

# Anlagepolitik



Wandelbarkeit

 **Luzerner  
Kantonalbank**

Q2 | 2025

Unsere Markteinschätzung

Seite 7

Fokusthema

In Zeiten des Umbruchs:

Risiken managen, Chancen nutzen

Seite 10

# Wandelbarkeit

Wandlungsfähigkeit ist essenziell für die Weiterentwicklung von Gesellschaft, Politik und Wirtschaft. In einer zunehmend globalisierten und technologisch geprägten Welt müssen Unternehmen, politische Systeme und Individuen flexibel auf Veränderungen reagieren. Wandlungsfähigkeit fördert Innovation und stärkt Resilienz in allen Bereichen, auch in der Finanzwelt und somit auch bei uns als Bank.

# EDITORIAL

Geschätzte Investorin, geschätzter Investor

Eigentlich schien der Jahresauftakt an den Finanzmärkten gelungen. Ab Mitte Februar schlug dann aber die Handelspolitik der neuen US-Regierung auf die Stimmung. So kamen Sorgen auf, Donald Trump könnte für seine Pläne bereit sein, kurzfristig auch schwaches Wachstum und sinkende Börsenkurse in Kauf zu nehmen.

## «Trotz der erhöhten Volatilität gilt es, positive langfristige Trends im Auge zu behalten.»

Einen Gegenpol stellte Deutschland mit seinen neuen Ausgabenplänen dar. Diese liessen die Anleiherenditen in der Eurozone und auch in der Schweiz deutlich steigen. Schon mit relativ kurz laufenden Anleihen lässt sich die Kontoverzinsung darum mittlerweile wieder schlagen.

Der Fokustext dieser Ausgabe beschäftigt sich mit den Auswirkungen der derzeitigen Neuausrichtung der USA in vielen Politikfeldern auf die Finanzmärkte. Für die damit einhergehende höhere Volatilität sollten Portfolios fit gemacht werden. Für einen kompletten Ausstieg aus den Märkten ist sie allerdings kein Grund.

Ich wünsche Ihnen eine interessante Lektüre.

Ihr Björn Eberhardt,  
Leiter Investment Office



Unsere Einschätzung  
in einem kurzen Video



**Björn Eberhardt**  
Leiter Investment Office

## INHALT

- 4 | Highlights
- 6 | Basisszenario
- 7 | Markteinschätzung
- 8 | Konjunktur und Geldpolitik
- 10 | Fokus - In Zeiten des Umbruchs: Risiken managen, Chancen nutzen
- 14 | Festverzinsliche Anlagen
- 16 | Aktienmärkte
- 18 | Rohstoffe
- 20 | Immobilien
- 22 | Marktüberblick
- 23 | Makroprognosen

# HIGHLIGHTS

## MAKRO- UND RISIKO-UMFELD

Unsere Indikatoren deuten auf ein intaktes Umfeld für die Finanzmärkte hin. Zwar bessert sich die Liquidität, und die Risikobereitschaft ist trotz leichten Rückgangs immer noch hoch. Gleichzeitig schwächt sich das Wachstum bei noch erhöhter Inflation ab.

■ 1. Quartal 2025    ■ 2. Quartal 2025



**LIQUIDITÄT**

Der Liquiditätsindikator hat sich etwas verbessert, u.a. wegen der Leitzinssenkungen und der Markterwartung weiterer Fed-Zinsschritte in diesem Jahr.



**RISIKO-UMFELD**

Die Risikobereitschaft hat durch den Rücksetzer bei den US-Aktien einen leichten Dämpfer erhalten, der aber durch die gute Performance in anderen Märkten kompensiert wurde.



**WACHSTUM**

Der Wachstumsausblick hat sich vor allem wegen der US-Daten zu Jahresbeginn leicht eingetrübt. Die Unsicherheit ist aktuell erhöht und stellt einen Gegenwind dar.



**INFLATION**

Der Inflationsrückgang stockt weiter, vor allem in den USA. In den kommenden Monaten ist mit wenig Fortschritt zu rechnen, auch wegen der US-Zölle.

## UNSERE POSITIONIERUNG

Liquidität	■
Festverzinsliche Anlagen	▷ ■
Aktienmärkte	■ ◁
Immobilien	■
Edelmetalle und Rohstoffe	■

◁▷ Veränderung    ■ stärker untergewichtet    ■ leicht untergewichtet    ■ neutral    ■ leicht übergewichtet    ■ stärker übergewichtet



## FOKUSTHEMA

### In Zeiten des Umbruchs: Risiken managen, Chancen nutzen

Unter der neuen US-Regierung hat die Unsicherheit deutlich zugenommen und die US-Sonderstellung kommt zunehmend unter Druck. Eine durchdachte Diversifikation sowie eine aktive und enge Portfolioüberwachung sind in diesen Zeiten entscheidend.

## AKTIEN

Aufgrund der erhöhten Unsicherheit halten wir es für angemessen, die Aktienquote auf eine neutrale Positionierung zu reduzieren. Wir präferieren die Regionen Nordamerika und Pazifik. Unsere favorisierten Sektoren sind Finanzen und Technologie. Ein erhöhtes Mass an Selektivität ist wichtiger denn je.

## ANLEIHEN

Staatsanleihen in Europa und der Schweiz sind nach dem starken Renditeanstieg wieder interessanter. In Schweizer Franken bevorzugen wir weiterhin Unternehmensanleihen, in US-Dollar und Euro Staatsanleihen. Auch Schwellenländeranleihen stellen weiterhin eine attraktive Diversifikationsmöglichkeit im Anleihebereich dar.



## ROHSTOFFE

Trotz des starken Kursanstiegs ist der Goldpreis fundamental gut unterstützt. Industriemetalle und Rohöl leiden vorerst unter der Handelspolitik der USA und deren potenziell negativen Folgen für die Weltwirtschaft.



## IMMOBILIEN

Die Fundamentaldaten für den Schweizer Immobilienmarkt und damit für die Immobilienfonds sind intakt. So sind die Ausschüttungen der Schweizer Immobilienfonds auch auf den aktuellen Bewertungsniveaus noch interessant. Internationale Immobilienanlagen dürften von tendenziell sinkenden Zinsen gestützt werden.

# BASISSZENARIO

Wir erwarten, dass die globale Wirtschaft dieses und nächstes Jahr moderat weiterwächst. Die Zollerhebungen durch die neue US-Administration dämpfen dabei das Wirtschaftswachstum vor allem in den USA. Dagegen erwarten wir, dass sich die Konjunktur im Euroraum weiter erholen wird. Auch die Schweizer Wirtschaft dürfte dieses Jahr solide wachsen. Die Zentralbanken der Schweiz, des Euroraums und der USA sollten ihre Zinssenkungszyklen bald beenden.

## Erwartete Marktauswirkungen

Das Umfeld ist grundsätzlich positiv für Aktien und Risikoprämien von Unternehmensanleihen, die allerdings zum Teil erhöhte Bewertungen aufweisen. Die Renditen von Staatsanleihen dürften seitwärts tendieren. Rohstoffe und Immobilienanlagen erscheinen gut unterstützt.

## ALTERNATIVSZENARIEN

### 1. Scharfe Rezession

Mögliche Auslöser: Eskalation der Handelskriege oder von geopolitischen Krisenherden, erneute Banken- und Schuldenkrisen, Rohstoffshocks u. Ä.

#### Erwartete Marktauswirkungen

Positiv für Gold, Schweizer Franken, Anleihen von «safe haven»-Staaten; negativ für Aktien, Unternehmensanleihen, Euro und Schwellenländer-Vermögenswerte.

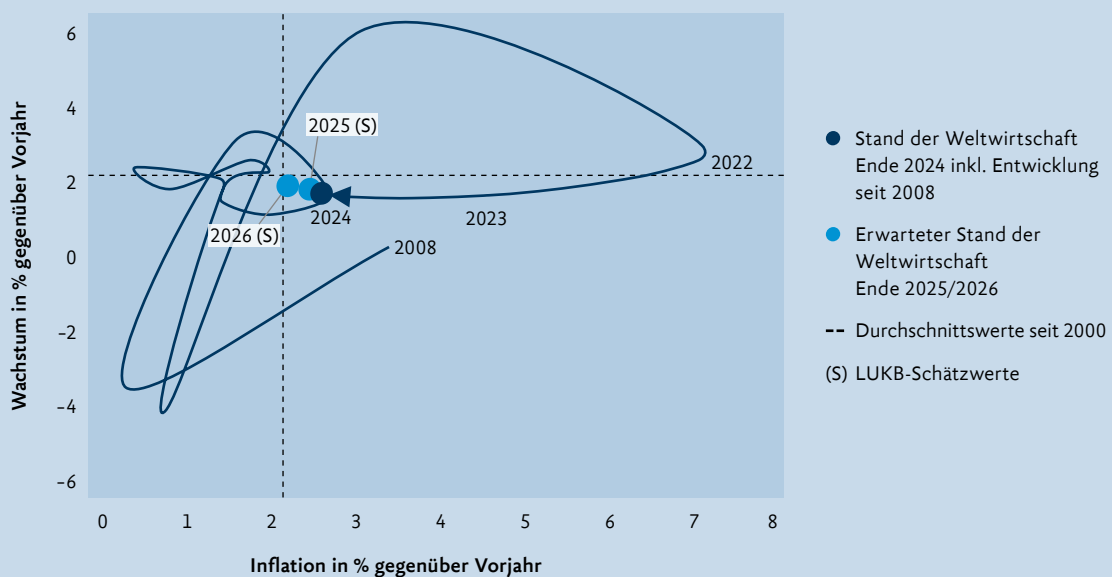
### 2. Globaler Aufschwung

Mögliche Auslöser: Produktivitäts-Boom dank KI, rasche und deutliche Senkung der Leitzinsen, kräftig wirkender Fiskalstimulus, nachhaltiger Frieden in der Ukraine u. Ä.

#### Erwartete Marktauswirkungen

Positiv für Aktien, Unternehmens- und Schwellenländeranleihen, Immobilien, Rohstoffe.

