

# Halbjahreskommentar

## Die Märkte schliessen ein chaotisches erstes Halbjahr schliesslich im Plus ab

Halbjahreswechsel verlaufen an den Finanzmärkten und bei Vermögensverwaltern regelmässig nach einem bekannten Muster: Es wird Bilanz gezogen, analysiert was funktioniert hat und versucht abzuschätzen, was künftig Erfolg bringen könnte. Die Strategen grosser Investmentbanken erläutern, weshalb ihre Prognosen nicht eingetroffen sind und weshalb man ihnen dennoch weiter Gehör schenken sollte.

Auch der Juli 2025 wird keine Ausnahme von dieser Regel sein, wenngleich man zugeben muss (nicht zuletzt zur Entlastung der Strategen der Investmentbanken), dass die Marktentwicklung seit dem Jahresbeginn ziemlich speziell und aussergewöhnlich verlief.

Die Zwischenbilanz des ersten Halbjahres zeigt eine uneinheitliche Entwicklung der wichtigsten Anlageklassen (in CHF), geprägt von einem insgesamt bewegten Börsenumfeld.

### Entwicklung der Indizes per 30.06.25 (in CHF)

Schweiz	<b>SMI</b>	<b>2.8%</b>
	<b>SMIM</b>	<b>7.0%</b>
	<b>SLI</b>	<b>2.2%</b>
Europa	<b>EURO STOXX 50</b>	<b>6.8%</b>
USA	<b>Dow Jones</b>	<b>-9.4%</b>
	<b>S&amp;P 500</b>	<b>-7.8%</b>
	<b>Nasdaq Comp.</b>	<b>-7.8%</b>
Japan	<b>NIKKEI</b>	<b>-2.3%</b>
China	<b>CSI 300</b>	<b>-10.9%</b>
Immobilien Schweiz	<b>SXI Real Estate</b>	<b>7.0%</b>
Obligationen CHF	<b>Swiss Bond Index</b>	<b>-0.6%</b>
Gold	<b>1kg in CHF</b>	<b>10.0%</b>
<b>EUR/CHF</b>		<b>-0.6%</b>
<b>USD/CHF</b>		<b>-12.6%</b>

## Mehr Angst als Schaden

Das erste Halbjahr endet je nach Anlageklasse und Markt mit teils deutlich unterschiedlichen Performances. Besonders ausgeprägt ist diese Divergenz aus Sicht eines Schweizer Anlegers, der die Entwicklung seines Vermögens in Schweizer Franken (CHF) misst.

Seit Januar verzeichneten die Leitindizes der wichtigsten Börsenplätze eine Achterbahnfahrt zwischen historischer Höchststände, kräftigen Rückschlägen und überraschend starken Erholungen. Rückblickend lässt sich festhalten: Das Schlimmste konnte offenbar abgewendet werden.

In diesem bewegten Marktumfeld lässt sich feststellen, dass allein das zweite Quartal eines der stürmischsten der letzten Jahre war. Unmittelbar nach dem „Liberation Day“, am 2. April, löste die Ankündigung von Donald Trump, übermässig hohe «reziproke» US-Zölle einzuführen, eine massive Verkaufswelle an den Finanzmärkten aus. Die globalen Börsen stürzten in eine selten dagewesene Panik.

Der amerikanische Leitindex S&P 500 verzeichnete an diesen Tagen den fünfstärksten zweitägigen Kursrückgang seit dem Zweiten Weltkrieg (-11 %).

Auch die Schweizer Aktienindizes gerieten stark unter Druck und fielen auf das Niveau von Ende 2023 zurück, womit innerhalb kürzester Zeit rund 15 Monate positiver Performance vernichtet wurden. Die entstandene Panik an den Märkten sowie die deutliche Korrektur an den Aktienbörsen führten weltweit zu einem mehrtägigen Achterbahnfahrt und liessen die Volatilität sprunghaft ansteigen. Sie erreichte ein Niveau wie zuletzt im März 2020 zu Beginn der Corona-Krise (siehe Grafik unten).

### Volatilität der US-Aktien von 2019 bis 2025



Nicht einmal Staatsanleihen, insbesondere US-Treasuries, boten Anlegern Schutz. Ihre Kurse gerieten ebenfalls unter Druck, da die angekündigten Zölle Inflationsängste schürten. Parallel dazu verlor der US-Dollar deutlich an Wert, als Reaktion auf die kaum nachvollziehbare Wirtschafts- und Handelspolitik des US-Präsidenten.

