

Anlagepolitik



Wandelbarkeit

 **Luzerner
Kantonalbank**

Q4 | 2025

Unsere Markteinschätzung

Seite 7

Fokusthema

KI – Top oder Flop?

Nicht überall sind die Erfolge sichtbar

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

Die US-Notenbank hat die Leitzinsen gesenkt und weitere Senkungen signalisiert. Die Finanzmärkte haben diese Nachricht mit Freuden aufgenommen. Denn der Wachstumsausblick in den USA ist trotz einer Eintrübung grundsätzlich intakt - bei gleichzeitig noch erhöhter Inflation.



Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

«Sinkende US-Leitzinsen dürften die Finanzmärkte weiter stützen. Die Luft ist aber dünner geworden.»

Ein solches Umfeld stützt normalerweise risikoreichere Vermögenswerte wie Aktien. Es überrascht daher wenig, dass etliche Aktienmärkte neue Allzeithochs verzeichnen konnten. Allerdings sind dadurch auch die Bewertungen auf erhöhte Niveaus gestiegen, was wenig Raum für Enttäuschungen lässt.

Die Märkte wurden zudem von der anhaltenden Fantasie beim Thema künstliche Intelligenz beflügelt. Im Fokustext der aktuellen Ausgabe der Anlagepolitik beleuchten wir unter anderem, ob diese Euphorie noch gerechtfertigt ist, wo sich Gewinner und Verlierer finden und wie hoch das Risiko einer Marktblase ist.

Ich wünsche Ihnen eine interessante Lektüre.

Ihr Björn Eberhardt,
Leiter Investment Office

Unsere Einschätzung in einem kurzen Video:
lukk.ch/anlagepolitik-positionierung

INHALT

- 4 | Highlights
- 6 | Basisszenario
- 7 | Markteinschätzung
- 8 | Konjunktur und Geldpolitik
- 10 | KI - Top oder Flop?
Nicht überall sind die Erfolge sichtbar
- 14 | Festverzinsliche Anlagen
- 16 | Aktienmärkte
- 18 | Rohstoffe
- 19 | Währungen
- 20 | Immobilien
- 22 | Marktüberblick
- 23 | Makroprognosen

HIGHLIGHTS

MAKRO- UND RISIKO-UMFELD

Unsere Indikatoren signalisieren ein stützendes Umfeld für die Finanzmärkte. Das ist insbesondere auf die sich bessernde Liquidität, die hohe Risikobereitschaft und die etwas erhöhte Inflation zurückzuführen. Die Wachstumsabschwächung ist jedoch ein Gegengewicht.

■ 3. Quartal 2025 ■ 4. Quartal 2025



LIQUIDITÄT

Der Liquiditätsindikator hat sich kontinuierlich verbessert aufgrund der Erwartung von US-Leitzins-Senkungen und dürfte in den kommenden Monaten weiter steigen.



RISIKO-UMFELD

Die Risikobereitschaft der Marktteilnehmer hat sich zuletzt deutlich erholt. Sie bleibt damit einer der wichtigsten stützenden Faktoren für risikoreichere Vermögenswerte.



WACHSTUM

Das globale Wachstumsbild hat sich etwas eingetrübt. Unsicherheiten über die US-Handelspolitik sowie die schleppende Konjunkturdynamik in China sind die wichtigsten Gründe.



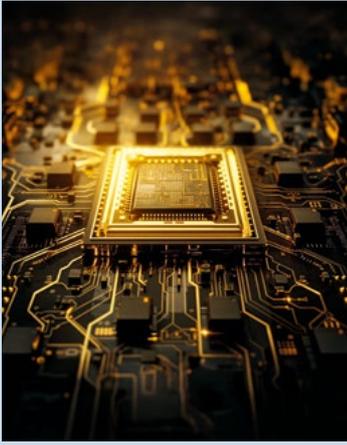
INFLATION

Der Rückgang des Inflationsdrucks ist fast zum Stillstand gekommen. Insbesondere in den USA ist die Inflation derzeit erhöht und könnte wegen der Zölle sogar wieder etwas ansteigen.

UNSERE POSITIONIERUNG

Liquidität	◀
Festverzinsliche Anlagen	◀
Aktienmärkte	◀
Immobilien	◀
Edelmetalle und Rohstoffe	▶

◀ ▶ Veränderung ■ stärker untergewichtet ■ leicht untergewichtet ■ neutral ■ leicht übergewichtet ■ stärker übergewichtet



FOKUSTHEMA

KI - Top oder Flop? Nicht überall sind die Erfolge sichtbar

Das Thema künstliche Intelligenz beschäftigt den Markt weiter. In den allgemeinen Optimismus mischt sich zunehmend Skepsis, und angesichts der hohen Erwartungen ist das Rückschlags-Potenzial gewachsen.

AKTIEN

Die Bewertung vieler Aktienmärkte ist erhöht. Es stützen aber u.a. das Marktmomentum, die Aussicht auf sinkende US-Leitzinsen und ein intaktes Wachstum. Wir raten zu einer leicht untergewichteten Aktienquote mit einem Fokus auf den Raum Pazifik sowie die Sektoren Technologie und Versorger.

ANLEIHEN

Schweizer Anleihen sollten untergewichtet werden, mit Unternehmensanleihen als primäre Wahl. Staatsanleihen dagegen sind teuer. Aufwärtsrisiken für die Renditen sehen wir vor allem am langen Ende. Wir bevorzugen hochwertige Euro-Anleihen mit Währungsabsicherung. Breit diversifizierte Obligationen aus Schwellenländern stellen aus unserer Sicht unverändert eine gute Alternative dar.



ROHSTOFFE

Der Ausblick für den Goldpreis ist trotz der jüngsten Rallye intakt: Tiefere US-Leitzinsen bei erhöhter Inflation sowie Zentralbankkäufe stützen. Energie und Basismetalle bieten aufgrund eines hohen Angebots weniger Potenzial.

IMMOBILIEN



Schweizer Immobilienfonds sind fundamental unterstützt durch eine hohe Wohnungsnachfrage, tiefe Zinsen und intakte Konjunkturaussichten. Die hohe Bewertung beschränkt aber das Kurspotenzial. Bei internationalen Immobilienanlagen fehlen die Aufwärtsperspektiven u.a. angesichts langsameren US-Wachstums.

BASISSZENARIO

Die Weltwirtschaft wächst in den nächsten Quartalen moderat. Der private Konsum bleibt dabei in den meisten Industrieländern der wichtigste Wachstumsmotor. Er profitiert von gestiegenen Realeinkommen. Zusätzlich stützen öffentliche Stimulierungsmassnahmen beispielsweise in den USA und Deutschland die Wirtschaft. Das ist auch nötig, da von den gestiegenen US-Zöllen dämpfende Effekte auf die Weltwirtschaft ausgehen. Die Fed dürfte nochmals die Leitzinsen senken.

Erwartete Marktauswirkungen

Das Umfeld ist intakt für Aktien und Risikoprämien von Unternehmensanleihen, deren Bewertungen aber bereits erhöht sind. Die Renditen von Staatsanleihen dürften seitwärts bis leicht höher tendieren. Rohstoffe und Immobilienanlagen erscheinen gut unterstützt.

ALTERNATIVSZENARIEN

1. Scharfe Rezession

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

Erwartete Marktauswirkungen

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

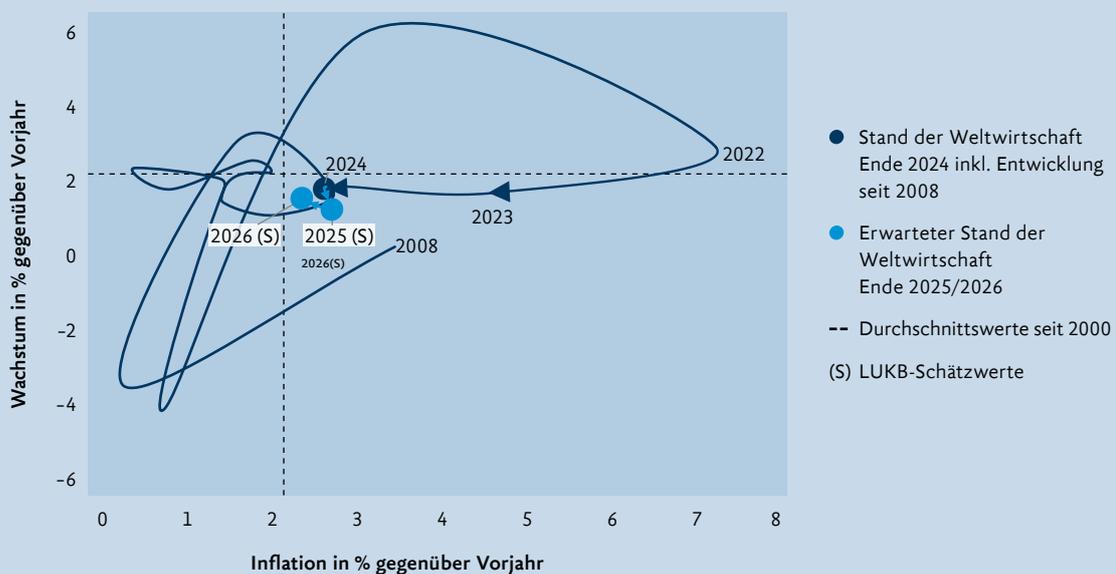
2. Globaler Aufschwung

Mögliche Auslöser: Produktivitäts-Boom dank KI, dauerhafte Lösung der Handelskonflikte, kräftiger Fiskalstimulus, nachhaltiger Frieden in der Ukraine u. Ä.