## Wirtschaftswachstum und Inflation in den Industrieländern seit 2008



# MARKTEINSCHÄTZUNG

Die Unsicherheit für den Wachstumsausblick der USA hat u.a. wegen der Zollpolitik zuletzt zugenommen. Auf der Gegenseite stehen positive Entwicklungen aus Europa und China. Angesichts von z.T. erhöhten Aktienbewertungen empfehlen wir vorerst eine neutrale Aktienquote. Dabei gewichten wir v.a. die Eurozone nach der Rally

stärker unter und favorisieren Aktien aus den USA sowie dem Raum Pazifik. Schweizer Obligationen bauen wir nach dem Renditeanstieg etwas auf. Bei Schweizer Immobilienfonds raten wir zu einer Übergewichtung, während Gold und Rohstoffe gemäss Anlagestrategie gewichtet werden sollten.

## Markteinschätzungen und Positionierung per 26. März 2025

Anlageklasse		Kommentar
<b>Liquidität</b>		Die Liquiditätsquote sollte aufgrund niedriger Zinsen zugunsten von Realwerten untergewichtet bleiben
<b>Festverzinsliche Anlagen</b>		Wir reduzieren das Untergewicht bei Anleihen, da die Renditeniveaus nach dem Anstieg wieder interessanter sind
CHF		Nach dem starken Renditeanstieg sind Schweizer Obligationen wieder etwas attraktiver geworden, weshalb wir das Untergewicht reduzieren
EUR		Die Renditen von EUR-Anleihen sind aufgrund der geplanten Investitionspakete stark angestiegen. Wir bleiben bei einer neutralen Positionierung
GBP		GBP-Anleihen sollten weiterhin leicht untergewichtet werden, da der Ausblick für Geld- und Fiskalpolitik weniger günstig ist als in anderen Regionen
USD		USD-Anleihen belassen wir übergewichtet, da die Renditen im Vergleich immer noch attraktiv sind. Wir bevorzugen dabei inflationsgeschützte Anleihen
Schwellenländer		Schwellenländer-Anleihen in Hart- und Lokalwährung sehen wir aufgrund der Bewertung als attraktive Diversifikationsmöglichkeit
<b>Aktienmärkte</b>		Aufgrund der vorerst erhöhten Unsicherheiten (u.a. aufgrund der US-Handelspolitik) reduzieren wir die Aktienquote auf neutral
Schweiz		Wir halten an der neutralen Positionierung fest. Die Bewertung ist fair und das Gewinnwachstum intakt
Eurozone		Viel Positives scheint bei den europäischen Aktien nach der starken Erholung eingepreist zu sein. Wir nehmen Gewinne mit und werden vorsichtiger
Grossbritannien		Der defensive UK-Markt ist relativ günstig. Aber die Wachstumstreiber fehlen derzeit, was sich auch in schwachen Gewinnerwartungen ausdrückt
Nordamerika		US-Aktien kamen aufgrund der Handelspolitik unter Druck. Wir bleiben aufgrund des intakten Gewinnbildes bei einem leichten Übergewicht
Pazifik		Der japanische Markt ist fundamental gut unterstützt, aus relativer Perspektive fairer bewertet und profitiert von Reformen
Schwellenländer		Nach einer guten Performance, insbesondere von chinesischen Aktien, nehmen wir Gewinne mit. Die Bewertung der Märkte ist mittlerweile fair
<b>Realwerte</b>		
Immobilienfonds Schweiz		Die Fundamentaldaten für Schweizer Immobilienfonds sind intakt, weshalb wir trotz erhöhter Bewertungen eine Übergewichtung empfehlen
Immobilien global (REITs)		Internationale Immobilienanlagen sind fair bewertet und vorerst fehlen die Impulse angesichts moderaten Wachstums und eher stabiler Zinsen
Gold		Trotz des starken Kursanstiegs ist der Goldpreis fundamental gut unterstützt
Rohstoffe (ohne Agrar)		Industriemetalle und Rohöl leiden vorerst unter der Handelspolitik der USA und deren potenziell negativen Folgen für die Weltwirtschaft
<b>Fremdwährungen vs. Franken</b>		Der Anteil an Fremdwährungen sinkt vor allem aufgrund des Abbaus von Aktien im Ausland

◁▷ Veränderung stärker untergewichtet leicht untergewichtet neutral leicht übergewichtet stärker übergewichtet

# Konjunktur und Geldpolitik

Die Weltwirtschaft dürfte 2025 moderat wachsen. Die Abwärtsrisiken haben jedoch zugenommen. Diese gehen vor allem von höheren Zöllen aus.

Wohin steuert die Weltwirtschaft? Die Beantwortung dieser Frage ist noch schwieriger geworden als sonst schon. Der Blick in die konjunkturelle Glaskugel wird insbesondere durch das Hin und Her in der Zollpolitik des seit Januar amtierenden US-Präsidenten Donald Trump vernebelt.

## Zölle schaden

Höhere Zölle schaden dem Handel und damit der gesamten Wirtschaft in den USA und andernorts. Und schlimmer noch: Der angerichtete Schaden ist von Dauer. Das zeigen die Zollmassnahmen, die unter der ersten Trump-Administration in den Jahren 2017 bis 2021 erlassen wurden. Für US-Konsumenten haben sich die Preise für bestimmte Produkte, wie z.B. Waschmaschinen, dauerhaft verteuert. Auch das Ziel, Industrie in die USA zurückzuholen, wurde verfehlt. Stattdessen sorgt das Hin und Her bei den Zöllen bei US-Konsumenten und -Unternehmen für Unsicherheit. Das zeigt sich in diversen Umfragen. Das Vertrauen der US-Konsumenten ist jedenfalls deutlich gesunken. Auch wenn es sich dabei nur um Stimmungsdaten handelt, besteht die Gefahr, dass sich Konsumenten und Firmen mit Käufen

und Investitionen zurückhalten werden. Die von den Zöllen betroffenen Staaten antworten mit Gegenzöllen. Diese wirken sich entsprechend negativ auf die Wirtschaft in den jeweiligen Ländern aus. Gewinner gibt es in einem Handelskrieg also keine.

## Euroraum und China als Kontrapunkt

Den Kontrapunkt setzen der Euroraum und China. Im Euroraum liegt der Fokus dabei auf Deutschland. Die sich neu formierende Regierungskoalition will ein milliardenschweres Investitionspaket schnüren, um die Wirtschaft wieder anzukurbeln. Auch in China stehen die Zeichen auf eine expansivere Fiskalpolitik. Die Führung des Landes möchte damit die Binnennachfrage stärken. Die fiskalischen Massnahmen in Deutschland und in China stellen somit einen positiven Kontrapunkt zur negativ wirkenden Handelspolitik der USA dar.

## Weltwirtschaft wächst moderat

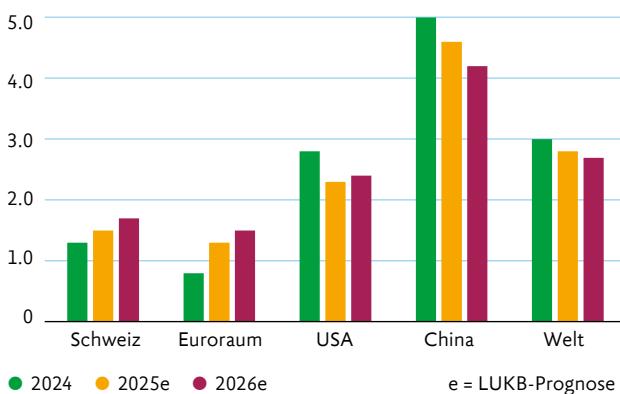
In unserem Basisszenario haben wir bereits Zollanhebungen unterstellt. So erwarten wir, dass die USA die Zölle auf Importgüter aus China auf bis zu 30% anheben werden. Vor diesem Hintergrund erwarten wir ein moderates Wachstum der Weltwirtschaft von 2.8%, nach 3% im letzten Jahr. Das Risiko, dass die Wirtschaft dieses Jahr schwächer ausfällt als von uns prognostiziert, ist dabei gestiegen.

## USA wachsen «noch» robust

US-Präsident Donald Trump übernahm im Januar eine robust laufende Wirtschaft. Diese wuchs vergangenes

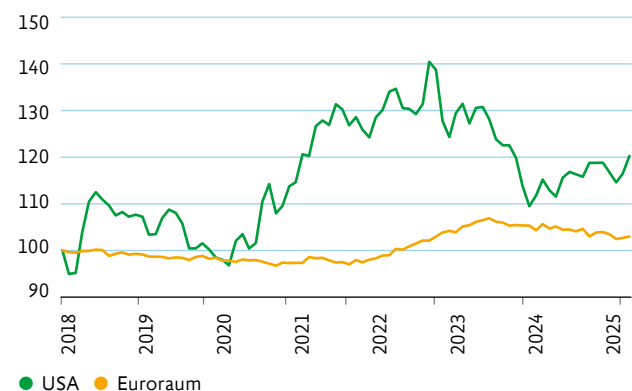
## Wirtschaftswachstum

Bruttoinlandprodukt in % gegenüber Vorjahr, preisbereinigt



## Waschmaschinenpreise im Vergleich

Preisindex, Januar 2018 = 100





Jahr inflationsbereinigt um knapp 3%. Wir gehen für dieses Jahr davon aus, dass die Wirtschaft an Dynamik einbüßen wird. Nicht zuletzt wegen der Zollpolitik der Trump-Administration. Einerseits wirken die höheren Zölle auf ausländische Produkte wie eine Steuer, die die inländischen Konsumenten zahlen. Darüber hinaus verunsichert das Hin und Her in der Zollpolitik Konsumenten und Unternehmen. Das kann sich in Konsum- und Investitionszurückhaltung niederschlagen. Wir erwarten, dass die US-Wirtschaft dieses Jahr um 2.3% wachsen wird. Gleichzeitig dürfte die Inflationsrate mit 2.7% im Jahresdurchschnitt die Marke von 2% überschreiten. Damit ist der Spielraum für weitere Zinssenkungen durch die US-Notenbank Fed aus heutiger Sicht gering.