Neben dem traditionell stabilen Schweizer Franken erwies sich einzig Gold erneut als verlässlicher sicherer Hafen. Das Edelmetall profitierte zeitweise von der allgemeinen Verunsicherung und erreichte neue Rekordhöhen. Erstmals überschritt der Preis die symbolische Marke von USD 3'500 je Unze.

Gerade nur eine Woche später sah sich Donald Trump gezwungen, einen Rückzieher zu machen.

Während der US-Anleihemarkt bereits am Rande einer schweren Vertrauenskrise stand, die Rendite 30-jähriger US-Staatsanleihen war innerhalb von zwei Handelstagen um 40 Basispunkte auf über 5% gestiegen und hatte damit eine kritische Schwelle überschritten, kündigte Präsident Trump ein 90-tägiges Moratorium für die sogenannten reziproken Zölle an. Dieses sollte zunächst bis zum 9. Juli gelten und wurde neuesten Angaben zufolge bis zum 1. August verlängert. Ziel war es, Verhandlungen mit den vermeintlichen „Handelspartnern“ aufzunehmen.

Nach dieser Ankündigung, begleitet von einem skandalösen Insiderhandel und einer dreisten, gezielten Marktmanipulation durch den milliardenschweren Präsidenten, verzeichnete der S&P 500 mit einem Plus von 10% seine stärkste Tagesperformance seit Oktober 2008.

In der Folge wurde nahezu jede neue Drohung des US-Präsidenten rasch wieder zurückgenommen. Eine Taktik, die an den Märkten bald unter dem Kürzel „TACO“ bekannt wurde: Trump Always Chickens Out. Frei übersetzt: Trump knickt am Ende doch immer ein.

Die Anleger haben sich letztlich sozusagen an die lauten Ankündigungen und ebenso spektakulären wie blamablen Rückzieher gewöhnt. Die Volatilität ging spürbar zurück, möglicherweise ein Zeichen zunehmender Resilienz oder schlicht für eine gewisse Nachlässigkeit im Verhalten der Märkte.

Selbst Gold zeigte kein weiteres Aufwärtspotenzial und stabilisierte sich seit Mitte April bei rund USD 3'300.00 je Unze, was in Schweizer Franken etwa CHF 85'000.00 pro Kilogramm entspricht und damit dem Niveau von Anfang Februar.

Trotzdem führte die unberechenbare US-Politik und das mitunter theatralische, teils groteske Hin und Her des Präsidenten zu erheblicher wirtschaftlicher Verunsicherung, sowohl bei Unternehmen als auch bei Konsumenten. In diesem angespannten, teils von Angst geprägten Umfeld, wurden Investitionsvorhaben zunehmend vertagt und grössere Konsumausgaben zurückgestellt.

Allerdings führte die zunehmende Entspannung im Hinblick auf eine schwere Rezession, Fortschritte bei den Handelsverhandlungen sowie erfreuliche makroökonomische Daten, etwa eine stabile Inflation und niedrige Arbeitslosigkeit, allmählich zu einer spürbaren Erleichterung unter den Anlegern.

Diese zunehmend optimistische Sichtweise, das berühmte „halb volle Glas“, führte im Laufe des Mai zu einer deutlichen Erholung. Einige Indizes, wie etwa an der Wall Street (und in etwas geringerem Mass auch in Europa), erreichten dabei sogar wieder ihre historischen Höchststände (siehe Grafik unten; EURO STOXX 50 und S&P 500 in Landeswährung über 5 Jahre).

### Europäische und US-Aktien auf Jahreshöchststand!



Das zeigt, dass die Anleger optimistisch bleiben, viele gehen davon aus, dass neue US-Zölle gegenüber der EU mit 10-15% eher moderat ausfallen, was nur zu einem leichten Anstieg der Inflation und einer akzeptablen Verlangsamung des Wachstums führen würde. Dies sollte die Aktienmärkte trotz der relativ hohen Bewertungen in den USA und in Europa stützen.