Erwartete Marktauswirkungen

Positiv für Aktien, Unternehmens- und Schwellenländeranleihen, Immobilien, zyklische Währungen wie den Euro, industriell genutzte Rohstoffe.

Wirtschaftswachstum und Inflation in den Industrieländern seit 2008



MARKTEINSCHÄTZUNG

Die Finanzmärkte zeigen derzeit eine ausgeprägte Risikobereitschaft, die Rückschlagsgefahren birgt. Die Lockerung der US-Geldpolitik, die intakte globale Konjunktur und die erhöhte US-Inflation schaffen aber ein vorerst stützendes Umfeld. Aus diesem Grund raten wir nur zu einer leicht tieferen Aktienquote. Dabei sind für uns die

Sektoren Technologie und Versorger attraktiv. Obligationen sollten leicht übergewichtet werden. Bei Energie und Basismetallen raten wir zu einer Gewichtung gemäss Anlagestrategie, bei Gold zu einem Übergewicht. Im Immobilienbereich bevorzugen wir Schweizer Immobilienfonds.

Markteinschätzungen und Positionierung per 24. September 2025

Anlageklasse		Kommentar
Liquidität		Wir reduzieren die Liquiditätsquote weiter, da wir in anderen Anlageklassen bessere Renditen erwarten
Festverzinsliche Anlagen		Bei Festverzinslichen Anlagen raten wir zu einem leichten Übergewicht aufgrund der in einigen Märkten noch ansprechenden Renditen
CHF		Wir bleiben bei Schweizer Anleihen aufgrund der hohen Bewertung bei einem leichten Untergewicht
EUR		Anleihen aus der Eurozone mit hoher Bonität sollten stärker gewichtet werden, da das Renditeniveau auch nach Absicherungskosten interessant ist
GBP		Die Unsicherheit bezüglich der Fiskalpolitik bleibt ein Risiko für GBP-Anleihen
USD		Die Erwartungen bezüglich US-Zinssenkungen erscheinen optimistisch, weshalb wir das Gewicht reduzieren. Wir bevorzugen inflationsgeschützte Anleihen
Schwellenländer		Schwellenländeranleihen in Hart- und Lokalwährung sehen wir aufgrund der Bewertung weiterhin als attraktive Diversifikationsmöglichkeit
Aktienmärkte		Aufgrund der erhöhten Unsicherheiten und Marktbewertungen empfehlen wir ein leichtes Untergewicht
Schweiz		Der hohe Anteil des Gesundheitssektors birgt wegen der US-Politik Risiken für den Schweizer Aktienmarkt. Die Bewertung ist aber fair
Eurozone		Wir bleiben bei Aktien aus der Eurozone vorsichtig. Im Fall einer globalen Wachstumsabschwächung würde der zyklische Markt besonders getroffen
Grossbritannien		Die Wachstumstreiber fehlen derzeit für den UK-Aktienmarkt, was sich auch in schwachen Gewinnerwartungen ausdrückt
Nordamerika		Die erhöhte Bewertung von US-Aktien wird vom intakten Gewinnausblick gestützt, wobei wir Massnahmen zur Reduktion der Marktkonzentration empfehlen
Pazifik		Der japanische Markt ist fundamental gut unterstützt und profitiert von Reformen. Aufgrund der jüngsten Rally ist aber auch die Bewertung gestiegen
Schwellenländer		Die Region profitiert vom schwachen US-Dollar und ihrem Tech-Exposure. Die Bewertung ist jedoch teilweise auf erhöhten Niveaus
Realwerte		
Immobilienfonds Schweiz		Wir bleiben aufgrund der vergleichsweise attraktiven Ausschüttungsrenditen bei einem moderaten Übergewicht
Immobilien global (REITs)		Internationale Immobilienanlagen sind fair bewertet, jedoch fehlen momentan angesichts des moderaten Wachstums die Treiber
Gold		Der Goldpreis ist fundamental weiter gut unterstützt (Zentralbankkäufe, erhöhte Unsicherheit, steigende Staatsverschuldung)
Rohstoffe (ohne Agrar)		Das Spannungsfeld von geopolitischen Risiken und Konjunktursorgen dürfte anhalten, was für eine neutrale Position spricht
Fremdwährungen vs. Franken		Durch die Verschiebungen bei den Anlageklassen steigt der Fremdwährungsanteil an, weshalb wir das Ausmass der Währungsabsicherung erhöhen

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

Konjunktur und Geldpolitik

Die globale Wirtschaft wächst moderat. Die gestiegenen Zölle dämpfen das Wachstum. Dagegen erholt sich die Inlandsnachfrage vielerorts. Die Notenbanken nehmen meist eine abwartende Haltung ein.

Die Weltwirtschaft hat sich allen Widrigkeiten zum Trotz in den letzten Monaten solide entwickelt. Gleichzeitig deuten die meisten Konjunkturdaten auch für die nächsten Quartale auf ein robustes Wachstum in den Industrieländern hin. Positive Impulse gehen dabei von den vergangenen Leitzinssenkungen aus. Davon profitiert vor allem die Binnennachfrage. Zusätzlich stützen öffentliche Stimulierungsmassnahmen beispielsweise in den USA und Deutschland die Wirtschaft. Das ist auch nötig, da von den gestiegenen US-Zöllen dämpfende Effekte auf die Konjunktur ausgehen.

Globale Wirtschaft wächst moderat

Insgesamt erwarten wir, dass die Weltwirtschaft dieses Jahr an Fahrt verliert. Nachdem sie 2024 um 3% gegenüber dem Vorjahr gestiegen ist, dürfte sich das Wachstum dieses Jahr auf 2.7% verlangsamen. Vor allem die Abschwächung der US-Wirtschaft und der Wirtschaft Chinas macht sich dabei bemerkbar. Für 2026 erwarten wir ein globales Wirtschaftswachstum von 2.4%. Die Abwärtsrisiken haben aber zugenommen. Wir sehen sie vor allem darin, dass sich die Zollpolitik verschärft.

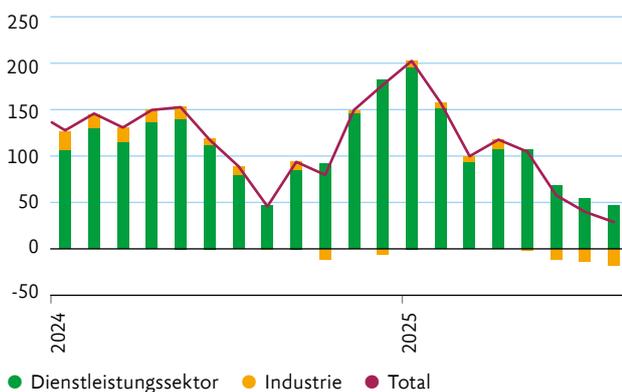
Darüber hinaus könnte ein anhaltender Anstieg der längerfristigen Zinsen die Wirtschaft beeinträchtigen. Aufwärtsschancen liegen dagegen insbesondere in einer expansiven Fiskalpolitik Deutschlands, Chinas und der USA.

