai um 2.4% vergünstigten. Allerdings bleibt abzuwarten, wie nachhaltig der Inflationsrückgang ist, da die preislich stark gesunkenen Energieträger heftigen Preisschwankungen unterliegen und auch der Schweizer Franken sich nicht unendlich stark aufwerten kann. Dennoch senkte die Schweizerische Nationalbank in Anbetracht der negativen Gesamtinflation die Leitzinsen weiter auf 0%, womit Negativzinsen wieder in Reichweite sind.

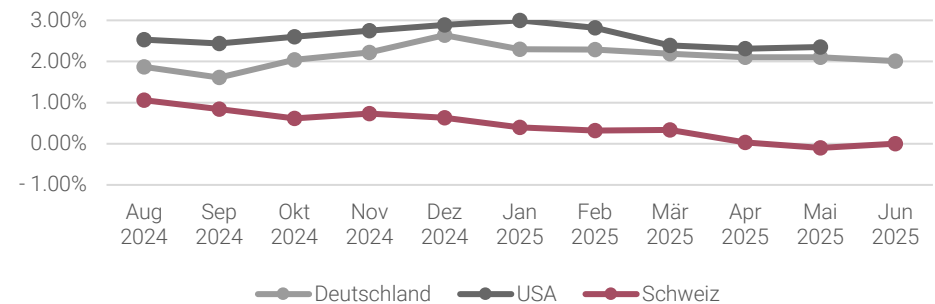


Marktdaten

Aktienmärkte Perf.	2025*
SPI	7.12%
DAX	18.91%
Euro Stoxx 50	10.61%
S&P 500	6.09%
Nasdaq Composite	4.62%
Verfallrendite	
Staatsanleihen	in %
10Y Schweizer Eidgenosse	0.40%
10Y Bundesanleihe DE	2.62%
10Y US Treasury	4.25%
Goldpreis oz. Perf.	2025*
in CHF	11.35%
in EUR	11.93%
in USD	27.32%
Rohstoffe Perf.	2025*
Öl Brent	-0.32%

* Performance in Lokalwährung per 01.07.2025
Quelle: LSEG Workspace

Abbildung 2: Inflation über die Zeit (annualisierte Inflation)



Quelle: LSEG Workspace, per 01.07.2025

Finanz- und Kapitalmärkte

Die Auswirkungen der politischen Unsicherheit unter der US-Administration manifestierten sich deutlich am Markt für Anleihen. Insbesondere US-Treasuries gerieten in den Fokus der Investoren, da sie traditionell als sichere Anlageklasse gelten, da der amerikanische Staat mit seiner ganzen Finanzkraft für die Rückzahlung der Schuldpapiere bürgt. Doch dieses Vertrauen erlitt im Zuge der politischen Rhetorik rund um den sogenannten «Liberation Day» erste Risse. Eigentlich flüchten in Zeiten erhöhter Volatilität am Aktienmarkt viele Anleger in US-Staatsanleihen, was zu einem Rückgang der Renditen 10-jähriger Treasuries führt. Der Sekundärmarkt verzeichnete jedoch verstärkt Verkäufe, und auch die Nachfrage bei Primäremissionen blieb hinter den Erwartungen zurück. Die Folge war ein deutlicher Renditeanstieg, was die Refinanzierungskosten der Vereinigten Staaten in die Höhe treibt.

Dieser Vertrauensverlust dürfte massgeblich zum späteren Kurswechsel der US-Regierung hinsichtlich der geplanten Zölle beigetragen haben. Trotz der temporären Beruhigung des Marktes veranlasste das Ereignis zahlreiche institutionelle Investoren, ihr USD-Exposure, insbesondere in Form von Treasuries, zu überdenken. Auch China, einer der grössten Gläubiger der USA, hat seine Bestände an US-Staatsanleihen in den letzten Jahren sukzessive reduziert. Verstärkt wurde die Abkehr der Investoren von Treasuries durch die von Präsident Trump initiierte „Big Beautiful Bill“, welche das strukturelle Defizit ausweiten dürfte, sowie durch die Herabstufung der US-Kreditwürdigkeit durch Moody's. Diese Entwicklungen unterminieren das Vertrauen in die fiskalische Solidität der Vereinigten Staaten und bestärken viele Marktteilnehmer in der Entscheidung, ihr Exposure in US-Staatsanleihen zu reduzieren.