### Euroraum erholt sich allmählich

Die Konjunkturaussichten für die Wirtschaft im Euroraum schätzen wir positiv ein. Regional ist das Wachstum allerdings noch ungleich verteilt. Die spanische Wirtschaft wächst dynamisch, wogegen Deutschland auf der Stelle tritt. Doch für die deutsche Wirtschaft gibt es Hoffnung. Die sich formierende grosse Koalition aus CDU/CSU und SPD plant, ein Infrastrukturpaket aufzulegen, um die Wirtschaft wieder flottzumachen. Vorausgesetzt, dass das auch Strukturreformen beinhaltet, könnte es das Wachstumspotenzial mittel- bis langfristig verbessern. Davon würde auch der gesamte Euroraum profitieren, für den wir in diesem Jahr ein Wirtschaftswachstum von 1.3% erwarten, nach 0.8% im letzten Jahr. Die Inflationsrate dürfte im Mittel dieses Jahres auf 2.1% fallen. Seitens der EZB sehen wir damit noch Spielraum für Leitzinssenkungen.

### Schweizer Erholung setzt sich fort

Die Schweizer Wirtschaft wuchs letztes Jahr um 1.3%. Wachstumsträger war dabei der private Konsum. Dieser profitierte von einer positiven Beschäftigungs- und Einkommensentwicklung. Wir gehen davon aus, dass der Konsum auch dieses Jahr die Wirtschaft tragen wird. Darüber hinaus dürfte sich der Aufwärtstrend bei den Bauinvestitionen fortsetzen. Zusätzlich erwarten wir, dass die Ausrüstungsinvestitionen zulegen. Per Saldo rechnen wir damit, dass die Wirtschaft dieses Jahr um 1.5% wachsen wird. Gleichzeitig prognostizieren wir einen Rückgang der Inflation im Jahresdurchschnitt 2025 auf 0.4%. Die SNB dürfte nach der jüngsten Zinssenkung den Leitzins vorerst bei 0.25% belassen.



**Brian Mandt**  
Chefökonom

### China hat ein ambitioniertes Wachstumsziel

Wenn es nach dem Willen der Führung Chinas geht, soll die Wirtschaft des Landes dieses Jahr um 5% wachsen. Allerdings halten wir das Ziel für ambitioniert, denn der Gegenwind ist erheblich. Einerseits drohen die höheren Zölle durch die Trump-Regierung die Exportwirtschaft und damit auch die Industrie zu beeinträchtigen. Andererseits kommt der private Konsum nicht in Schwung. Die Konsumenten halten sich zurück, u.a. wegen des anhaltenden Abschwungs am Immobilienmarkt und einer erhöhten Jugendarbeitslosigkeit. Um den Konsum anzukurbeln, hat die Regierung daher auf dem letzten Volkskongress beschlossen, Konsumanreize zu setzen. Hierfür nimmt sie in Kauf, dass das Fiskaldefizit auf 4% des Bruttoinlandsprodukts steigt. Angesichts der Konsumschwäche und struktureller Probleme, wie der alternden Bevölkerung, erwarten wir, dass die Wirtschaft dieses Jahr um 4.6% wachsen wird. ■



Unsere Einschätzung  
in einem kurzen Video

## IN KÜRZE

**Die Weltwirtschaft wächst moderat**

**Binnennachfrage bleibt vielerorts der Wachstumsmotor**

**Inflationsraten stabilisieren sich auf niedrigeren Niveaus**

**Zentralbanken beenden ihre Zinssenkungszyklen**

**Abwärtsrisiken v.a. wegen der US-Zölle**

## FOKUS

# In Zeiten des Umbruchs: Risiken managen, Chancen nutzen



Unter der neuen US-Regierung hat die Unsicherheit an den Finanzmärkten deutlich zugenommen. In den kommenden Monaten gilt es, zwischen US-Konjunkturrisiken und Stimuli in anderen Regionen zu navigieren.

**Marc Häfliger** Anlagestrategie

Nach einem verhältnismässig ruhigen und aus Anleger-sicht erfreulichen Start ins Jahr 2025 hat der Wind seit Ende Februar gedreht. Das hat vor allem mit der neuen US-Regierung zu tun, die von den Märkten Ende 2024 mit vielen Vorschusslorbeeren bedacht wurde. Mittlerweile ist allerdings Ernüchterung eingekehrt. Zum einen zerschlug sich die Hoffnung, US-Präsident Trump könnte auf Handelskriege verzichten bzw. eine tiefe Eskalationsstufe wählen. Zum anderen zeichnet sich die Regierung mit ihren Entscheidungen und etlichen Kehrtwenden bisher durch mangelnde Verbindlichkeit aus, was es für Unternehmen erschwert, eine solide Basis für Investitionsentscheidungen zu entwickeln. Das bringt substanzielle Konjunkturrisiken mit sich, was ein wichtiger Grund für die enttäuschende Performance von US-Aktien in den letzten Wochen sein dürfte.

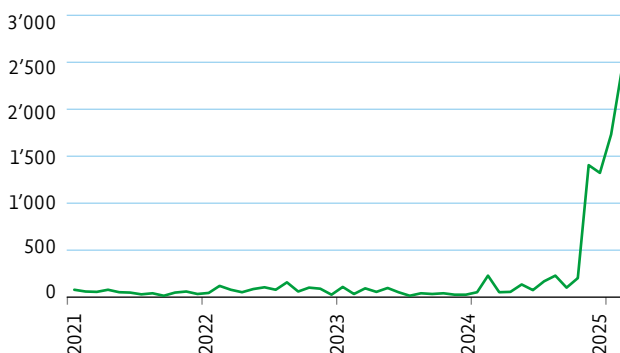
Entsprechend ist eine wichtige Frage für die kommenden Monate, ob sich hinter dem derzeitigen Chaos ein

Plan verbirgt, der in der nächsten Zeit erkennbar wird. Die wohlwollende Interpretation der ersten Wochen unter Donald Trump ist, dass die chaotisch wirkende Politik Kalkül hat. Mit einer Fülle von Massnahmen soll allfälliger Widerstand überfordert werden, um die angestrebten Reformen rasch umzusetzen. Kollateralschäden werden in Kauf genommen in der Hoffnung, dass die angestrebten positiven Folgen bis spätestens zu den nächsten Kongresswahlen im November 2026 deutlich spürbar sind.

In dem jüngsten Hin und Her bei der Zollpolitik ein Kalkül zu sehen, fällt dagegen schwer. Vielmehr scheint es Folge eines «Learning by Doing» zu sein. Der Zickzackkurs kann ein Zeichen sein, dass die Regierung auf wirtschaftliche Realitäten reagiert. Dies wird sie mit hoher Wahrscheinlichkeit jedoch nicht davon abhalten, ihre handelspolitischen Ideen weiterzuverfolgen.

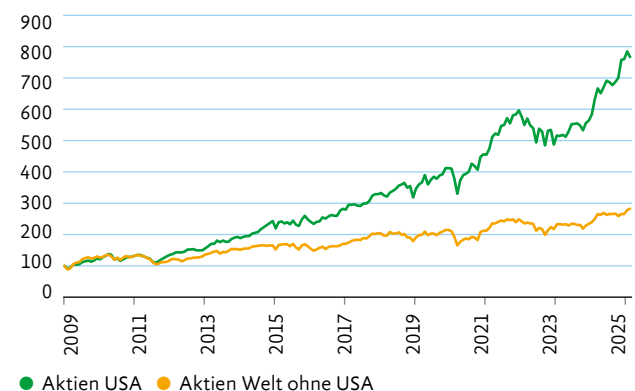
### Deutlicher Anstieg der Unsicherheit

Handelspolitischer Unsicherheitsindex USA



### US-Aktien seit langem deutlich stärker

indexiert, Jan. 2009 = 100, Gesamttrendite in CHF seit 2009



## Zölle wirken stagflationär

Auch wenn der US-Präsident anderer Überzeugung ist: Zölle sind auch für die USA im Endergebnis ein negativer Faktor. Sie wirken wie eine Steuer, die von Inländern gezahlt werden muss. Ihre Einführung bzw. Anhebung führt zu einem höheren Preisniveau und rückläufigem Privatkonsum. Sie belasten die Margen von Unternehmen, wenn diese die Zölle nicht eins zu eins an die Endabnehmer weitergeben können. Und wenn das Ausland mit Gegenmassnahmen reagiert, sind auch die US-Exportunternehmen betroffen. Selbst wenn die US-Produktion in den durch Zölle geschützten Bereichen gesteigert wird, ist der Nettoeffekt auf das Wachstum negativ aufgrund tieferen Konsums und rückläufiger Produktion in von Zöllen betroffenen Industrien. Dass Unternehmen wegen der Zölle ihre Produktion in die USA verlagern, ist zudem keinesfalls sicher. Denn schon nach den nächsten Präsidentschaftswahlen 2028 könnten die Trump'schen Zölle wieder Geschichte sein, wenn er nicht schon vorher selbst eine Kehrtwende vornimmt.

## Globale Zeitenwende

Doch nicht nur in der Handelspolitik bahnen sich Veränderungen an, sondern auch weltpolitisch. Denn unter Donald Trump brechen die USA mit ihrer langjährigen Tradition als Garant für eine mehr oder weniger regelbasierte Weltordnung. Diese reflektierte in weiten Teilen amerikanische Interessen, war aber dank der Stabilität, die sie mit sich brachte, auch für viele andere Länder von Vorteil. An ihre Stelle tritt unter Donald Trump eine sogenannte transaktionale Machtpolitik, die die US-Interessen viel expliziter in den Vordergrund stellt, die Rolle von Verbündeten deutlich abwertet und sich nicht scheut, das in der Regel deutliche Machtgefälle zwischen den USA und den meisten Ländern gnadenlos im Sinne eines «America First» auszunutzen. Da bereits bestehende Abkommen von der neuen US-Führung bei Bedarf ignoriert werden, gibt es wenig Grund zur Annahme, dass es neu ausgehandelten Abkommen künftig anders ergehen wird. Das bringt mehr Unsicherheit in etliche globale Politikfelder, von denen das Handelssystem oder die Sicherheitsarchitekturen nur zwei Beispiele sind. Die Auswirkungen auch für Unternehmen sind

fundamental und können dazu führen, dass längerfristige Investitionen vorerst aufgeschoben werden, bis mehr Klarheit über die sich neu herausbildenden Strukturen besteht. Davon könnten jedoch Regionen profitieren, in denen mehr Verlässlichkeit besteht, so z.B. die Europäische Union oder China.