USA bremsen ab

Die US-Wirtschaft wächst langsamer. Die Verlangsamung ist dabei selbst verschuldet. Gründe sind u.a. die gestiegenen Zölle auf Einfuhrgüter. Damit verteuern sich beispielsweise die Herstellungskosten im Inland. Gleichzeitig nehmen die Konsumentenpreise für Güter mit einem hohen Importanteil tendenziell zu. Hinzu kommt, dass die Zollpolitik der Trump-Regierung erratisch ist. Das beeinträchtigt die Investitionsentscheidungen der Unternehmen, denn Unsicherheit ist Gift für Investitionen. Firmen halten sich daher auch mit dem Stellenaufbau zurück. Parallel zur geringeren Nachfrage nach Arbeitskräften nimmt allerdings auch das Angebot an Arbeitskräften ab. Grund hierfür ist, dass die Trump-Administration die Zuwanderung in die USA deutlich eingeschränkt hat. Insbesondere in der Bauwirtschaft, im Beherbergungs- und Gaststättengewerbe sowie in Teilen des Verarbeitenden Gewerbes fehlt nun Personal. Für dieses und nächstes Jahr erwarten wir insgesamt eine deutliche Verlangsamung des realen Wirtschaftswachstums auf 1.7% bzw. 1.6%. Für die Inflationsrate gehen wir davon aus, dass sie zollbedingt in den kommenden Monaten über 3% steigen wird. Hierbei ist noch schwer abzuschätzen, ob die Inflation dauerhaft auf erhöhtem Niveau bleibt. Vor die-

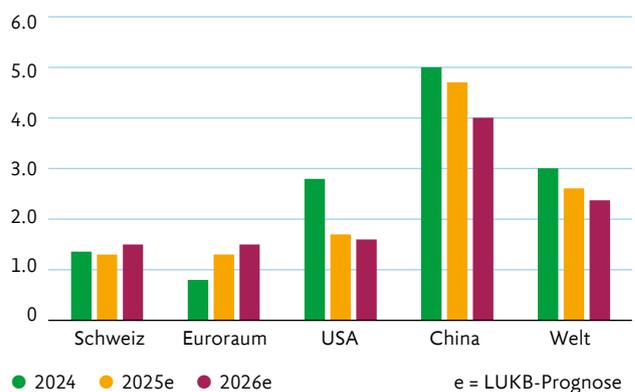
Beschäftigung in der US-Privatwirtschaft

Veränderung in Tausend zum Vormonat, geglättet



Wirtschaftswachstum und Prognosen

Bruttoinlandprodukt in % gegenüber Vorjahr, preisbereinigt



sem Hintergrund rechnen wir nicht damit, dass die US-Notenbank (Fed) in eine Zinssenkungsspirale fallen wird. Doch aufgrund der schwächeren Beschäftigungsentwicklung gehen wir davon aus, dass sie den Leitzins bis Jahresende um weitere 25 Basispunkte auf die Spanne von 3.75-4% senken wird.

Euroraum erholt sich allmählich

Die Wirtschaft im Euroraum erholt sich langsam, aber stetig. Das trifft vor allem auf die Binnenwirtschaft zu. Diese profitiert einerseits von steigenden Realeinkommen. Andererseits wirken die vergangenen Zinssenkungen der EZB stützend. So nimmt die Nachfrage der privaten Haushalte und Unternehmen nach Krediten beispielsweise zur Finanzierung von Bau- und Ausrüstungsinvestitionen zu. Zusätzlich gehen von den höheren Ausgaben der Mitgliedsländer für Rüstung und Verteidigung sowie den Massnahmen einiger Staaten zur Stimulierung der Wirtschaft positive Wachstumsimpulse aus. Die höheren US-Zölle beeinträchtigen dagegen das Wachstum. Immerhin konnten sich die EU und die USA darauf einigen, dass der Zollsatz auf die meisten EU-Güter 15% betragen soll. Doch rechtsverbindlich ist die Erklärung noch nicht. Insgesamt erwarten wir, dass die Wirtschaftsleistung dieses und nächstes Jahr inflationsbereinigt um 1.3% respektive 1.5% wachsen wird. Die Inflationsrate dürfte in den nächsten Monaten knapp über der Marke von 2% bleiben. Daher gehen wir davon aus, dass die EZB ihren Leitzins an den nächsten Sitzungen bei 2% unverändert lassen wird.

Schweiz trotz den US-Zöllen

Die Schweizer Wirtschaft entwickelt sich trotz höherer US-Zölle positiv. Dennoch wird es Schleifspuren geben. Insbesondere die auf die USA ausgerichtete Exportindustrie dürfte unter den höheren US-Zöllen leiden. Positive Impulse dürften dagegen vermehrt vom Euroraum ausgehen, wo sich die Wirtschaft allmählich erholt. Als Fels in der Brandung der Schweizer Wirtschaft sehen wir den privaten Konsum. Dieser wird von steigenden Realeinkommen und einer positiven Beschäftigungsentwicklung gestützt. Auch der Dienstleistungssektor dürfte in den kommenden Quartalen positiv zum Wirtschaftswachstum beitragen. Per Saldo erwarten wir somit ein moderates Wirtschaftswachstum von 1.3% für dieses und 1.5% für nächstes Jahr. Die Inflationsrate dürfte in den nächsten Monaten auf



Brian Mandt
Chefökonom

niedrigem Niveau steigen. Wir rechnen daher damit, dass die SNB den Leitzins bei 0% belassen wird. Sollte es allerdings zu einer deutlichen Abkühlung der Wirtschaft kommen und Deflation drohen, dürfte es zu einer weiteren Zinssenkung kommen.

China kämpft mit strukturellen Problemen

Chinas Wirtschaft wächst scheinbar solide. Doch die Wachstumszusammensetzung ist alles andere als günstig. Problematisch ist nach wie vor, dass die Inlandsnachfrage nicht nachhaltig wächst. Die privaten Haushalte halten sich seit der Coronakrise mit ihrem Konsum zurück. Die Führung Chinas versucht zwar, den Konsum mit Anreizen anzukurbeln, doch diese verpuffen. Zusätzlich bläst Gegenwind seitens der höheren US-Zölle entgegen. Wir erwarten daher, dass die Wirtschaft dieses Jahr um 4.7% wachsen und das Wachstumsziel der Regierung damit verfehlt wird. ■

Unsere Einschätzung in einem kurzen Video:
lukb.ch/anlagepolitik-konjunktur

IN KÜRZE

Globale Wirtschaft wächst moderat

US-Wachstumsdynamik lässt nach, Inflation bleibt erhöht

Euroraum nimmt hingegen Fahrt auf

Schweizer Wirtschaft trotz den höheren Zöllen

Weitere Zinssenkung in den USA erwartet, EZB und SNB warten zu

KI - Top oder Flop? Nicht überall sind die Erfolge sichtbar



Das Thema künstliche Intelligenz beschäftigt den Markt weiter. In den allgemeinen Optimismus mischt sich allerdings zunehmend Skepsis. Die Anleger wollen Erfolge bei der Monetarisierung sehen.

Marcus Bäumer Finanzanalyst

Nach der grossen anfänglichen Euphorie ist in die Debatte rund um die Gewinner und Verlierer der Fortschritte im Bereich «Künstliche Intelligenz» (KI) etwas mehr Realismus eingekehrt. Klare Erfolge können noch immer die Chipproduzenten verbuchen. Etwas weniger eindeutig ist die Lage bei den Anwendern von KI im Technologie- und Medien-Sektor. Hier reicht die Spanne von finanziell deutlich zählbarem Erfolg bis zu Sorgen hinsichtlich der Tragbarkeit des bisherigen Geschäftsmodells. In den übrigen Sektoren bleiben die Auswirkungen, bis auf wenige selektive Ausnahmen, immer noch überschaubar.

Direkte Gewinner ...

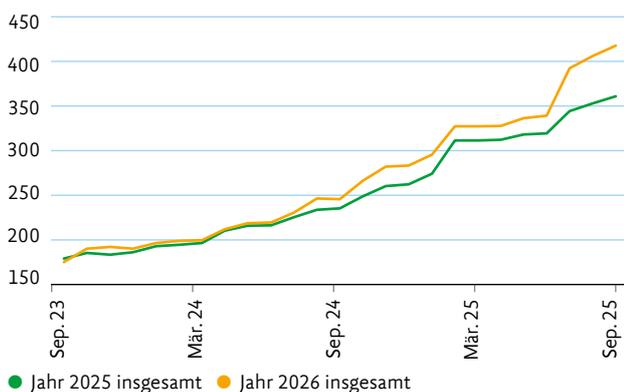
Ziemlich eindeutig bleibt der Erfolg von Nvidia. Die Nachfrage nach Chips für Rechenzentren ist unverändert stark. Das zeigt sich auch beim Umsatz, der im

Schnitt der letzten zwei Jahre um jeweils USD 4 Mrd. zum Vorquartal wuchs, allerdings mit grossen Schwankungen. Das Unternehmen erwartet bis zum Ende der Dekade Ausgaben für KI in der Grössenordnung von USD 3'000 bis 4'000 Mrd. Das liesse noch jede Menge Potenzial für weiteres Umsatzwachstum.