### Schweizer Indizes durch starken Franken benachteiligt

#### Entwicklung der drei Schweizer Aktienindizes SMI, SMIM und SLI im 2025



Die Schweizer Indizes konnten im ersten Halbjahr zulegen, sind aber weiterhin von den Höchstständen, die sie im Februar und März erreicht hatten, entfernt.

Im Vergleich zu den anderen Märkten (dem deutschen DAX, zum Beispiel) blieben sie deutlich zurück, wobei hauptsächlich die Aufwertung des Frankens (+14,6% über sechs Monate gegenüber dem Dollar) diese durchwachsene Performance erklärt.

Auch das hohe US-Exposure vieler Schweizer Unternehmen, insbesondere der Pharmaindustrie (Novartis, Roche, aber auch Lonza und unsere Spezialisten für Medizintechnik wie Sonova und Straumann), spielt ebenfalls eine wichtige Rolle.

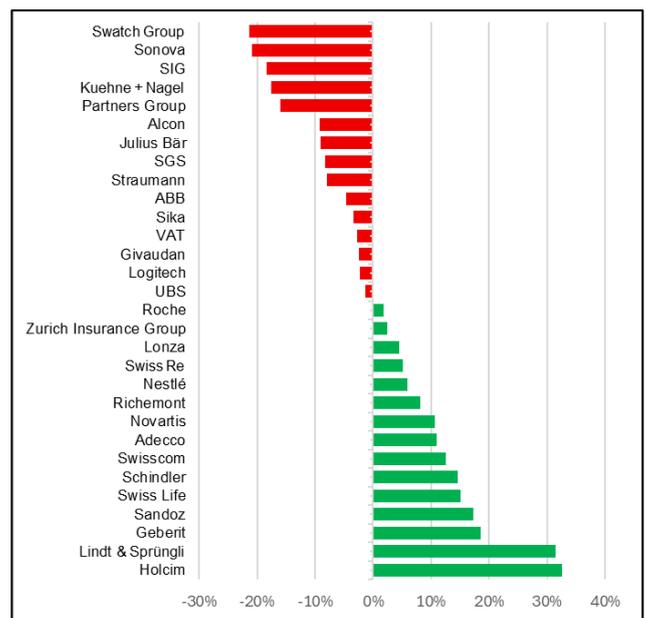
Dazu kommt, dass neue Zölle auf einzelne Sektoren weiterhin im Raum stehen, was für Unsicherheit bei Exportfirmen sorgt.

Die defensiven Werte (Nahrungsmittel, Telekommunikation), die zunächst vor dem amerikanischen Zorn geschützt waren, wurden schliesslich nur kurzzeitig begünstigt und die Rückkehr der Anleger nach dem Debakel von Anfang April erfolgte hauptsächlich bei zyklischen Aktien und Werten die stärker auf das Wirtschaftswachstum reagieren.

In diesem sehr besonderen Börsenumfeld ist hervorzuheben, dass die Performance der 30 Aktientitel des SLI (Swiss Leader Index) durch eine ungewöhnlich hohe Diskrepanz (siehe Tabelle unten) geprägt war.

Über 50% trennen den Spitzenreiter Lindt & Sprüngli vom Schlusslicht der Swatch Group, obwohl beide im Konsumsektor tätig sind.

#### Entwicklung der SLI-Aktien im 2025



In Bezug auf den Zürcher Schokoladenhersteller ist seine Ausrichtung auf das Premiumsegment hervorzuheben, die es ihm ermöglicht, Preiserhöhungen weiterzugeben, ohne die Nachfrage zu sehr zu beeinträchtigen, sowie die „lokale“ Produktion, insbesondere mit fünf Standorten in den USA, wo der Konzern etwas mehr als ein Drittel seines Umsatzes erwirtschaftet.

Der Bieler Uhrenhersteller hingegen wurde, nachdem er bereits 2024 in Bezug auf das Wachstum stark enttäuscht hatte, von einem weiteren Rückgang der Uhrenexporte in diesem Jahr belastet. Der Uhrenbereich macht 85% des Konzernumsatzes aus, während zum Vergleich sein Genfer Rivale Richemont mehr als die Hälfte (54%) der Einnahmen aus dem Schmuckgeschäft erzielt. Zusätzlich hängt die Swatch Group stark von den chinesischen Konsumenten ab, die seit dem Ende der Covid-Einschränkungen weiterhin sehr zurückhaltend bei den Ausgaben sind.