## «US-Exzeptionalismus» unter Druck

Wie rosig der Ausblick für die USA ist, wird von den Finanzmärkten dagegen zunehmend hinterfragt. In den vergangenen Jahren waren die USA die unbestrittene Wachstumslokomotive der Weltwirtschaft und an US-Aktien führte kein Weg vorbei. So betrug deren durchschnittliche jährliche Gesamtrendite in den letzten 16 Jahren (seit der Weltfinanzkrise) knapp 15%. Dieser «US-Exzeptionalismus» (US-Sonderstellung)

kommt mit den jüngsten Entwicklungen zunehmend unter Druck. Andere Regionen holen auf, der US-Dollar schwächt sich ab und der Ausblick für die US-Wirtschaft hat sich eingetrübt (u.a. wegen der Zölle). Gleichzeitig richten sich andere Regionen neu aus, z.B. wird sich Europa der Verantwortung für die eigene Sicherheit bewusst, plant

milliardenschwere Investitionen in die Verteidigung sowie Infrastruktur und will beim Thema künstliche Intelligenz (KI) ein Wörtchen mitreden. So plant Deutschland ein 500 Milliarden Euro schweres Infrastrukturprogramm verteilt über die nächsten 10+ Jahre, was über 10% des deutschen Bruttoinlandprodukts entspricht. Das sollte zusammen mit den geplanten Investitionen in die Verteidigung das Wachstum in Deutschland ankurbeln, nach zwei Jahren Nullwachstum. In China bleibt das Wirtschaftswachstumsziel bei «rund 5%», was zusätzliche Stimulierungsmassnahmen für den Konsum nötig macht. Die zweitgrösste Volkswirtschaft spielt weiterhin eine wichtige Rolle für das weltweite Wirtschaftswachstum und bleibt ein wichtiger Absatzmarkt für westliche Unternehmen. Mit dem KI-Tool «DeepSeek» hat China zudem bewiesen, dass das Reich der Mitte beim Thema KI mithalten kann.

## Es gibt auch Lichtblicke

Trotz der erhöhten Unsicherheit und der globalen Zeitenwende gibt es auch Lichtblicke. So kann der Druck auf

«Eine durchdachte Portfolio-Diversifikation ist wichtiger denn je.»



Die politische und wirtschaftliche Entwicklung gestaltet sich zunehmend nebulös. Jetzt gilt es, den Überblick zu bewahren.



Europa zu einem Schritt in die richtige Richtung führen und u.a. lang überfällige Investitionen in die Infrastruktur, Reformen wie die geplante Lockerung der deutschen Schuldenbremse und einen Mentalitätswandel in Richtung «Erschaffung» statt «Regulierung» auslösen. Ebenfalls positiv zu werten ist das ambitionierte Wachstumsziel Chinas und dessen Fokus auf eine Stärkung des inländischen Privatkonsums. In den USA sind die geplanten Steuererleichterungen mittelfristig ein positiver Faktor. Ein allfälliger Frieden in der Ukraine wäre ebenfalls ein deutlicher Lichtblick.

### **Portfolio-Diversifikation wichtiger denn je**

Was bedeutet das Ganze jetzt für Anleger? In Zeiten des Umbruchs wie derzeit ist eine durchdachte Diversifikation im Portfolio besonders wichtig. Dies bezieht sich nicht nur auf eine Diversifikation durch verschiedene Anlageklassen wie Aktien, Festverzinsliche oder Alternative Anlagen. Auch Diversifikation innerhalb der Regionen, Währungen und Sektoren ist entscheidend. Sollte es zu einer markanten Wachstumsabschwächung kommen, können Elemente wie Festverzinsliche Anlagen oder Gold die Wertentwicklung der Portfolios stabilisieren. In einem Szenario von «Stagflation», d.h. von schwachem Wirtschaftswachstum und erhöhter Inflation, käme insbesondere unser aktuelles Übergewicht bei inflationsgeschützten US-Anleihen zum Tragen. Zudem würden ausgewählte Rohstoffe, z.B. Gold, vom Inflationsanstieg profitieren.

Eine durchdachte Diversifikation erlaubt es Anlegenden somit, trotz der Unsicherheit investiert zu bleiben, und dämpft allfällige Rücksetzer z.B. an den Aktienmärkten ab. Denn auch jetzt wäre es eine schlechte Idee, sich komplett aus den Finanzmärkten zu verabschieden oder - wenn man zu wenig investiert hat - mit einem gestaffelten Einstieg zu lange zu zögern. Zum einen gleicht die aktuelle Kontoverzinsung die Inflation nicht aus, womit Geld auf Sparkonten unter Kaufkraftverlust leidet. Zum anderen ist es stets möglich, dass sich die Situation an den Finanzmärkten wieder schneller verbessert als erwartet, wodurch Erholungsbewegungen verpasst werden können. In der Vergangenheit gibt es genügend Beispiele dafür, dass die Finanzmärkte genau dann zum Besseren drehten, wenn es sich die Mehrheit am Markt am wenigsten vorstellen konnte.

### **Aktive und enge Portfolioüberwachung**

In Zeiten von erhöhter Unsicherheit kommt neben der Diversifikation auch einer engen und aktiven Portfolioüberwachung eine entscheidende Bedeutung zu. Dazu zählt ein erhöhtes Mass an Selektivität bereits auf Einzeltitelebene, um Gewinner und Verlierer in einem volatilen Politikumfeld frühzeitig zu separieren. Denn die aktuelle Zeit bietet Chancen für aktive Anlegende, d.h. diejenigen, die nicht einfach über passive Produkte in breite Marktindizes investieren. Für diejenigen, die darin zu viel Aufwand sehen, bieten sich aktiv verwaltete Strategiefonds oder Vermögensverwaltungsmandate an.

### **Unsere Positionierung im aktuellen Umfeld**

Wir haben in unseren Anlagestrategien bereits die Grundsätze unserer Überlegungen einer durchdachten Diversifikation implementiert, wozu u.a. Obligationen mit längeren Laufzeiten, Gold, Rohstoffe sowie eine Teilabsicherung der Fremdwährungen zählen. In der aktuellen Marktsituation von erhöhter Unsicherheit

bezüglich des US-Ausblicks sowie der damit verbundenen höheren Volatilität an den Märkten raten wir zu einer leicht defensiveren Positionierung. Der jüngste Renditeanstieg hat Anleihen wieder etwas attraktiver gemacht, weshalb wir das Untergewicht etwas reduzieren. Ferner erwarten wir, dass die Phase

aktiver Handelskriege noch mehr an Fahrt aufnehmen wird. Darum halten wir es für angemessen, die Aktienquote auf eine neutrale Positionierung zu reduzieren. Noch zu Jahresbeginn gingen wir davon aus, dass die erhöhten Aktienbewertungen durch ein moderates Wachstum der Weltwirtschaft gut abgesichert seien. Aber Donald Trumps Bereitschaft, anscheinend sogar eine US-Rezession in Kauf zu nehmen, stellt einen wichtigen Unsicherheitsfaktor dar, der die immer noch erhöhten Bewertungen weiter unterhöhlen kann. Gegen eine Untergewichtung von Aktien sprechen aus unserer Sicht aber die sich aufhellenden Konjunkturperspektiven in Europa und China sowie das intakte Gewinnbild bei den Unternehmen. ■

«Erhöhte Unsicherheit bietet auch Anlagechancen.»



Unsere Einschätzung  
in einem kurzen Video

# Festverzinsliche Anlagen



**Björn Eberhardt**  
Leiter Investment Office

Der geplante deutsche Fiskalimpuls hat die europäischen Renditen auf attraktivere Niveaus steigen lassen. Unternehmensanleihen im Ausland sind weiterhin teuer, Schwellenländeranleihen eine interessante Alternative.

Das 1. Quartal 2025 war auch aus Sicht der Festverzinslichen Märkte ereignisreich. So zeigten sich bei den Renditen von 10-jährigen Staatsanleihen ein deutlicher Rückgang im US-Dollar und ein markanter Anstieg in der Eurozone sowie am Schweizer Markt. In den USA sorgte u.a. der Kurs der neuen US-Regierung bei der Handelspolitik sowie dem Umbau der Behörden für Verunsicherung und liess Ängste vor einer konjunkturellen Abkühlung aufkommen. In der Eurozone dagegen endete eine Phase der Seitwärtsbewegung Anfang März mit der Reform der deutschen Schuldenbremse mit einem fulminanten Renditeanstieg. Davon blieb auch die Schweiz nicht gänzlich verschont.

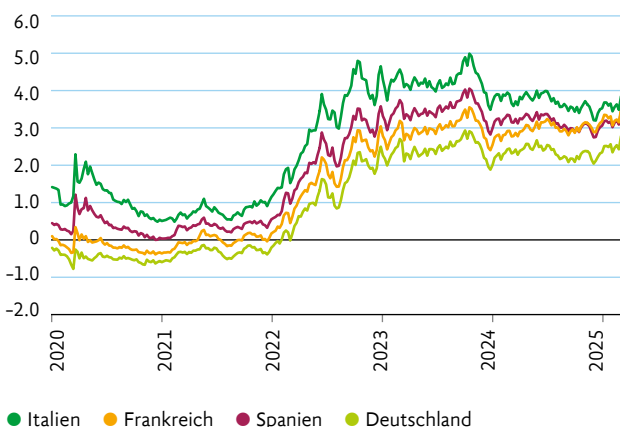
Bei den Risikoprämien von Unternehmensanleihen zeigte sich über das Quartal ein weiterer Rückgang bei EUR-Anleihen, aufgrund der Zollankündigungen aber bei USD-Anleihen ein markanter Anstieg. Schwellenländeranleihen wiesen ein gutes Quartal auf, insbesondere Lokalwährungsanleihen. Auf den Hartwährungsanleihen lastete für Schweizer Anleger vor allem die erneute Schwäche des US-Dollar seit Anfang März.