Auch die Entwicklung der Investitionsbudgets namhafter Betreiber von Rechenzentren (Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft) spricht eine deutliche Sprache. Der Markt rechnet im laufenden Jahr mit Ausgaben von USD 360 Mrd., was einem Anstieg von 56% entspricht. Nächstes Jahr sollen es nochmals 16% mehr werden. Bezogen auf die amerikanische Wirtschaftsleistung entsprechen allein diese Investitionen einem Beitrag von etwas mehr als 1%. Interessant ist auch, dass die Investitionsbudgets stetig angehoben wurden, sprich: Das

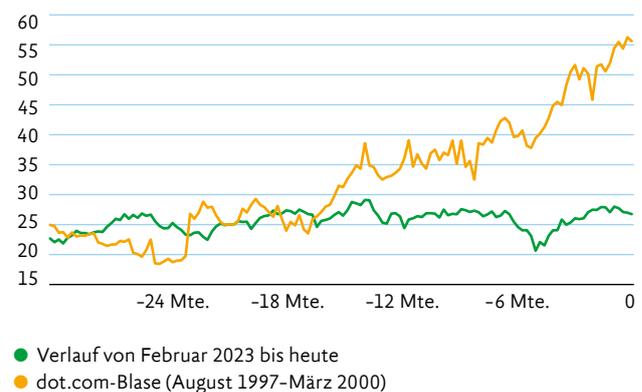
Entwicklung der geschätzten Investitionsausgaben

in USD Mrd., Summe von Alphabet, Amazon, Meta und Microsoft



Technologie-Aktien im historischen Vergleich

Kurs-Gewinn-Verhältnis, IT-Aktien im MSCI Welt (alle Länder)



Wachstum für das Jahr 2026 könnte noch höher als bisher angenommen ausfallen (siehe Abbildung 1).

Die grossen Rechenzentren-Betreiber haben allen Grund, in KI zu investieren, denn sie können bereits nachweisen, dass sich die Ausgaben lohnen. Bei den Cloud-Anbietern ist es die Nachfrage nach Kapazitäten von Kunden, und bei den Internetiesen kommt noch der Einsatz für die gewinnbringende Zuspiegelung von Werbung hinzu. Allerdings geht von den enormen Ausgaben ein gewisser Margendruck aus.

... und indirekte Profiteure

Der Investitionsboom dürfte für ein gutes Umfeld für Halbleiterunternehmen mit einer direkten Exponierung gegenüber KI sorgen. Das gilt nicht nur für Prozessoren, sondern auch für Speicher und Netzwerkchips. Betroffen ist dabei die gesamte Wertschöpfungskette von Software für den Entwurf der Chips bis hin zur eigentlichen Produktion. Auch bei Software- und Kommunikations-Aktien gibt es Beispiele, dass Endkunden bereit sind, für KI-basierte Werkzeuge zu zahlen (z.B. für die Generierung von Inhalten oder die Datenanalyse).

Ein weiterer Profiteur ist der Versorger-Sektor. Den Stromversorgern - und zwar Erzeugern und Netzbetreibern - spielt der enorme Stromhunger der Rechenzentren in die Hände. In den USA ist das bereits in Form von Verträgen zur Versorgung von Rechenzentren mit (Atom-)Strom und in einem Anstieg der Stromnachfrage sichtbar. Das ist auch ein Grund für unsere positive Haltung zum Versorger-Sektor.

Alte und neue Zweifel

Unverändert steht die Frage im Raum, ob sich die enormen Investitionen auszahlen werden. Ein Teil der Kapazitätsaufrüstung geschieht auch, weil die Anbieter von einer steigenden Nachfrage ausgehen. Dafür ist es zunächst nicht von Bedeutung, ob die Kapazitäten von wenigen extrem leistungshungrigen KIs ausgelastet werden oder von enorm vielen sehr effizienten KIs (z.B. dem chinesischen DeepSeek). Fraglich ist allerdings, welche Arten von KIs eine Rolle spielen werden.

Grosse Sprachmodelle wie ChatGPT werden es kaum sein, denn hier werden die bestehenden Hürden immer besser sichtbar. Fortschritte bei der Entwicklung einer «Künstlichen Allgemeinen Intelligenz» mit kognitiven Fähigkeiten könnten der Schlüssel zu einem breiteren sinnvollen Einsatz sein.

Allerdings beschäftigt sich der Markt auch mit der Frage, welche Aktivitäten oder Unternehmen Opfer einer stärkeren Verbreitung von KI-Anwendungen werden könnten. Sorgenfalten gibt es bereits bei Werbeagenturen, denn generative KIs könnten einen Teil der Arbeit übernehmen. Die Generierung von Bildern, Werbefilmen oder ganzen Kampagnen könnte von Maschinen übernommen werden. Die Entwicklung des dahinterstehenden kreativen Gedankens aber eher nicht.

Einem ähnlich gelagerten Problem sehen sich IT-Service-Unternehmen gegenüber. Die Einführung neuer Tech-

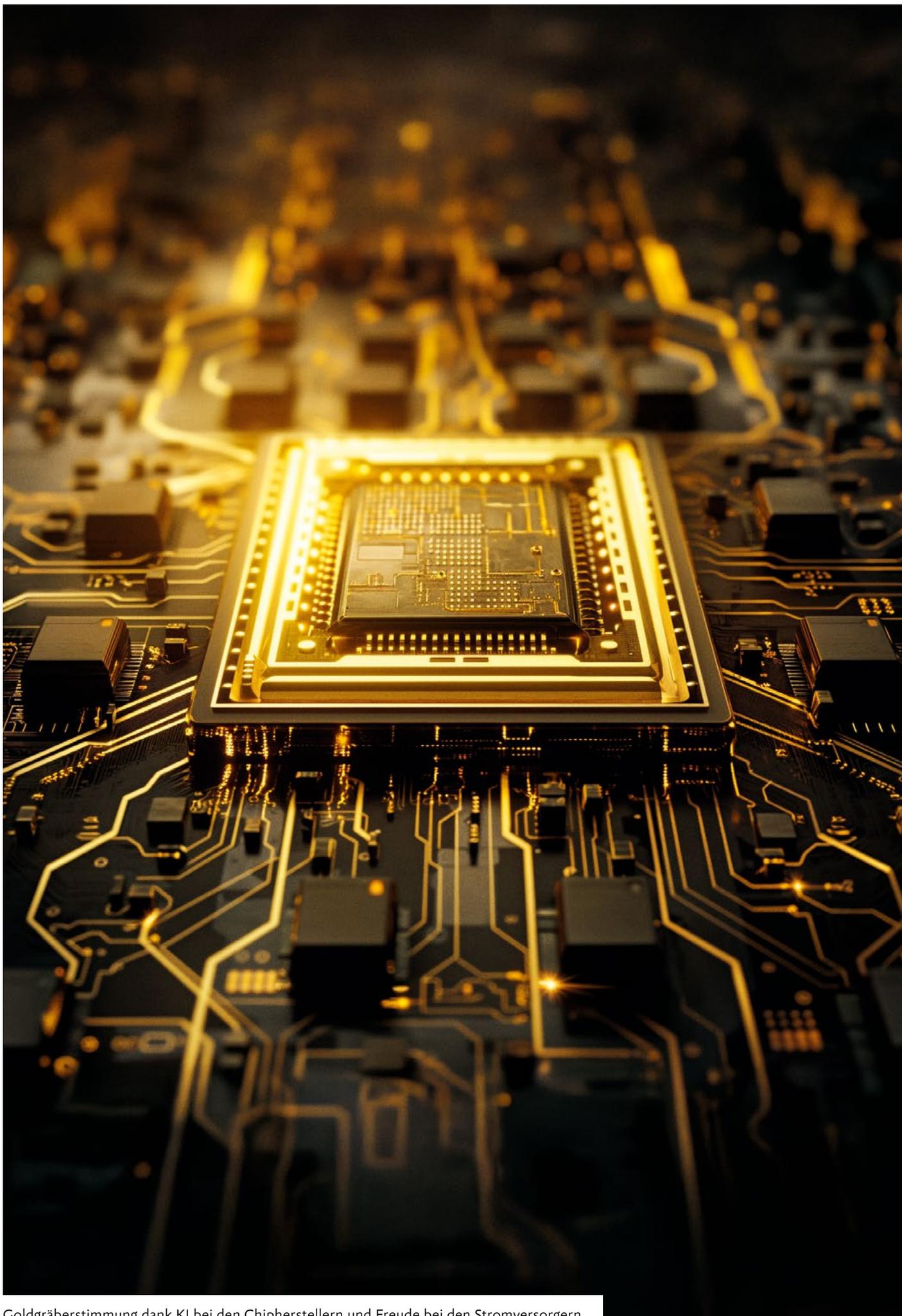
nologien sorgt grundsätzlich für Nachfrage. Zudem könnten Leistungen effizienter erbracht werden. Genau das könnte dem Sektor zum Verhängnis werden, wenn Kunden deshalb niedrigere Preise verlangen. Das würde zu Druck auf die Umsatzentwicklung führen und gegebenenfalls auch auf die Margen.