Zu den Top-Performern in diesem Index, der besonders repräsentativ für die Schweizer Börse ist, gehören mehrere Werte aus dem Bausektor, die von ihrem stärkeren Engagement in den europäischen Volkswirtschaften profitieren.

Der Sanitärtechnikhersteller Geberit und der Aufzugs- und Rolltreppenspezialist Schindler schneiden in diesem Umfeld sehr positiv ab.

Der Zementhersteller Holcim wurde gegen Ende des Halbjahres vom Spin-off seines US-Geschäfts getragen, das neu unter dem Namen Amrize sowohl in Zürich als auch an der Wall Street kotiert ist (wir empfehlen, die Aktie vorerst im Depot zu belassen). Seit dieser Abspaltung ist der Holcim-Aktienkurs um 22 % gestiegen.

Von den drei Schwergewichten, die zusammen über ein Viertel des SLI (und die Hälfte des SMI) ausmachen, hat Novartis eindeutig am stärksten zugelegt und nähert sich seinem Höchststand von Anfang März.

Nestlé gehört ebenfalls zu den Titeln, die den Schock des „Liberation Day“ am besten verkraftet haben und seit Jahresbeginn eine positive Performance zeigen. Dennoch liegt die Aktie, belastet durch eine nachlassende US-Konsumnachfrage und weiteren strategischen „Herausforderungen“, derzeit deutlich unter ihrem Stand von Anfang April.

Roche, welche zu Jahresbeginn vorübergehend einen Kursanstieg von über 20 % verzeichnen konnte, liegt inzwischen nahezu wieder auf dem Stand von Januar, unter anderem aufgrund mehrerer Rückschläge bei klinischen Studien.

In der Schweiz kam jedoch ein weiterer wirtschaftlicher Aspekt hinzu, der die Lage zusätzlich belastete. Nachdem die Schweizerische Nationalbank (SNB) im Juni den Leitzins auf 0 % gesenkt hat, zeichnet sich eine neue Investitionskrise ab. Wir befinden uns nun erneut in einem Szenario, wie es bereits zwischen 2015 und 2022 in der Schweiz vorherrschte, geprägt von Negativzinsen und (nahezu) null Renditen auf Anleihen.

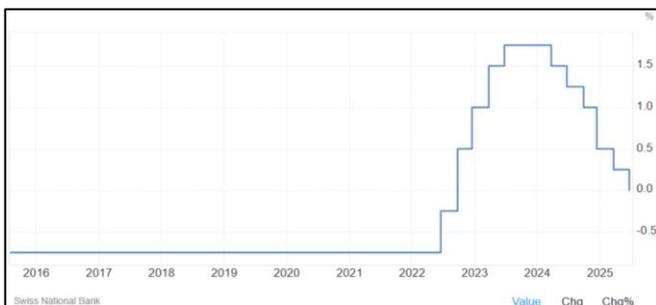
Diese geldpolitische Situation führt zu einem besorgniserregenden Mangel an Anlagealternativen, sowohl für private als auch für institutionelle Investoren.

Wer sein Vermögen vor der inflationsbedingten Entwertung schützen und es langfristig erhalten oder ausbauen möchte, muss erneut auf Aktien und reale Vermögenswerte setzen (etwa in börsennotierte Immobiliengesellschaften oder Immobilienfonds).

In diesem Bereich sollten weiterhin erstklassige Schweizer Aktien mit hohen Dividenden bevorzugt werden, die weniger sensibel auf den Konjunkturzyklus reagieren.

Für Aktienanleger ist die Dividende in der Tat ein wesentlicher Treiber der langfristigen Gesamtperformance. Derzeit liegt die durchschnittliche Dividendenrendite des SLI bei rund 3 %.

### Leitzins der SNB seit 2015



## US-Indizes bereits wieder auf historischen Höchstständen

### Entwicklung des S&P500 und des Nasdaq im Jahr 2025 (in USD)



Der US-Aktienmarkt zeigte sich im vergangenen Halbjahr äusserst widerstandsfähig.

Auch wenn die Sechsmonatsperformance diesmal hinter jener einiger europäischer Indizes zurückblieb und für in Schweizer Franken rechnende Anleger sogar negativ ausfiel, konnten die grossen US-Indizes im Gegensatz zu ihren Pendanten in Europa Ende Juni ihre Höchststände vom Jahresanfang übertreffen.