## Staatsanleihen wieder attraktiver

Seit Beginn des Jahres hat die Steilheit der Zinskurven insbesondere im CHF, EUR und GBP weiter zugenommen. Der Ausblick für die kommenden Monate ist - wie in vielen Bereichen - durch die Unklarheit über die weitere US-Politik mit hoher Unsicherheit behaftet. In unserem Basisszenario nur vorübergehender Zollanhebungen sollten die negativen Auswirkungen

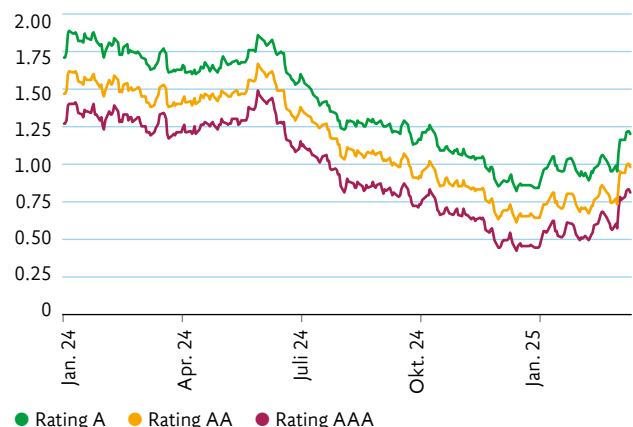
### Staatsanleiherenditen in der Eurozone

Laufzeit 10 Jahre, in %



### Schweizer Anleiherenditen nach Rating

Laufzeit 3-5 Jahre, in %



auf Wachstum und Inflation in den USA begrenzt bleiben. Der Spielraum für weitere Fed-Zinssenkungen bliebe begrenzt, was auch die Renditen von Staatsanleihen in ihrer Spanne der vergangenen Monate halten sollte. Sollten die Zölle länger in Kraft bleiben und eine konjunkturelle Eintrübung auslösen, dürfte die Fed darauf mit Zinssenkungen reagieren, selbst wenn es temporär zu einer steigenden Inflation kommt. Eine Rezession halten wir aber auch in diesem Szenario für unwahrscheinlich, weshalb das kurze Ende stärker sinken dürfte als das lange, die US-Zinskurve also steiler werden würde.

In Europa lösten die Signale einer markanten fiskalischen Expansion aus Deutschland Anfang März einen starken Anstieg der Renditen aus. Dabei stand eine Neuevaluation des deutschen Schuldenausblicks klar im Fokus, da sich das Land von der Schuldenbremse in ihrer bisherigen Form verabschiedet hat. Dieses Re-Rating hat Deutschlands Zinskurve (und de facto das der Eurozone) initial um ca. 30 Basispunkte nach oben verschoben. Die verbesserten konjunkturellen Aussichten sprechen von hier aus eher für eine Seitwärtsbewegung am langen Ende. Das kurze Ende hat sich hingegen mittlerweile unserer Erwartung von nur noch einer EZB-Zinssenkung auf 2.25% angenähert und sollte sich dort vorerst stabilisieren.

In der Schweiz haben die Renditen nach dem übertriebenen Absinken Ende 2024 durch den Anstieg im 1. Quartal den höchsten Stand seit dem letzten Frühsommer erreicht. Das aktuelle Niveau steht aus unserer Sicht nicht mehr ganz im Einklang mit den moderaten Fundamentaldaten, weshalb wir auf die kurze Sicht mit wieder rückläufigen Renditen vor allem am langen Ende rechnen. Aus diesem Grund erachten wir Schweizer Obligationen als etwas attraktiver und reduzieren das Untergewicht.

Gerade im Franken und Euro sind die Renditen von Staatsanleihen in den vergangenen Monaten wieder auf interessantere Niveaus im Vergleich zum Jahresstart gestiegen. Während Unternehmensanleihen in der Schweiz dennoch bevorzugt werden sollten, gilt das für den Euro und US-Dollar noch nicht. Während die Risikoprämien von Euro-Unternehmensanleihen sogar weiter gesunken sind, hat der leichte Anstieg der Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen in US-Dollar diese noch nicht ausreichend interessant gemacht.

Eine attraktivere Diversifikationsmöglichkeit im Anleihebereich stellen für uns weiterhin Schwellenländeranleihen dar. Wir bevorzugen dabei breit diversifizierte Engagements sowohl in Hartwährungs- als auch in Lokalwährungsanleihen. ■

## Schwellenländer als Alternative zu Unternehmensanleihen

### IN KÜRZE

**Staatsanleihen nach Renditeanstieg in Europa und Schweiz wieder interessanter**

**Im CHF weiterhin Unternehmensanleihen bevorzugen, im USD und EUR dagegen Staatsanleihen**

**Duration im CHF etwas erhöhen, im EUR und USD über Benchmark halten**

**EM-Anleihen als interessante Alternative zu Unternehmensanleihen**

# Aktienmärkte

Der US-Aktienmarkt hat seit Mitte Februar deutlich korrigiert, während Aktien der Eurozone und der Schweiz sich stabiler zeigten. Wir gehen aufgrund stabiler Gewinnerwartungen davon aus, dass die Korrektur in den USA eine vorübergehende Reaktion auf zunehmende Unsicherheiten ist.

Die Welt muss sich mit einer neuen Realität auseinandersetzen. Bisherige Verträge, Bündnisse und Normen werden in Frage gestellt. Zölle und Protektionismus werden zum Mittel der Politik. Sie werden wahlweise angedroht, eingeführt und wieder aufgehoben. All das kann über die sozialen Medien nahezu in Echtzeit mitverfolgt werden. Mit dieser Ausgangslage bekunden die Finanzmärkte Mühe.

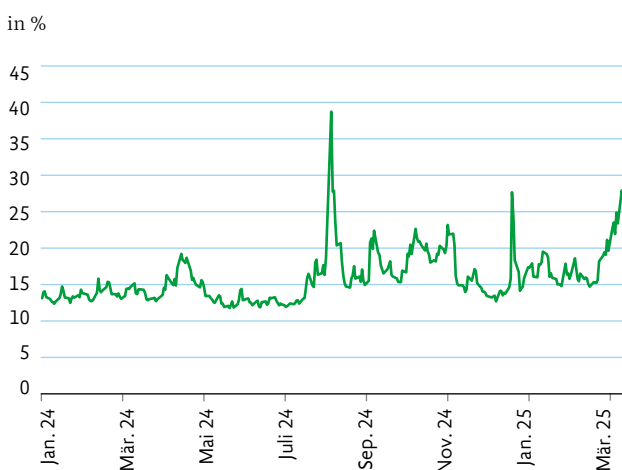
## Regionen

Das zeigte sich in den letzten Wochen in der anziehenden Volatilität (siehe Grafik links) und den Kurskorrekturen, insbesondere bei **US-Aktien**. Diese haben seit Anfang des Jahres (gemessen in Schweizer Franken) rund 6% an Boden verloren. Deutlich besser entwickelten sich Beteiligungspapiere in der **Eurozone** (+13%) und in der **Schweiz** (+12%). In der Schweiz verzeichneten insbe-

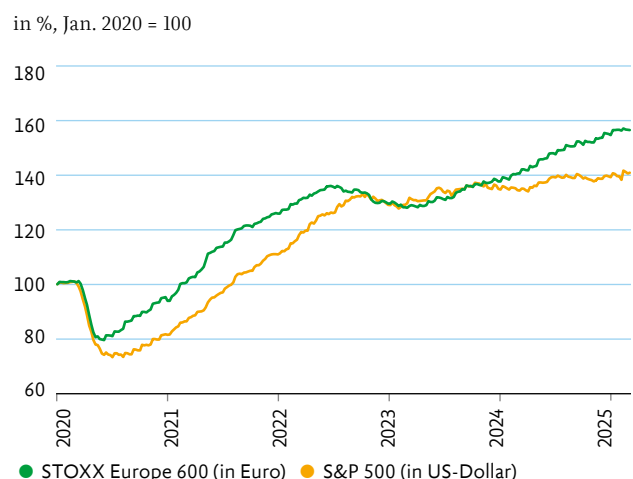
sondere die Schwergewichte Roche, Novartis und Nestlé Kursgewinne. Letztgenannter fand nach einem schwachen 2024 einen Boden und will im laufenden Jahr unter neuer Führung zurück auf die Erfolgsspur finden. Die **Schwellenländer-Aktien** zeigten sich mit einem Plus von 3% recht erfreulich. Während China den Rückenwind aus dem letzten Herbst mit ins neue Jahr retten konnte, haben die Aktienmärkte in Indien und in Taiwan nicht mehr an die Erfolge des letzten Jahres angeknüpft. Angeführt wird die gute Entwicklung in China vom Technologiesektor. In **Japan** legte der Aktienmarkt um 4% zu und in **Grossbritannien** wurde ein Plus von 7% erwirtschaftet.

In Zeiten erhöhter Volatilität ist es wichtig, sich nicht von rasch ändernden Stimmungsbildern an den Märkten verunsichern zu lassen. Es lohnt sich gerade jetzt, die fundamentalen Treiber der Aktienkursentwicklung im Auge zu behalten, wie z.B. die Gewinnerwartungen (siehe Grafik rechts). Diese bilden langfristig die Grundlage für Kurssteigerungen. Kurskorrekturen bei stabilen oder weiter wachsenden Gewinnerwartungen dienen in der Regel der vorübergehenden Bereinigung von Übertreibungen. Eine solche Situation findet sich unserer Meinung nach zurzeit im US-Aktienmarkt. Zusammen mit unserem intakten Konjunkturbild für die USA bilden die stabilen Gewinnerwartungen die Grundlage dafür, dass wir weiter an einem Übergewicht in der Region festhalten und die Korrektur als Basis für interessante Kaufgelegenheiten erachten.

## Volatilität US-Aktienmarkt



## Entwicklung Gewinnerwartungen





## Sektoren

Die Wahl des richtigen Sektors bleibt für die Performance entscheidend. Wir stufen den Technologie-Sektor weiterhin mit «Übergewichten» ein. Dieser profitiert von starken strukturellen Trends hin zu künstlicher Intelligenz, Cloud-Anwendungen und Vernetzung. Trotz der jüngsten Kurskorrektur bleiben diese langfristigen Trends intakt. Das zeigen auch die stabilen Gewinnerwartungen, weshalb von einem stabil hohen Wachstumspfad ausgegangen werden kann, der auch in einem weniger robusten Umfeld für gute Perspektiven sorgt. Eine breite Erholung des Halbleitermarktes würde dem Sektor zusätzlich helfen.