Neuerlich wurden auch Softwareanbieter als mögliche Leidtragende ausgemacht. Schliesslich könnten KIs ja in Windeseile für die jeweils anstehende Aufgabe optimierte Programme schreiben. Die Diskussion geht allerdings an einem unveränderten Problem von generativen KIs vorbei: Sie haben keinerlei Verständnis für das Problem und auch keine Denkfähigkeit. Ein Programm mag schlüssig aussehen und womöglich sogar lauffähig sein. Allerdings empfiehlt es sich, das Programm Zeile für Zeile genau zu überprüfen.

Wenige erfolgreiche Projekte

Vor kurzem sorgte eine Studie des MIT (Massachusetts Institute of Technology) für Aufsehen, die eine extrem hohe Rate an erfolglosen KI-Projekten angab. Nur 5% aller Pilotprojekte im Bereich generativer KI hätten demnach eine messbare positive Auswirkung auf den Gewinn. Die Studie kommt ausserdem zum Schluss, dass

«Die Ausgaben für den Ausbau der Kapazitäten sind enorm hoch.»



Goldgräberstimmung dank KI bei den Chipherstellern und Freude bei den Stromversorgern.

lediglich der Technologie- und der Kommunikations-Sektor bisher Anzeichen einer deutlichen Auswirkung des Einsatzes von KI zeigen. Allerdings sollte das auch in dem Kontext gesehen werden, dass die Möglichkeiten von generativen KIs vermutlich anfänglich überschätzt wurden. Die Hauptbarriere für ein erfolgreiches Projekt ist, dass generative KIs nicht dazulernen.

Interessanterweise stellten die Autoren ebenfalls fest, dass die Mitarbeiter von 90% der befragten Unternehmen regelmässig persönliche Abos für ChatGPT oder ähnliche generative KIs in ihrer täglichen Arbeit einsetzen. Das kann helfen, Teile der regelmässigen Aufgaben zu automatisieren. Das Ergebnis mag nicht unmittelbar in dem Zahlenwerk eines Unternehmens sichtbar sein, aber es dürfte selektiv zu Einsparungen und Effizienz-Steigerungen führen. Der öffentliche Fokus auf generative KIs verstellt aber immer noch den Blick auf den sehr erfolgreichen Einsatz von spezialisierten KIs für beispielsweise die Internetsuche oder für Übersetzungen.

Ist es eine Blase?

Gemessen an der eigenen Historie ist die Bewertung (Kurs im Verhältnis zum geschätzten Gewinn der nächsten 12 Monate) des Technologie-Sektors zweifellos erhöht. Die Erwartungen an KI sind enorm hoch und damit einher geht ein stark gewachsenes Rückschlags-Potenzial. Verglichen mit dem Bewertungsniveau an der Spitze der dot.com-Bubble ist der Sektor jedoch noch geradezu billig. Im März 2000 war die Bewertung etwa doppelt so hoch wie jetzt (siehe Abbildung 2). Allerdings bewegen sich die Bewertungen unter den KI-Aktien in einer sehr grossen Spanne. Einige sind mit einem noch vertretbaren KGV von 30 bewertet, und am oberen Ende findet sich ein fundamental nicht mehr zu rechtfertigendes KGV von etwa 200.

KI bleibt struktureller Wachstumstreiber

KI dürfte zu den grösseren technologischen Fortschritten gehören. Der zunehmende Einsatz ändert zumindest die Nutzererfahrung und kann durch Automatisierung zu Effizienzgewinnen führen. Für diejenigen Unternehmen, die Letzteres erfolgreich umsetzen, könnte daraus ein Wettbewerbsvorteil resultieren. Sie sollten Produkte oder Dienstleistungen effizienter bereitstellen können bzw. eine bessere Qualität erreichen.

Für den Technologie-Sektor sollte der zunehmende Einsatz von KI zu den längerfristig tragfähigen Trends gehören, die den Sektor antreiben. Diese starken strukturellen Trends sind ein wesentlicher Faktor für die gute Performance von Technologie-Aktien. Das ist einer der Gründe, warum wir eine positive Haltung zu dem Sektor haben.

Kurzfristig ist die Visibilität bei den sogenannten Enablern (Chips, Chipproduktion, Betreiber von Rechenzentren) und Stromversorgern am höchsten. Im Bereich Software gibt es ebenfalls erste ermutigende Anzeichen, aber der Markt wird stärkere Beweise für eine erfolgreiche Monetarisierung sehen wollen. Im Medien-Sektor deutet sich eine Spaltung in Unternehmen an, deren Geschäftsmodell durch KIs angegriffen wird (z.B. Werbeagenturen), und solche, die KI erfolgreich einbinden können (Internetkonzerne).

Bei den übrigen Sektoren hat KI bereits mehr oder weniger strukturiert Eingang gefunden. Für den Industrie-Sektor ist sie beispielsweise ein etabliertes Instrument zur Produktionsüberwachung und im Finanz-Sektor zur Verhinderung von Betrug. KIs scheinen geradezu prädestiniert, um im Gesundheits-Sektor bildgebende Verfahren zu unterstützen. Allerdings ist das bisher noch nicht im grossen Stil sichtbar.

«KI ist einer der langfristig tragenden Trends, der den Technologie-Sektor antreibt.»

In vermutlich allen Sektoren scheinen generative KIs bereits informell Eingang in den Arbeitsprozess gefunden zu haben. Dies könnte eine gute Basis für erfolgversprechende Standardisierung und damit erfolgreiche Produkte sein. Die Identifikation von Unternehmen, die KI gewinnbringend einsetzen, dürfte allerdings herausfordernd bleiben. ■

Unsere Einschätzung in einem kurzen Video:
lukb.ch/anlagepolitik-fokus

Festverzinsliche Anlagen



Marc Häfliger
Anlagestrategie

Wir reduzieren US-Staatsanleihen nach der zuletzt guten Kursentwicklung auf ein leichtes Untergewicht. Im Schweizer Tiefzinsumfeld sind Unternehmensanleihen interessant. Schwellenländeranleihen sowie hochwertige Euro-Anleihen bleiben attraktive Alternativen.

Das 3. Quartal 2025 stand im Zeichen sinkender US-Renditen und einer damit einhergehenden guten Performance von US-Staatsanleihen. Gründe für den Rendite-Rückgang in den USA waren die deutlich gestiegenen Erwartungen für Zinssenkungen durch die US-Notenbank Fed sowie ein sich abschwächender Arbeitsmarkt. Ein gemischtes Bild zeigte sich derweil in Europa. So stiegen die Renditen insgesamt leicht an, insbesondere in Frankreich, wo nach einem Regierungswechsel nun die schwierige Aufgabe ansteht, einen Haushaltsplan durch ein Parlament ohne klare Mehrheit zu bringen.

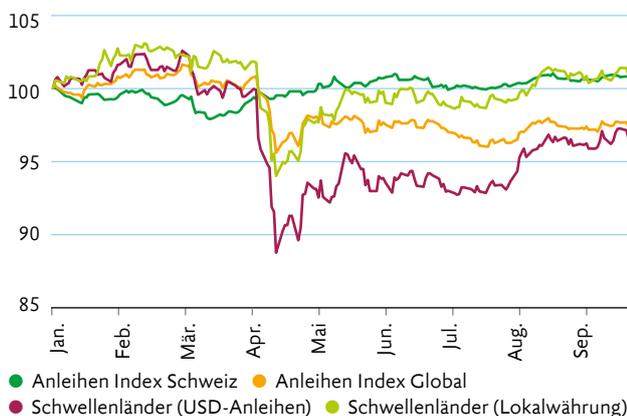
Renditen von 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen unter 0.3%

Im Gegensatz dazu sanken die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen im «sicheren Hafen» Schweiz deutlich unter 0.3% (zu Beginn des Quartals waren diese noch bei 0.42%). Schwellenländeranleihen entwickelten sich im 3. Quartal erfreulich mit einem Plus von knapp 4% für Hartwährungsanleihen und von über 2% für Lokalwährungsanleihen (beide in Schweizer Franken gerechnet).