In lokaler Währung (USD) legten der S&P 500 und der Nasdaq seit Januar um 5 % bzw. 6 % zu und machten damit die starken Verluste vom April wieder wett, was vor allem den Technologiewerten zu verdanken war. Diese profitierten insbesondere von gezielten Käufen privater Anleger, die die Kursschwäche zum Einstieg nutzten.

Die „Magnificent Seven“ (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla) machen weiterhin rund ein Drittel des S&P 500 und fast die Hälfte des technologieelastigen Nasdaq aus.

Gestützt auf solide Quartalszahlen waren sie eine der treibenden Kräfte hinter der im April begonnenen Erholung. Ihre Entwicklung im ersten Halbjahr verlief jedoch unterschiedlich: Während Tesla und Apple rund 16 % einbüssten, legten Meta (+23 %) und Microsoft (+17 %) deutlich zu, beide planen in diesem Jahr Milliardeninvestitionen in den Bereich der Künstlichen Intelligenz. Der Chiphersteller Nvidia eroberte derweil die Spitzenposition als weltweit höchstkapitalisiertes Unternehmen zurück. Der Ausnahmecharakter der amerikanischen Tech-Branche scheint ungebrochen.

Aber wie bereits erwähnt, gilt die positive Performance des US-Marktes nur in Dollar, für ausländische Anleger stellt sich die Situation anders dar. Sofern das Portfolio nicht gegen Wechselkursrisiken abgesichert wurde (was mit hohen Kosten verbunden ist), fällt die Rendite aufgrund des deutlichen Rückgangs der US-Währung (–13 % gegenüber dem Schweizer Franken) klar negativ aus. Der anhaltende Rückgang des US-Dollars war somit ein weiterer zentraler Faktor in der ersten Jahreshälfte, der Dollar-Index verzeichnete dabei seine schwächste Halbjahresperformance seit 1973. Der Absturz des Greenbacks wird hauptsächlich durch das Misstrauen ausländischer Investoren gegenüber der US-Wirtschaftspolitik und den amerikanischen Vermögenswerten getrieben; und das ist verständlich!

Man kann sich in der Tat Sorgen über die völlig unvernünftige Art und Weise machen, wie die US-Regierung mit der Staatsverschuldung umgeht.

Und man sollte sich daran erinnern, dass bereits vor der Einführung des Haushaltsgesetzes „Big Beautiful Bill“ von Donald Trump, das den Schuldenanteil am BIP weiter steigen lassen wird, das Konjunkturprogramm seines Vorgängers Joe Biden mehrere zusätzliche Schuldenlasten verursacht hatte.

## Europäische Werte gestützt durch Verteidigung und das deutsche Konjunkturprogramm

### Die Outperformance deutscher Aktien im 2025 im Vergleich zur Entwicklung französischer Aktien (in EUR)



Der Euro Stoxx 50 erzielte im ersten Halbjahr 2025 die beste Performance unter den wichtigsten Aktienmärkten (+8 %). Obwohl der Index, der die 50 grössten Werte der Eurozone umfasst, Ende Juni deutlich unter seinem Rekordstand von Anfang März lag, also einen Monat vor dem „Liberation Day“. Der Anstieg ist umso bemerkenswerter, da er in einem Umfeld stattfand, in dem der Euro gegenüber dem Dollar stark aufgewertet wurde (+14 %).

Die Aussicht auf eine Wiederbelebung des Wachstums in Europa, mit dem deutschen Konjunkturprogramm und der Aufgabe der sogenannten „Schuldenbremse“, der geldpolitischen Lockerung durch die Europäische Zentralbank (EZB) sowie der Suche nach einer kostengünstigen Alternative zu einem überbewerteten US-Markt, hat die europäischen Märkte beflügelt. Zudem wurden sie vom starken Anstieg der Rüstungswerte im Rahmen des umfassenden europäischen Aufrüstungsplans getragen.

Die europäischen Börsen haben den amerikanischen Markt im ersten Halbjahr seit einem Vierteljahrhundert nicht mehr so stark übertroffen.

Aber diese Outperformance ist jedoch sehr unausgewogen zwischen einem deutschen Markt auf einem historischen Höchststand mit einem Gewinn von über 20 % im ersten Halbjahr und einer Pariser Börse welche mit einem Plus von nur 4 % deutlich zurückbleibt (siehe Grafik oben).