<b>LUKB-Einstufung</b>	<b>Sektor</b>
Übergewichten	Finanzen, Technologie
Neutral	Gesundheitswesen, Roh- und Grundstoffe, Immobilienwerte, Industrie, Nicht-zyklischer Konsum, Versorger
Untergewichten	Energie, Kommunikation, Zyklischer Konsum

Unsere Einstufung «Übergewichten» für den Finanzsektor bleibt ebenfalls bestehen. Die Erträge aus dem Dienstleistungs- und Kommissionsgeschäft kompensieren die tieferen Erträge aus dem Zinsgeschäft. Zudem neigen sich die Zinssenkungszyklen der Zentralbanken dem Ende entgegen, was für eine Stabilisierung der Zinserträge sorgen sollte. Wir bevorzugen darum Banken mit einem starken Standbein im lukrativen Private Banking. Bei den Versicherungen mögen wir klassische Schaden- und Unfallversicherungen.

Im Sektor zyklischer Konsum bleiben wir vorsichtig und stufen diesen unverändert mit «Untergewichten» ein. Automobilwerte, vor allem in Europa, kämpfen mit schwacher Nachfrage und grossen strukturellen Herausforderungen. Die Zulassungen von Elektroautos entwickeln sich langsamer als vermutet. Die Nachfrage nach Luxuswerten in China konnte auch im letzten Quartal des vergangenen Jahres nicht überzeugen. Luxuswerte im absoluten Topsegment und mit einem bedeutenden Anteil an Schmuck halten sich besser als erschwinglicher Luxus. Es ist fraglich, ob die von der chinesischen Regierung initiierten Massnahmen den Konsum substantiell ankurbeln werden. Die Nachfrageschwäche ist



**Reto Lötscher**  
Leiter Finanzanalyse

struktureller Natur und hängt mit der Korrektur im chinesischen Immobiliensektor zusammen, einer Entwicklung, die sich kaum rasch beheben lassen wird.

Auch für den Sektor Kommunikation bleibt die Sektoreinstufung «Untergewichten». Zwar profitieren die grossen Internetkonzerne von einer stabilen konjunkturellen Entwicklung, der Rückenwind aufgrund von Kostenmassnahmen läuft aber aus. Medienhäuser sind strukturell unter Druck und kapitalintensive Telekomunternehmen leiden unter höheren Zinsen und geringer Preissetzungsmacht.

Die schwachen Fundamentaldaten begrenzen das Potenzial des Ölpreises. Die Energie-Agenda der Regierung Trump wird ebenfalls eher auf dem Ölpreis lasten. Zusammen mit der anhaltenden Investitionsdisziplin dürfte dies zwar zu niedrigeren Gewinnen und tieferen, aber immer noch robusten freien Cashflows bei den Ölmultis führen. Das stützt weiterhin die Dividendenpolitik. Bei weiter fallenden Ölpreisen könnte es jedoch schwierig werden, die Aktienrückkäufe auf dem Niveau von 2024 zu halten. Deshalb stufen wir den Sektor mit «Untergewichten» ein. ■

## IN KÜRZE

**US-Aktien seit Mitte Februar in Korrektur**

**Titel der Eurozone und der Schweiz stabiler**

**Bevorzugte Sektoren: Finanzwesen sowie Technologie**

**Technologie-Aktien werden weiter von strukturellen Trends profitieren**

# Rohstoffe



**Andreas Müller**  
Analyst Rohstoffe

Gold spielt seinen Schutz in Unsicherheiten aus und dürfte es weiterhin tun. Industriemetalle und Rohöl leiden unter Konjunkturunsicherheiten und der Zollpolitik der USA.

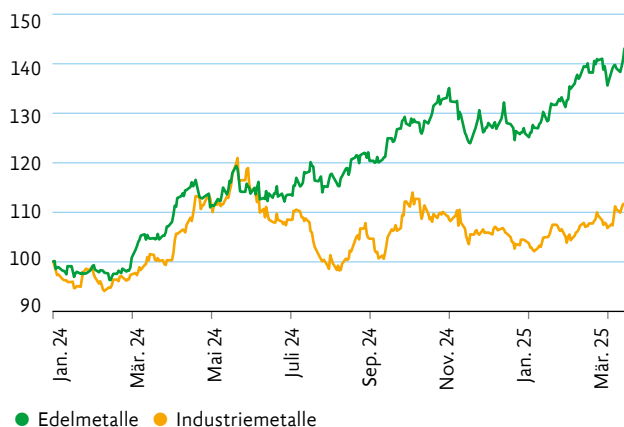
Seit Jahresbeginn haben sich Gold und Silber als die besten Anlageklassen herauskristallisiert. Beide legten um rund 15% zu. Der Goldpreis stieg Mitte März auf ein Rekordhoch von über USD 3'000 pro Unze. Der Ölpreis stand aufgrund der anhaltenden konjunkturellen Unsicherheiten unter Druck. Der europäische Gaspreis gab im Quartalsverlauf um rund 15% nach, wobei kalte Temperaturen und niedrige Speicherfüllstände ihn zwischenzeitlich auf knapp EUR 60 pro MWh ansteigen liessen. Die Basismetalle notierten aufgrund der Hoffnung auf weitere chinesische Stimulierungsmassnahmen etwas höher als Anfang Januar.

## Gold hält sich über USD 3'000 pro Unze

Das gelbe Metall war weiterhin sehr gefragt und konnte kräftig zulegen. Neben den anhaltenden geopolitischen Unsicherheiten wirkte sich auch der turbulente Start von Donald Trumps neuer Amtszeit positiv auf den Goldpreis aus. Die Inflation ist nach wie vor zu hoch und Trumps Zollpolitik hat weitere Preissteigerungsängste geschürt, was dem Edelmetall grundsätzlich Auftrieb gibt. Auch die Käufe der Zentralbanken, vor allem in den Schwellenländern, stützen das Edelmetall weiterhin. Hohe Zuflüsse verzeichneten zudem börsengehandelte ETFs, die mit physischem Gold hinterlegt sind, da viele Anleger das gelbe Metall als sicheren Hafen suchen. Positiv auf den Goldpreis wirkten sich in den letzten Wochen auch die neuen Konjunktursorgen aus, die den US-Dollar unter Druck setzten und zu tieferen US-Zinsen führten. Mittelfristig dürften die geo- und handelspolitischen Unsicherheiten dem Goldpreis weiterhin Rückenwind verleihen, ebenso wie die gestiegenen

## Edelmetalle schlugen Basismetalle

Gesamtrendite in USD, indiziert, Jan. 2024 = 100



## Ölpreis seit Januar 2025 unter Druck

Preis in USD für ein Fass der Sorte Brent



Inflationserwartungen, die hohe Nachfragedynamik und der schwächere US-Dollar.

Einerseits haben die Pläne Chinas, in diesem Jahr wieder ein Wachstum von 5% zu erreichen, und die Hoffnung auf weitere Stimulierungsmassnahmen den Industriemetallen in den letzten Monaten etwas Rückenwind verliehen. Andererseits ist die Nachfrage derzeit eher schwach, was sich bei den meisten Metallen vorerst noch in einem Angebotsüberhang und deutlich steigenden Lagerbeständen niederschlägt. Die Haltung der neuen US-Regierung, die nicht besonders stark auf grüne Technologien setzt, wird die Nachfrage nach Basismetallen nicht beleben. Zudem dürften die eingeführten Handelszölle auf Rohstoffe wie Aluminium und andere die Nachfrage eher dämpfen. Wir gehen daher davon aus, dass sich die Buntmetalle in den nächsten Wochen eher richtungslos entwickeln werden, zumal die angekündigten Stimulierungsmassnahmen in China keine nachhaltige Verbesserung bringen dürften.

Die Befürchtung, dass die US-Zollpolitik zu einer Abschwächung des globalen Wachstums führen könnte, hat in den letzten Wochen deutliche Spuren beim Ölpreis hinterlassen. Zudem hatte die OPEC+ Anfang März beschlossen, die seit längerem bestehenden zusätzlichen Förderkürzungen ab April wie geplant schrittweise zurückzufahren. Diese Angebotsausweitung sowie die Pläne Trumps, möglichst viel Rohöl zu fördern, belasteten den Preis. Zusätzlicher Druck kam von den US-Lagerbeständen, die in den letzten Wochen deutlich stärker als erwartet gestiegen sind und damit auf eine Ölschwemme hindeuten. Wir sehen gewisse Abwärtsrisiken, gehen aber von einer Seitwärtsbewegung des Ölpreises aus.

Der europäische Gaspreis liegt zwar unter dem Niveau vom Jahresanfang, ist aber zwischenzeitlich auf über EUR 58 pro MWh und damit auf den höchsten Stand seit über 2 Jahren gestiegen. Grund dafür ist unter anderem der jüngste Rückgang der Gasspeicherfüllstände in Europa auf nur noch rund 35%. In den letzten beiden Jahren waren die Füllstände um diese Jahreszeit deutlich höher. Ein weiterer Einflussfaktor war, dass es in einigen europäischen Ländern Überlegungen gab, früher mit der Befüllung der Gasspeicher zu beginnen. Allerdings sanken die Gaspreise in den letzten Wochen wieder deutlich infolge von Bestrebungen, die Befüllungsregeln für den kommenden Winter zu lockern, Diskussionen über eine mögliche Wiederinbetriebnahme der Nord-Stream-2-Pipeline mit Gas aus Russland und milderem Wetter. Der europäische Gaspreis dürfte sich vorerst im Bereich von EUR 40-50 pro MWh bewegen. ■

**Basismetalle trotz Konjunktursorgen leicht stärker**

**Rohölpreis leidet unter Konjunktursorgen, Gaspreis volatil**

---

## IN KÜRZE

**Gold ist fundamental gut unterstützt**

**Konjunktursorgen belasten die Notierungen der Basismetalle**

**Wenig Impulse für Rohöl aufgrund von Angebotsausweitung**

**Tiefe Gasfüllstände, mildes Wetter und Diskussionen um die Nord-Stream-2-Pipeline sorgten für volatile europäische Gaspreise**

# Immobilien

Schweizer Immobilienfonds haben sich im 1. Quartal mehrheitlich seitwärts bewegt und damit dem Zinsanstieg getrotzt. Globale REITs starteten leicht positiv ins Jahr 2025, konnten sich aber den Turbulenzen an den Aktienmärkten im März nicht ganz entziehen.