Die Zinskurve (Rendite von 10-jährigen minus Rendite von 2-jährigen Staatsanleihen) wurde im US-Dollar leicht steiler, im Euro sowie Schweizer Franken dagegen etwas flacher. Die Risikoprämien von Unternehmensanleihen gingen im 3. Quartal weiter zurück und liegen unverändert auf ausserordentlich tiefen Niveaus.

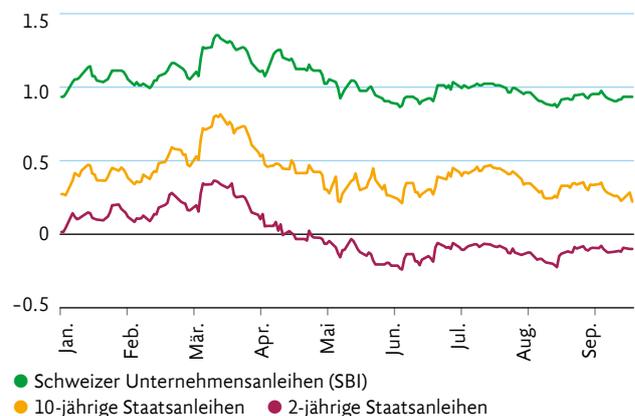
Entwicklung der Anleiheindizes seit Jahresbeginn

1. Jan 2025 = 100, Gesamttrendite in CHF



Schweizer Anleiherenditen im Jahr 2025

in %



In der Schweiz sind die Renditen von Staatsanleihen wieder deutlich zurückgegangen und für Laufzeiten bis drei Jahre sogar im negativen Bereich. Auch am langen Ende sind die Renditen auf sehr niedrigen Niveaus und aus unserer Sicht unattraktiv. Wir gehen davon aus, dass die Inflation in der Schweiz in den nächsten Monaten wieder anziehen und die SNB den Leitzins bei 0% belassen wird. Daher bleiben wir bei Schweizer Staatsanleihen bei einem Untergewicht. Aufwärtsrisiken bei den Renditen sehen wir am ehesten in längeren Laufzeitenbereichen, weshalb wir eine Duration nur leicht über dem Benchmark anstreben. Generell bevorzugen wir am Heimmarkt Schweiz weiter Unternehmensanleihen, welche eine höhere Rendite bieten und mit einer Benchmark-Laufzeit von unter 5 Jahren weniger Zinsrisiko als der Staatsanleihen-Benchmark tragen.

Der schwächelnde US-Arbeitsmarkt kombiniert mit Zinssenkungserwartungen durch die US-Notenbank hat die Kursentwicklung von US-Staatsanleihen gestützt. Wir reduzieren US-Staatsanleihen nach der zuletzt soliden Kursentwicklung auf ein leichtes Untergewicht, denn zum einen sind die vom Markt eingepreisten Zinssenkungen aus unserer Sicht zu optimistisch (wir rechnen mit weniger Zinssenkungen als vom Markt eingepreist ist) und zum anderen bleibt die steigende Staatsverschuldung ein grosses Problem. Ein erneuter Anstieg der Inflation aufgrund der Zollmassnahmen ist ein weiteres Risiko für US-Anleihen. Bei US-Staatsanleihen bleiben wir daher bei einer Präferenz für inflationsgeschützte Anleihen. Wir empfehlen eine leicht höhere Duration im Vergleich zum Benchmark.

Euro-Staats- und Unternehmensanleihen mit hoher Bonität sind für Frankenanleger dagegen attraktiv, da sie selbst nach Währungsabsicherung ein interessantes Renditeniveau bieten und zur Diversifikation beitragen. Am kurzen Ende erwarten wir, dass es vorerst keine weiteren Zinssenkungen der EZB gibt, so ist die Inflation momentan ziemlich genau beim Zielwert von 2%. Wir bleiben bei einem Übergewicht von Staatsanleihen im Euro und empfehlen eine leicht erhöhte Duration.

Schwellenländeranleihen entwickelten sich in den letzten Monaten erfreulich und bieten weiterhin interessante Renditen. Das Wachstum ist in vielen Schwellenländern intakt und die Inflation unter Kontrolle, was Raum für Zinssenkungen bietet. Dies gäbe der Entwicklung von Schwellenländeranleihen zusätzlichen Auftrieb. Zudem bieten gerade Lokalwährungsanleihen eine Möglichkeit, um aus dem US-Dollar zu diversifizieren. Wir bevorzugen dabei breit diversifizierte Engagements in Schwellenländeranleihen, mit einem Fokus auf Anleihen in Lokalwährung. ■

Präferenz für Unternehmensanleihen in der Schweiz

US-Staatsanleihen reduzieren, Euro- und Schwellenländeranleihen bevorzugen

IN KÜRZE

Staatsanleihen im CHF sind teuer bewertet, daher bevorzugen wir Unternehmensanleihen

Nach der guten Entwicklung reduzieren wir das Gewicht von US-Staatsanleihen

Duration leicht über dem Benchmark halten

Schwellenländeranleihen stellen eine attraktive Alternative dar

Aktienmärkte

Zahlreiche Aktienmärkte haben neue Höchststände erreicht. Bewertung und Gewinnentwicklung stützen jedoch. Der hohe Anteil des Gesundheitssektors birgt Risiken für den Schweizer Aktienmarkt. Aus Sektorensicht sind Technologie und Versorger zu bevorzugen.

Die Aktienmärkte haben in den Sommermonaten eine starke Performance hingelegt. In den USA, der Eurozone, Grossbritannien und in Japan kletterten die Aktienmärkte gemessen in Lokalwährung auf neue Allzeithochs. Das Erreichen eines neuen Höchststandes wirft stets die Frage auf, wie hoch ein Markt noch steigen kann. Allerdings sind Kurshöchststände für sich genommen schlechte Indikatoren und taugen nicht zur Beurteilung von Investitionsgelegenheiten. Entscheidend sind Bewertung und Gewinnentwicklung.

Aktienmärkte steigen langfristig u.a. aufgrund des Wirtschaftswachstums und der Inflation und erreichen daher häufiger neue Allzeithochs, als man denken könnte. So hat der S&P 500 seit dem 1. Januar 2000 an 440 Handelstagen auf neuen Höchstständen geschlossen. Gemessen an den Handelstagen des Index erreichte er im Durchschnitt alle 3 Wochen ein neues Allzeithoch. Die längste Phase ohne neue Höchststände war nach

dem Platzen der Internetblase im Jahr 2000 bis 2007 zu beobachten. Das zeigt, dass durchaus auch längere Durststrecken auftreten können. Vorausgegangen war damals aber eine Kursentwicklung, die sich stark von den Fundamentaldaten gelöst hatte. Das lässt sich aktuell noch nicht beobachten.

Regionen

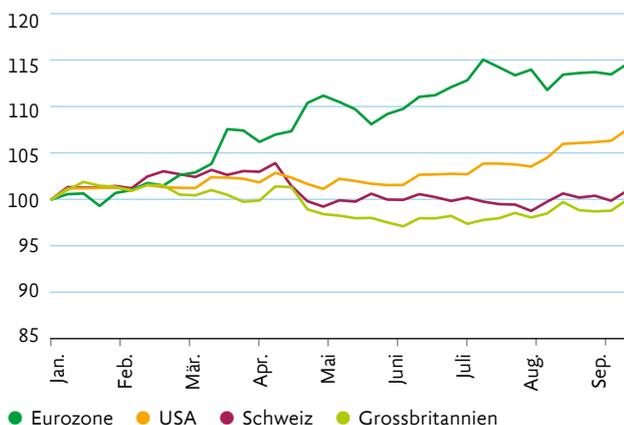
Titel aus dem Gesundheitswesen haben im **Schweizer Aktienmarkt** ein Gewicht von rund einem Drittel. Mögliche US-Massnahmen zur Durchsetzung tieferer Medikamentenpreise bergen daher ein Risiko für den Schweizer Gesundheitssektor.

Die Bewertung des **US-Aktienmarktes** ist zwar fortgeschritten, die gute Berichtssaison zum Halbjahr sowie die Gewinn- und Margenentwicklung unterstützen diese aber. Neben den sieben Mega-Caps weisen dabei auch die übrigen 493 Titel im S&P 500 in der Summe steigende Gewinnerwartungen auf. Aktien der **Eurozone** sind im historischen Vergleich überdurchschnittlich bewertet. Die Entwicklung der Gewinnerwartungen für das laufende Jahr wirkt aber unterstützend. Die Bewertung **britischer Aktien** ist fair, allerdings zeigen die Gewinne der Unternehmen wenig Dynamik.