Obwohl man diese Indizien ernst nehmen muss, sind sie noch nicht alarmierend. Die USA verfügen über die fiskalische Fähigkeit, ihre Schulden zu bedienen, dank dem Recht des Staates, die reichste Bevölkerung sowie die weltweit wertvollsten Unternehmen zu besteuern. Darüber hinaus verfügen die Vereinigten Staaten von Amerika über führende Technologieunternehmen, renommierte Universitäten, eine wachsende und im Vergleich zu Europa junge Bevölkerung sowie umfangreiche Rohstoffvorkommen. Zudem waren sowohl das Schuldenniveau relativ zum BIP als auch die Zinslast gemessen an den Staatseinnahmen in der Vergangenheit, insbesondere in den 1990er Jahren, bereits höher als heute. Auch gegenüber europäischen Volkswirtschaften zeigt sich die derzeitige US-Verschuldung auf einem ähnlichen relativen Niveau.

Trotz der Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Zöllen und Zinsen präsentierten viele Unternehmen solide bis herausragende Quartalsergebnisse. Gleichzeitig wurden jedoch vielfach die Prognosen nach unten angepasst oder ganz zurückgezogen. FedEx ist hierfür ein typisches Beispiel: Obwohl das Unternehmen starke Zahlen vorlegte, wurde der Ausblick deutlich reduziert, was vor allem auf ein sich abschwächendes Cross-Border-Geschäft zurückzuführen ist. Besonders stark reagierte der Markt auf den Quartalsbericht der SAP-Aktie, die im Tagesverlauf um mehr als 10% zulegte. Auch Microsoft beeindruckte mit einem währungsbereinigten Gewinnwachstum von 19 %, getrieben durch die steigende Nachfrage nach Cloud-Diensten, insbesondere im Bereich künstliche Intelligenz. Bei den Automobilherstellern wie General Motors und Ford sind hingegen bereits erste finanzielle Auswirkungen der Zollpolitik spürbar. Beide Unternehmen erwarten eine Mehrbelastung in Milliardenhöhe. Zu den Gewinnern gehörten im zweiten Quartal auch Rüstungstitel wie Rheinmetall, welche von den geopolitischen Unsicherheiten profitierten.

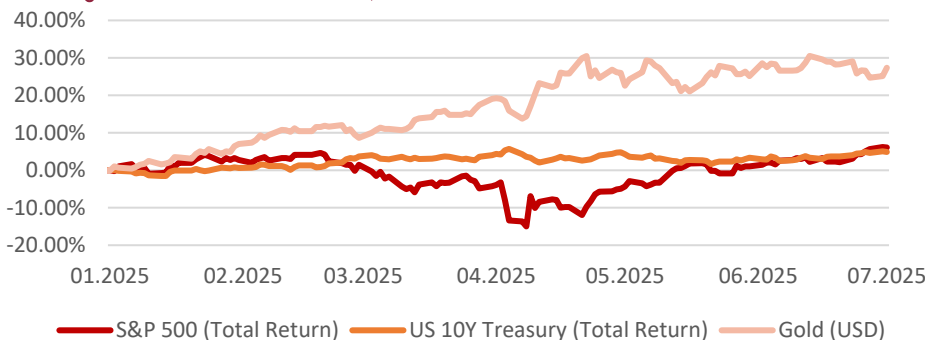


Vermögensallokation

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

- Im zweiten Quartal 2025 haben wir unsere Liquiditätsposition weiter leicht reduziert und in festverzinsliche Anleihen umgeschichtet. Dennoch halten wir nach wie vor ein Übergewicht in Liquidität um eine gute Handlungsfähigkeit zu behalten
- Durch die sinkenden Zinsen konnten die Obligationen Kapitalgewinne aus dem zweiten Quartal 2025 mitnehmen
- Neben Emerging Markets erhielten sich auch die amerikanischen Indizes rasant. Für ausländische Investoren bleibt jedoch mit der USD-Korrektur nicht mehr viel davon übrig, weshalb wir an einem tiefen US-Exposure festhalten
- In Gold bleiben wird angesichts der noch immer grossen Unsicherheit übergewichtet