Der Schweizer Immobilienfondsindex entwickelte sich im 1. Quartal 2025 seitwärts, nachdem er 2024 mit einer Rendite von 17.6% eines der erfolgreichsten Jahre verzeichnen konnte. Für die weitere Entwicklung im Jahr 2025 sind wir verhalten zuversichtlich. Das Umfeld bleibt günstig. Allerdings dürfte ein Teil davon in den aktuellen Kursen vorweggenommen sein. Die internationalen REITs verzeichneten bis Ende Februar einen guten Jahresstart. Im März konnten sie sich jedoch den Turbulenzen an den Aktienmärkten sowie steigenden Renditen in der Eurozone nicht entziehen und korrigierten ebenfalls.

## Günstige Aussichten bleiben bestehen

Insgesamt sind die Fundamentaldaten für den Schweizer Immobilienmarkt und damit auch für die Immobilienfonds intakt. Wohnimmobilienfonds profitieren von einem robusten Mietwohnungsmarkt, der weiterhin

durch einen Nachfrageüberhang gekennzeichnet ist. Geschäftsimmobilienfonds profitieren von der soliden Schweizer Konjunktur. Damit ist die Ausgangslage für Steigerungen auf der Ertragsseite intakt. Positiv für Immobilienfonds ist auch das günstige Zinsumfeld, das sich auf der Kostenseite vorteilhaft auswirkt.

## Robuster Mietwohnungsmarkt

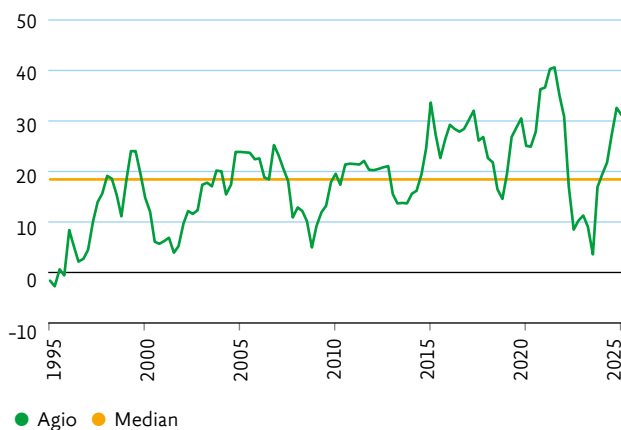
Am Mietwohnungsmarkt, der durch einen Nachfrageüberhang gekennzeichnet ist, dürfte sich vorerst nichts Grundlegendes ändern. Neben dem anhaltenden Trend zu kleineren Haushalten stützt auch die Nettozuwanderung die robuste Nachfrage. Die Nettozuwanderung lag 2024 mit rund 83'000 Personen unter dem Vorjahreswert, aber über dem Durchschnitt der letzten Jahre. Auch 2025 rechnen wir mit einer überdurchschnittlichen Nettozuwanderung. Da der Mietwohnungsmarkt praktisch leergefegt ist, dürfte sich die Auslastung der Wohnimmobilienfonds weiter verbessern.

## Angebotsmieten steigen, Bestandesmieten günstiger

Bei den Mieten zeichnet sich 2025 eine heterogene Preisentwicklung ab. Während die Angebotsmieten, die 2024 durchschnittlich im niedrigen bis mittleren einstelligen Bereich gestiegen sind, aufgrund der Wohnungsknappheit weiter steigen dürften, zeichnet sich bei den Bestandesmieten ein Preisrückgang ab. Denn der hypothekarische Referenzzinssatz, der für die Festlegung der Mieten in den bestehenden Mietverhältnissen mass-

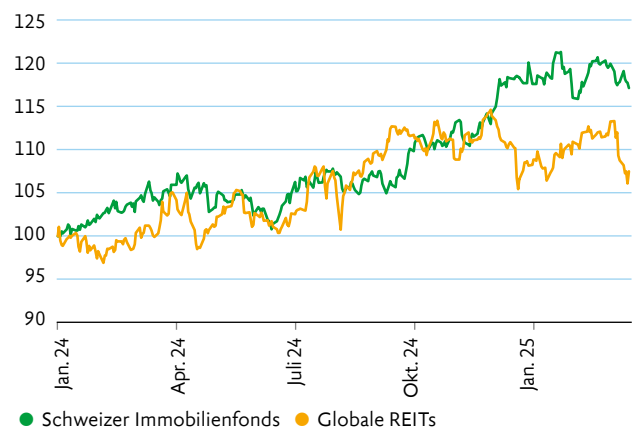
## Agios von Schweizer Immobilienfonds seit 1995

in % (Aufschlag gegenüber Nettoinventarwert)



## Entwicklung Immobilienanlagen seit Anfang 2024

indexiert, Jan. 2024 = 100, Gesamtrendite in CHF



gebend ist, sank per März 2025 um 25 Basispunkte auf 1.5%. Dieser Rückgang ermöglicht es den Mietenden, bei Vorliegen der Voraussetzungen eine Mietzinssenkung zu verlangen. Damit könnten im laufenden Jahr die Bestandesmieten tendenziell etwas günstiger werden.

### Interessante Ausschüttungen

Die Ausschüttungen der Schweizer Immobilienfonds sind auch auf den aktuellen Bewertungsniveaus noch interessant. Wohnimmobilienfonds zeichnen sich durch eine hohe Cashflow- und Ausschüttungssicherheit aus, weshalb die Ausschüttungsrendite oft niedriger ist als bei Gewerbeimmobilienfonds. Fonds, denen es über die Zeit gelingt, die Mieterträge zu steigern, Wertsteigerungen zu realisieren und die Kosten tief zu halten, haben gute Chancen, ihre Ausschüttungen zu erhöhen. Für den breiten Immobilienfondsmarkt liegt die durchschnittliche Ausschüttungsrendite aktuell bei 2.3%.

### Tiefzinsumfeld stützt erhöhte Bewertungen

Im vergangenen Jahr trugen nicht zuletzt sinkende Zinsen zum sehr erfreulichen Kursanstieg der Schweizer Immobilienfonds bei. Mit dem Kursanstieg sind aber auch die Bewertungen der Fonds gestiegen. Das aktuelle Agio, das heisst der Kursaufschlag auf den Nettoinventarwert der Immobilienfonds, liegt mittlerweile über dem historischen Durchschnitt. In Relation zum aktuell noch eher tiefen Zinsniveau kann die Bewertung jedoch als fair bezeichnet werden. Die tiefen Renditen am Schweizer Obligationenmarkt machen Immobilienfonds ebenfalls zu einer attraktiven Alternative, allerdings hat der Renditeanstieg bei den Obligationen in den letzten Wochen die relative Attraktivität etwas reduziert.

### Globale REITs von Handelszöllen weniger betroffen

Die internationalen Immobilienanlagen verzeichneten einen guten Jahresstart. Im Januar und Februar legten die Kurse leicht zu. Im März nahm jedoch die Unsicherheit an den US-Aktienmärkten zu, was auch die REITs-Kurse belastete. Bislang macht es jedoch den Anschein, dass Immobilienanlagen vom Hin und Her der Handelszölle weniger betroffen wären als andere Aktienbranchen. Relativ zum breiten US-Markt verzeichneten die US-REITs im März entsprechend auch geringere Abschlüsse. Europäische REITs litten hingegen unter dem



**Tom Eyer**  
Analyst Immobilienanlagen

Renditesprung in Europa Anfang März und schnitten schlechter als der breite Markt ab.

### Gesundheits- und Industrie-REITs gesucht

Im 1. Quartal 2025 verzeichneten bislang insbesondere Gesundheits- und Industrie-REITs kräftige Kursgewinne. Datenzentren, die 2024 starke Kurszuwächse verzeichneten, waren weniger gefragt und verzeichneten Kursverluste. Dass Rechenzentren weniger gefragt waren, dürfte mit dem allgemeinen Rückgang der Kurse von Technologiewerten zusammenhängen.

### Zinssenkungen könnten Impulse verleihen

US-REITs haben im Spannungsfeld von Konjunktursorgen, aber gleichzeitig tendenziell sinkenden Anleiherenditen verhalten positive Perspektiven. REITs der Eurozone dürften sich nach dem jüngsten Renditeanstieg wieder erholen und könnten auch von einem allfälligen Konjunkturaufschwung dank der angekündigten Stimulusprogramme profitieren. ■

---

## IN KÜRZE

**Schweizer Immobilienfonds stellen attraktive Anlagemöglichkeit im Tiefzinsumfeld dar**

**Wohnimmobilienfonds profitieren von robustem Mietwohnungsmarkt**

**Gemischte Schweizer Immobilienfonds bevorzugen**

**Internationale Immobilienanlagen dürften von tendenziell sinkenden Zinsen gestützt werden**

# MARKTÜBERBLICK

Die Aktienmärkte zeigten im 1. Quartal 2025 fast genau die gegensätzliche Entwicklung des Schlussquartals 2024: Während die europäischen Märkte kräftig aufholten, sackten die US-Indizes markant ab. Für Aktien der Industrieländer resultierte dadurch ein Minus, bei den Schwellenländeraktien reichte es dank der Stärke Chinas für ein Plus. An den Anleihemärkten kam es in

Europa dagegen zu Verlusten, spätestens seit dem Renditeanstieg Anfang März aufgrund der deutschen Fiskalpläne. Das beflügelte den Euro, der zum Franken deutlich zulegte. Der US-Dollar geriet hingegen unter Druck. Davon sowie von der generellen Verunsicherung profitierte das Gold und verbuchte nennenswerte Gewinne, während der Ölpreis Schwächen zeigte.