In **Japan** haben viele Unternehmen in den vergangenen Jahren ihre Unternehmensführung (Corporate Governance) modernisiert, komplizierte Unternehmensstrukturen wurden entflochten und die Ausschüttungspolitik investorenfreundlicher gestaltet. Diese Entwicklungen

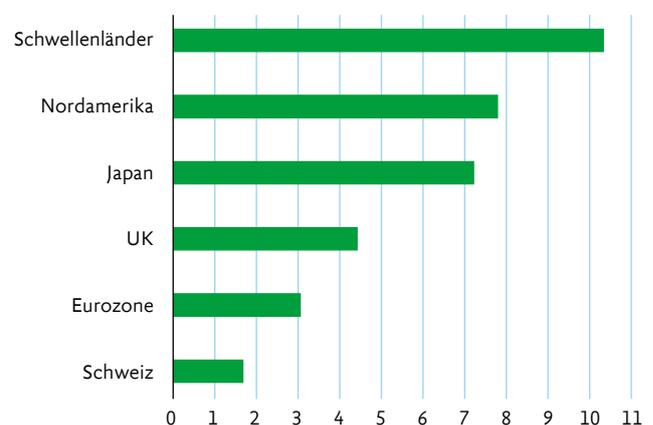
Entwicklung erwarteter Gewinne

in Lokalwährung seit 01.01.2025, indiziert



Performance der Aktienregionen

Gesamtrendite in CHF, 01.07.2025 bis 19.09.2025



werden von den Anlegenden honoriert, wie die Entwicklung der Aktienkurse zeigt. Die **Schwellenländer** schliesslich weisen derzeit ein hohes Momentum aus, v.a. in China, Südkorea und Taiwan. Die Bewertungen sind dadurch gestiegen und die Märkte sind in der Anlegergunst populärer geworden.

Sektoren

Wir stufen den Technologie-Sektor mit «übergewichten» ein. Er profitiert vor allem von den starken strukturellen Trends hin zu künstlicher Intelligenz, Cloud-Anwendungen und Vernetzung. Diese stützen auch künftig das Gewinnwachstum, was trotz der guten Kursentwicklung seit Mitte April weiteres Kurspotenzial eröffnet. Eine breite Erholung des Halbleitermarktes würde dem Sektor zusätzlich helfen. Zudem kann der Sektor auch von einer Lockerung der Geldpolitik der US-Notenbank profitieren.

LUKB-Einstufung	Sektor
Übergewichten	Technologie, Versorger
Neutral	Gesundheitswesen, Roh- und Grundstoffe, Immobilienwerte, Industrie, Kommunikation, Nicht-zyklischer Konsum, Finanzwesen
Untergewichten	Energie, Zyklischer Konsum

Den Sektor Versorger stufen wir mit «übergewichten» ein. Das investitionsgetriebene Gewinnwachstum der Betreiber von Stromnetzen ist in vollem Gange. Die benötigten Investitionen versprechen über Jahre hinweg ein stabil hohes Gewinnwachstum. Für die nichtregulierten Stromerzeuger könnte eine steigende Nachfrage nach Strom, z.B. durch eine wirtschaftliche Erholung oder wachsenden Strombedarf von Rechenzentren, helfen. Insbesondere in den USA zeichnet sich das ab. Zudem hat der Sektor defensive Qualitäten, die unseres Erachtens im gegenwärtigen Umfeld attraktiv sind.

Im Sektor Zyklischer Konsum bleiben wir vorsichtig und stufen diesen weiterhin 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 kann weiter nicht überzeugen. Luxuswerte im absoluten Topsegment und mit



Reto Lötscher
Leiter Finanzanalyse

einem bedeutenden Anteil an Schmuck halten sich besser als erschwinglicher Luxus. Es ist fraglich, ob die von der chinesischen Regierung initiierten Massnahmen den Konsum substanziell ankurbeln werden. Die Nachfrageschwäche ist struktureller Natur und hängt mit der Korrektur im chinesischen Immobiliensektor zusammen, einer Entwicklung, die sich kaum rasch beheben lassen wird.

Zwar sichern die aktuellen Energiepreise den Ölmultis solide Gewinne und Cashflows, nicht zuletzt dank ihrer weiterhin strikten Investitionsdisziplin. Dies stärkt auch die Kontinuität ihrer Dividendenpolitik. Bestehende Aktienrückkaufprogramme können derzeit fortgeführt werden. Die schwachen Fundamentaldaten für den Energiesektor, verstärkt durch die US-Zölle, rücken aber wieder in den Vordergrund. Darum erwarten wir wenig Potenzial beim Ölpreis und stufen den Sektor mit «untergewichten» ein. ■

IN KÜRZE

Kurs-Höchststände sind ein schlechter Indikator für Investoren

Hohe Bewertung in den USA fundamental gut unterstützt

Pharmasektor birgt Risiko für Schweizer Aktien

Technologie und Versorger sind zu bevorzugende Sektoren

Rohstoffe

Der Goldpreis ist weiterhin gut unterstützt. Industriemetalle und Rohöl leiden dagegen unter einem Angebotsüberhang.

Der Goldpreis notiert aktuell bei über 3'600 US-Dollar pro Unze, was einer Rendite von fast 40% seit Jahresbeginn entspricht. Zuvor konsolidierte er lange Zeit zwischen 3'300 und 3'400 US-Dollar. Hauptgrund für den Ausbruch des Edelmetalls nach oben waren die aufgrund verhaltener US-Konjunkturzahlen wieder gestiegenen Erwartungen an Leitzinssenkungen der US-Notenbank Fed. Zudem waren zuletzt insbesondere aus den USA massive Käufe von börsengehandelten Gold-Fonds zu verzeichnen. Sogar die chinesische Notenbank hat ihre Goldkäufe wieder aufgenommen, um die Währungsreserven weiter zu diversifizieren. In den letzten Monaten war sie etwas zurückhaltender, vermutlich in der Hoffnung auf niedrigere Kurse.

Im Zuge der Goldpreisbewegung ist auch der «kleine Bruder» Silber angestiegen und konnte seit Januar rund 45% zulegen. Silber profitierte von der engen Korrelation mit Gold sowie von den Hoffnungen auf eine Wirtschaftsbelebung und die Energiewende. Denn für Photovoltaik-Anlagen und elektrische Komponenten wird viel Silber benötigt. Wir gehen davon aus, dass sich beide Metalle weiterhin positiv entwickeln werden. Die erwähnten Treiber dürften bestehen bleiben, nicht zuletzt aufgrund der geopolitischen Unsicherheiten. Auf den aktuellen Niveaus sind sie jedoch auch anfällig für Rückschläge.

Trotz des Angebotsüberhangs verzeichneten die Basismetalle im Jahresverlauf eine leicht freundliche Entwicklung. Während Kupfer um etwa 15% vorrückte, trat Nickel aufgrund massiver Überproduktion praktisch auf der Stelle. Grundsätzlich wurden die Preise durch ein ansprechendes Konjunkturmilieu, Vorzieheffekte aus Angst vor Zöllen, Hoffnungen auf Leitzinssenkungen sowie den substanziellen zukünftigen Bedarf bei Datenzentren und zur Umsetzung der Energiewende unterstützt. Für die nächsten Monate erwarten wir jedoch keine grossen Preisimpulse.

Die OPEC+-Länder haben bereits vor einigen Monaten damit begonnen, ihre Ölförderquoten stark zu erhöhen. Da sich jedoch viele Länder nicht an die Vorgaben gehalten und bereits mehr produziert hatten, fielen die Auswirkungen auf den Ölpreis relativ gering aus. Während die schleppende Konjunktur in China und die enttäuschenden US-Arbeitsmarktzahlen für Druck auf den Preis sorgten, verhelfen die geopolitischen Risiken und die Angst vor dem Beschuss von Raffinerieanlagen im Ukraine-Krieg zeitweise zu Preissteigerungen. Auch mögliche weitere US-Sanktionen gegen russisches Öl stützten den Ölpreis. Wir gehen davon aus, dass der Preis des schwarzen Goldes vorerst seitwärts tendieren wird. ■



Andreas Müller
Analyst Rohstoffe

Preis von Gold und Silber

indexiert in USD, 1. Jan 2024 = 100



IN KÜRZE

Gold durch Leitzinssenkungen, ETF- und Zentralbankkäufe sowie geopolitische Unsicherheiten weiterhin unterstützt

Silber korreliert mit Gold und profitiert von Industrieanwendungen

Basismetalle leiden unter Angebotsüberhang

OPEC+-Fördererhöhungen und schleppende chinesische Wirtschaft belasten den Ölpreis

Währungen

Nach einer mehrjährigen Phase der Stärke hat der US-Dollar 2025 deutlich an Wert eingebüsst. Auch wenn der langfristige Ausblick des Dollars ungünstig bleibt, könnte er kurzfristig einen Boden gefunden haben.