Ein Titel, der exemplarisch für Europas Bestreben steht, seine Verteidigung zu stärken, ist in nur sechs Monaten um 185 % gestiegen: Rheinmetall (mittlerweile unter den Top 10 des deutschen DAX), hat seine Produktionskapazitäten für Munition und Kampfpanzer deutlich ausgebaut. Der Zementhersteller Heidelberg Materials (+67 %), ebenfalls ein Schwergewicht im DAX, wird häufig als einer der Hauptprofiteure des deutschen Konjunkturprogramms genannt, das auf die Modernisierung des Strassen- und Schienennetzes abzielt. Wie die spanische Santander (+59 %), die von einem Rekordgewinn im Jahr 2024 und einem ebenso starken ersten Quartal getragen wurde, gehörten auch Finanzwerte zu den wichtigsten Treibern der Performance des Euro Stoxx 50.

Am anderen Ende der Ranglisten zeigen Beispiele wie das Schlusslicht Stellantis (-30 %) oder Porsche (-27 %), die den DAX im negativen Sinne anführen, dass die Automobilbranche stark unter Druck stand. Gleiches gilt für den Luxusgütersektor (LVMH - 24 %, Kering -23 %). Beide Sektoren litten unter einer schwachen Nachfrage aus China sowie unter den drohenden Schutzzöllen von Donald Trump auf Konsumgüter des nicht lebensnotwendigen Bedarfs.

## Fazit

Zu Beginn des Sommers 2025, nach einem äusserst bewegten ersten Börsenhalbjahr, stellen wir erleichtert fest, dass alle unsere Vermögensverwaltungsmandate in den vergangenen sechs Monaten eine positive Rendite erzielt haben.

Die Übergewichtung von Schweizer Aktien innerhalb unserer Anlagestrategien sowie die konsequente Beimischung von Schweizer Immobilienfonds haben sich erneut bewährt. Auch unser strategisch geringer Anteil an Fremdwährungen in den Portfolios hat sich einmal mehr als sinnvoll erwiesen.

Das erste Halbjahr hat bereits eindrücklich gezeigt, dass sich Anleger nicht von den aktuellen Unsicherheiten aus der Ruhe bringen lassen sollten (seien es die „trumpschen“ Eskapaden, geopolitische Spannungen oder andauernde bewaffnete Konflikte, usw.).

Für den langfristigen Anlageerfolg ist es entscheidend, an der einmal definierten Anlagestrategie festzuhalten und investiert zu bleiben.

Der erfolgreiche Investor André Kostolany (den wir bereits in unserem Januar-Kommentar zitiert haben) brachte es einst auf den Punkt: „Kurzfristig ist es riskant, in Aktien zu investieren, langfristig ist es riskant, nicht in Aktien zu investieren.“

Es ist wie eine Achterbahnfahrt: Das emotionale Auf und Ab reicht von Angst und Nervenkitzel bis hin zu Freude und Zufriedenheit. Nur wer sich nicht vom Lärm an den Märkten entmutigen lässt, kann seine langfristigen finanziellen Ziele erreichen.

Trotz des aktuellen unsicheren Umfelds halten wir an unserer leichten Übergewichtung von Aktien fest, mit einem klaren Qualitätsfokus. Wir konzentrieren uns dabei auf Unternehmen mit starken Marktpositionen, soliden Geschäftsmodellen, gesunden Bilanzen (mit geringer Verschuldung), stabilen Margen, starken Marken und einer nachhaltigen Preissetzungsmacht.

Wir bleiben dem Prinzip der Diversifikation treu und setzen auf Unternehmen, die alle (früher oder später) vor allem in schwierigen Zeiten oder in Krisen durch ihre Widerstandskraft überzeugen.

Unsere Wahl fällt vor allem auf grosse und mittelgrosse kapitalisierte Unternehmen (unter Vermeidung zu kleiner Akteure in den Sektoren) unter Berücksichtigung einer Sektorallokation, die „old und new economy“, defensive Werte und Wachstumswerte mischt...

Unser inländischer Schwerpunkt und somit unsere Übergewichtung des Schweizer Frankens werden beibehalten.

**Adequaris Finance**  
Pascal Reynaud  
8. Juli 2025