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



Quelle: LSEG Workspace, per 01.07.2025

Aktuelle Vermögensallokation

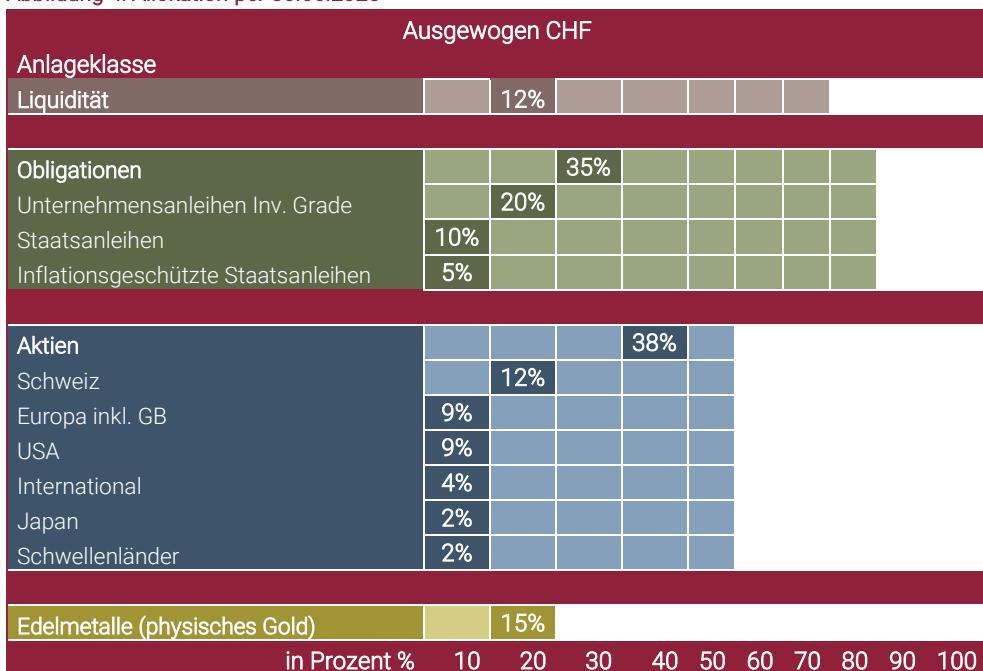
Unsere strategische Kernpositionen erwiesen sich im zweiten Quartal erneut als signifikante Performance-Treiber. Zum einen half den Portfolios der prononcierte Fokus auf Gold, die Rendite in der turbulenten Marktphase zu halten oder gar auszubauen. Auch die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten sowie die fiskalische Unsicherheit in den USA hatten aufgrund unserer ausgeprägten Goldpositionierung nur begrenzte Auswirkungen auf unsere Vermögensverwaltungsportfolios. Parallel dazu profitierten unsere Kunden von einem konsequenten Untergewicht in US-Aktien sowie im US-Dollar im Vergleich zur Konkurrenz. Die USD-Schwäche, die sich im ersten Halbjahr in einer Abwertung von rund 12% gegenüber dem Schweizer Franken und dem Euro widerspiegelte, führte entsprechend zu einer Outperformance unserer Portfolios gegenüber jenen der Peergroup. Zwar wirkte sich die starke Aktienrallye am US-Markt im späteren Quartalsverlauf leicht dämpfend auf den Vorsprung aus, die anhaltende USD-Schwäche kompensierte diesen Effekt jedoch weitgehend. Auch die selektierten Aktien, welche wir in unseren sektoral und regional diversifizierten Portfolios halten, konnten überzeugen. Mit SAP und Microsoft halten wir zwei hochqualitative Technologietitel mit starken Quartalszahlen. Auch das gezielte Exposure zu Emerging Markets erwies sich als richtig.

Im Bereich der Liquiditätssteuerung haben wir weitere Fortschritte erzielt, indem wir zum Beispiel beim CHF-Mandat einen Teil der freien Liquidität gezielt in zwei festverzinsliche Schweizer Obligationenfonds mit hohem Unternehmensanteil umgeschichteten. Dadurch kann der erwartete Zinsertrag unserer Mandate optimiert und die Liquidität gezielt reduziert werden. Auch in den USD-Mandaten wurden kleinere Adjustierungen vorgenommen. Unter anderem wurde eine Unternehmensanleihe als Ersatz für die ausgelaufene Pepsi-Obligation ins Portfolio aufgenommen. Die Entscheidung zugunsten des neuen Emittenten basiert auf dessen solider Kapitalstruktur sowie einem überzeugenden langfristigen Geschäftsausblick, welcher durch die aktuellen Quartalszahlen bestätigt wurde.

Insgesamt blicken wir auf ein erfolgreiches erstes Halbjahr zurück und sind stolz, unseren Kunden eine solide Wertentwicklung geboten zu haben. Besonders erfreulich ist in diesem Zusammenhang die Auszeichnung durch das renommierte Wirtschaftsmagazin «BILANZ», das unsere Bank im Rahmen eines «Mystery Shoppings» zur besten Privatbank und zur Gesamtsiegerin unter rund 100 bewerteten nationalen und internationalen Instituten gekürt hat. Diese Anerkennung ist Ausdruck unseres konsequenten Qualitätsanspruchs und unseres fundierten Handwerks und zugleich Ansporn, diesen hohen Standard auch künftig unseren Kunden zu bieten.

Mit Blick auf das zweite Halbjahr rückt die US-Zollpolitik unter Präsident Trump, mit dem Auslaufen der Zollpause am 9. Juli, wieder verstärkt in den Fokus. Angesichts eines zunehmend anspruchsvollen geopolitischen und makroökonomischen Umfelds sehen wir unsere Mandate robust positioniert und solide vorbereitet für ein volatiles zweites Halbjahr.

Abbildung 4: Allokation per 30.06.2025



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.