## Performance ausgewählter Finanzmarktindizes

Die dargestellten Renditezahlen sowie die Erwartungen beziehen sich auf die jeweilige Lokalwährung.

	Performance-Rückblick							Unsere Erwartung in 6-9 Monaten
	21.03.25	2025	2024	2023	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	
<b>Geldmarkt</b>								
Geldmarkt CHF 3 Mt.	117	0.1	0.7	0.7	0.6	0.3	-2.1	→
<b>Staatsanleihen</b>								
Schweiz (CHF)	178	-4.5	4.0	12.5	-0.1	-9.3	-4.2	→
Eurozone (EUR)	214	-1.8	0.3	6.3	0.3	-16.0	-9.6	→
Grossbritannien (GBP)	225	0.2	-4.0	3.6	-1.5	-27.3	-8.3	→
USA (USD)	2'350	2.6	0.6	4.1	4.8	-6.7	9.7	→
USA inflationsgeschützt (USD)	359	3.2	1.8	3.9	5.8	14.9	26.8	→
China (CNY)	240	-0.8	7.5	4.6	4.6	22.7	55.9	→
<b>Unternehmensanleihen</b>								
Denominiert in CHF	189	-1.0	5.1	5.7	3.4	8.4	6.0	→
Global (USD)	283	2.8	1.1	9.6	5.2	13.5	21.3	→
<b>EM-Anleihen</b>								
Hartwährung (USD)	454	2.7	5.8	9.6	7.7	18.4	34.2	→
Lokalwährung (USD)	151	1.6	1.7	6.9	3.8	15.4	24.4	↗
<b>Aktienindizes</b>								
Schweiz SMI	13'075	13.3	7.6	7.1	14.6	75.7	90.2	→
Schweiz SPI	17'291	11.8	6.2	6.1	12.4	64.2	84.4	→
USA (USD)	5'668	-3.3	25.0	26.3	9.6	165.7	221.9	↗
UK (GBP)	8'647	6.8	9.7	7.9	13.6	99.1	80.7	→
Eurozone (EUR)	561	11.3	10.1	19.5	12.3	132.4	99.4	↘
Japan (JPY)	2'804	0.7	20.5	28.3	2.6	146.4	123.1	→
China, Schanghai (CNY)	3'915	-0.3	18.2	-9.1	13.0	20.7	25.5	↗
Welt (USD)	3'690	-0.1	19.2	24.4	9.4	146.9	160.3	↗
Schwellenländer (USD)	1'131	5.7	8.1	10.3	11.1	62.4	54.5	→
<b>Immobilien</b>								
Schweizer Immobilienfonds	209	0.8	17.6	5.0	13.6	33.8	58.2	↗
REITs Global (USD)	133	1.0	1.9	10.7	5.3	62.5	29.1	→
<b>Rohstoffe</b>								
Breiter Rohstoffindex (USD)	1'862	5.1	5.9	-1.4	6.4	140.9	77.1	→
Gold (USD)	3'015	14.8	27.1	13.8	38.5	102.8	154.4	↗
Öl (Brent) (USD)	72	-3.5	-3.8	-8.5	-15.7	161.7	31.6	→
<b>Devisen</b>								
EUR/CHF	0.955	1.8	0.9	-5.8	-2.2	-9.4	-9.4	→
USD/CHF	0.883	-2.6	7.8	-9.0	-1.6	-10.5	-9.4	→
EUR/USD	1.081	4.4	-6.3	3.5	-0.5	1.1	0.1	→
GBP/USD	1.290	3.0	-1.8	6.0	1.8	9.8	-13.6	→
USD/JPY	148.990	-5.2	11.5	6.8	-1.7	33.8	23.9	↘
USD/CNY	7.255	-1.2	3.1	3.2	0.4	2.3	16.9	→

■ <-20% ■ <-10% ■ <0% ■ >0% ■ >10% ■ >20%

Pfeile für die Markteinschätzung: bei Aktien Abweichung von mehr als ±5%, bei allen anderen Anlagen: ±3%

# MAKROPROGNOSEN

Wir erwarten, dass die globale Wirtschaft dieses und nächstes Jahr moderat weiter wächst, auch unter Annahme, dass die US-Regierung Zölle einführen wird. Allerdings haben die Abwärtsrisiken zugenommen. Grund hierfür ist u.a., dass die erratische Zollpolitik der Trump-Regierung die Konsumenten und Firmen in den USA verunsichert. Im schlimmsten Fall führt das dazu, dass sich

Haushalte und Unternehmen mit Konsum und Investitionen zurückhalten. Aufwärtchancen für die Weltwirtschaft sehen wir dagegen in einer expansiveren Fiskalpolitik Deutschlands und Chinas. Seitens der Geldpolitik der Schweiz, des Euroraums und der USA stehen kaum noch stimulierende Effekte an. Die Währungshüter dürften die Zinssenkungszyklen bald beenden.

## Konjunktur- und Zinsprognosen

	BIP (% ggü. Vorjahr)			Inflation (% ggü. Vorjahr)			Leitzins (%)		Rendite 10 J. (%)	
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	21.03.25	in 6-9 Mt.	21.03.25	in 6-9 Mt.
Schweiz	1.3	1.5	1.7	1.1	0.4	0.8	0.25	0.25	0.72	0.75
Eurozone	0.8	1.3	1.5	2.4	2.1	2.1	2.50	2.25	2.77	2.85
Grossbritannien	0.9	1.0	1.5	2.5	3.2	2.6	4.50	4.00	4.71	4.45
USA	2.8	2.3	2.4	3.0	2.7	2.4	4.25-4.50	4.00-4.25	4.25	4.50
Japan	0.1	1.0	0.7	2.7	2.7	1.8	0.50	1.00	1.51	1.60
China	5.0	4.6	4.2	0.2	0.4	1.0	-	-	-	-
Brasilien	3.0	1.2	1.1	4.4	5.6	4.3	-	-	-	-
Russland	3.9	2.1	-0.3	8.5	9.4	6.0	-	-	-	-
Indien	6.4	6.7	6.8	5.0	4.4	4.6	-	-	-	-
Welt	3.0	2.8	2.7	-	-	-	-	-	-	-

## ÜBERBLICK WELTWIRTSCHAFT

### Wachstumsprognosen für das Gesamtjahr 2025

BIP-Wachstum 2025  $\geq 4.0\%$

BIP-Wachstum 2025  $\geq 2.0\%$  und  $< 4.0\%$

BIP-Wachstum 2025  $\geq 0\%$  und  $< 2.0\%$

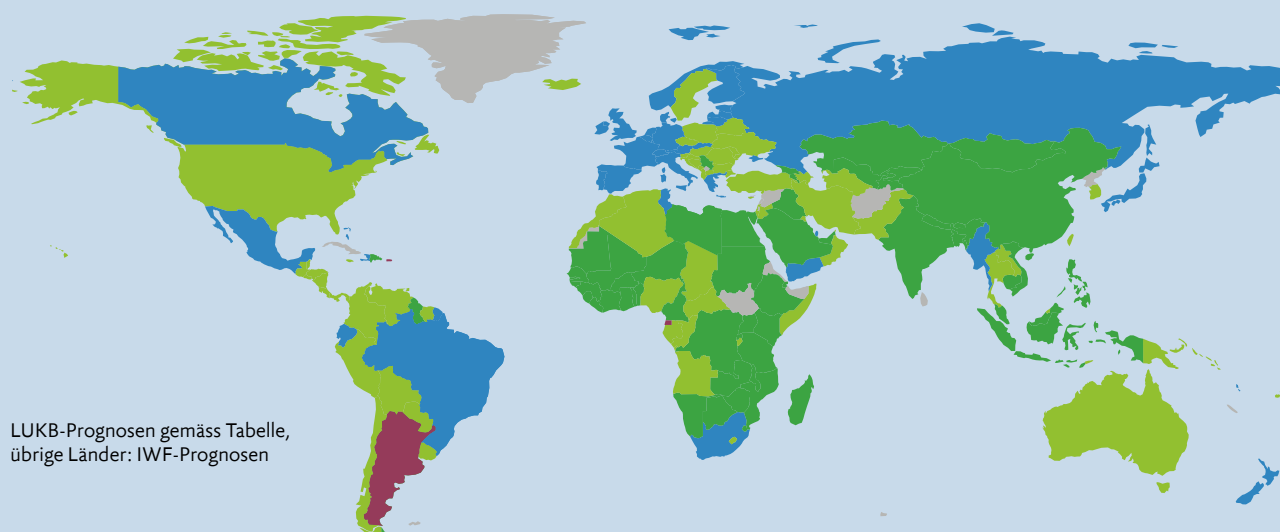
BIP-Wachstum 2025  $< 0\%$

● Sehr hohes Wachstum

● Moderates Wachstum

● Schwaches Wachstum

● Rezession



LUKB-Prognosen gemäss Tabelle, übrige Länder: IWF-Prognosen



**Luzerner Kantonalbank AG**

Pilatusstrasse 12

6003 Luzern

Telefon +41 (0) 844 822 811

info@lukb.ch

lukb.ch

**Disclaimer**

Diese Dokumentation dient ausschliesslich der Information und stellt keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Die verwendeten Informationen stammen aus Quellen, welche die Luzerner Kantonalbank als zuverlässig erachtet. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernimmt die LUKB keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Veröffentlichung. Die aufgeführten Informationen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Herausgabe dieses Dokuments. Änderungen sind jederzeit möglich. Die Dokumentation kann Werbeelemente enthalten. Die massgeblichen Produktdokumentationen mit Angaben zu Verkaufsbeschränkungen können per E-Mail (info@lukb.ch) oder telefonisch (+41 [0] 844 822 811) bei der Luzerner Kantonalbank AG bezogen werden. © 2025 Luzerner Kantonalbank



printed in  
**switzerland**

Gedruckt auf NAUTILUS® SuperWhite Papier der Mondi Paper Sales GmbH. Papier hergestellt in Österreich. NAUTILUS® ist ein 100%-Recycling-Papier, verfügt über die führenden Umweltzertifizierungen und ist Cradle to Cradle Certified® in der Stufe Bronze – ein eingetragenes Markenzeichen des Cradle to Cradle Products Innovation Institute.