Der US-Dollar ist in diesem Jahr deutlich unter Druck gekommen. Seit dem Frühjahr hat er rund 11 Prozent gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner eingebüsst. Zahlreiche Gründe haben zu der Abwertung beigetragen, wie z.B. die Unberechenbarkeit der Zollpolitik, deren potenziell negative Auswirkungen auf Wachstum und Inflation, die Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank Fed sowie das im Frühsommer verabschiedete Fiskalpaket, das die Staatsverschuldung weiter deutlich ansteigen lassen dürfte. Viele dieser Gründe sprechen zudem für eine strukturell schwächere Währung.

Allerdings gibt es einige Faktoren, die zumindest kurzfristig für eine Stabilisierung sprechen. Insbesondere die Konjunktur dürfte durch das Haushaltspaket sowie die grossen Investitionen in Rechenzentren und Energieversorgung am Laufen gehalten werden. Zudem handelt die Währung nach der diesjährigen Abwertung näher an ihrer fairen Bewertung und ist damit nicht mehr so teuer wie in den Jahren zuvor. Gleichzeitig bietet der Dollar immer noch deutlich höhere Renditen als der Franken und andere Währungen. Diese Faktoren, kombiniert mit dem aktuell deutlich negativen Markt-sentiment, könnten dazu führen, dass der Dollar vorerst einen Boden findet. Kurzfristig rechnen wir daher damit, dass er zum Franken um die Marke von 80 Rappen schwanken sollte. Auf Jahresfrist ist dagegen eine weitere leichte Abwertung wahrscheinlich.

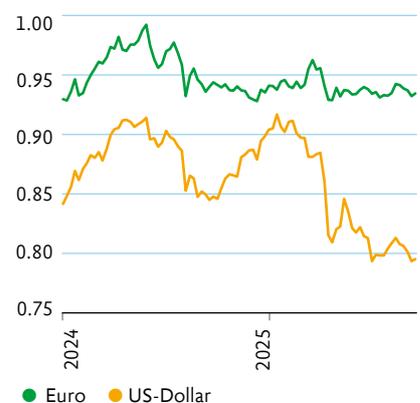
Im Euroraum zeigt sich ein anderes Bild. Der Euro stand Ende 2024 wegen schwacher Konjunkturdaten und der Aussicht auf Zinssenkungen unter Druck. Inzwischen jedoch sorgt eine neue Investitionswelle – vor allem im in dieser Hinsicht lange zurückhaltenden Deutschland – für Hoffnung auf zunehmendes Wachstum. Da sich zudem die Inflation in den kommenden Monaten nahe des Inflationsziels von 2% stabilisieren dürfte, gehen wir von unveränderten Leitzinsen der EZB aus. Das dürfte den Euro gegenüber anderen Währungen mittelfristig attraktiver machen. Angesichts der hohen Bewertung des Frankens und der niedrigen Schweizer Zinsen sehen wir für die kommenden Monate nur wenig Abwertungspotenzial des Euro. Zum einen dürfte sich die Schweizerische Nationalbank mit Interventionen am Devisenmarkt dagegen stemmen. Zum anderen könnten die konjunkturelle Erholung, unveränderte EZB-Zinsen und eine Stabilisierung der Inflation den Euro stützen. Die hohe Verschuldung einiger Euro-Staaten sowie damit verbundene politische Herausforderungen stellen ein Risiko dar. ■



Josh Bouchard
Anlagestrategie

Schwacher Dollar, stabiler Euro

Wert von 1 US-Dollar bzw. Euro in Franken



IN KÜRZE

US-Dollar nach Abwertung im 1. Halbjahr vorerst stabiler, mittelfristig schwächer

Euro gestützt durch einsetzende Wachstumserholung. Politik und Verschuldung als Risiko

SNB dürfte sich weiterer Frankenaufwertung zum Euro entgegenstemmen

Immobilien

Schweizer Immobilienfonds legten im 3. Quartal dank solider Halbjahresergebnisse sowie intakter Fundamentaldaten zu. Auch globale REITs setzten ihre Erholung fort.

Die Kursentwicklung der Schweizer Immobilienfonds war im 3. Quartal bislang erfreulich. Der breite Index verzeichnet seit Jahresbeginn ein Plus von rund 5%. Diese positive Entwicklung wurde durch solide Halbjahresergebnisse der Immobilienfonds, den stabilen Mietwohnungsmarkt und den sich verschärfenden Anlagenotstand bei defensiven Schweizer-Franken-Anlagen unterstützt. Aus unserer Sicht bleibt der Ausblick für die zweite Jahreshälfte grundsätzlich konstruktiv. Allerdings scheinen viele positive Erwartungen, einschliesslich der Möglichkeit eines erneuten Negativzinsumfelds, bereits bis zu einem gewissen Grad in den aktuellen Kursen eingepreist zu sein. Das zusätzliche Potenzial bei Immobilienfonds ist aus unserer Sicht daher begrenzt.

Mietwohnungsmarkt zunehmend leergefegt

Wer kürzlich eine neue Mietwohnung gesucht hat, weiss, dass dies kein einfaches Unterfangen ist. Nach wie vor ist die Nachfrage nach Mietwohnungen hoch, während das Angebot gering bleibt. Die Zahl der leerstehenden Mietwohnungen nimmt weiter ab. Das zeigen die vom Bundesamt für Statistik jüngst veröffentlichten Daten.

Demnach standen im Juni 2025 48'455 Wohnungen leer. Im Vergleich zum Vorjahr entspricht dies einem Rückgang der Leerwohnungsziffer um 6.8%. Damit setzte sich die Abnahme bereits das fünfte Jahr in Folge fort. Die Leerwohnungsziffer beträgt in der Schweiz im Durchschnitt noch 1%. Entsprechend macht sich das knappe Angebot in steigenden Mieten bemerkbar.

Angebotsmieten steigen weiter

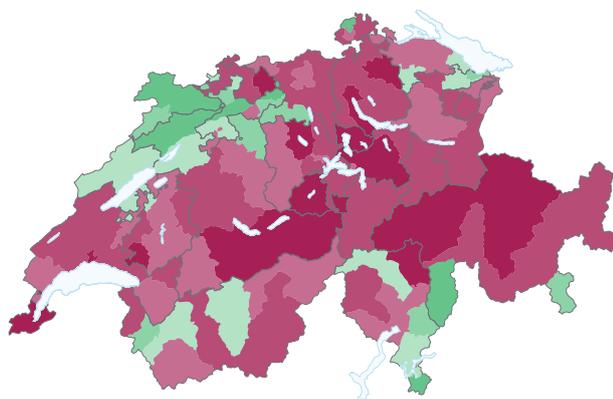
Auch wenn der Anstieg der Mieten in gewissen Regionen im Vergleich zum Vorjahr etwas nachgelassen hat, werden weiterhin steigende Angebotsmieten beobachtet. Neben der anhaltenden Nachfrage, die unter anderem durch Nettozuwanderung und kleinere Haushaltsgrößen bedingt ist, verschärft sich der Nachfrageüberhang auch aufgrund der im historischen Vergleich noch immer moderaten Bautätigkeit. Schätzungen für das laufende Jahr deuten auf einen durchschnittlichen Anstieg der Angebotsmieten von 3 bis 5% hin. Wer nicht gezwungen ist, eine andere Mietwohnung zu suchen, hat wenig Anreiz für einen Wohnungswechsel. Zumal die Differenz zwischen Angebots- und Bestandsmieten weiter zunimmt.

Bestandsmieten werden dagegen günstiger

Bei den Bestandsmieten hingegen zeichnet sich etwas Entspannung ab. Denn der Referenzzinssatz, der bei den Bestandsmieten zur Preisgestaltung herangezogen wird, sank Anfang September von 1.5% auf 1.25%. Mieterinnen und Mieter, die die entsprechenden Kriterien erfüllen, haben somit einen Anspruch auf eine Mietzinsreduktion von 2.9% - abzüglich bestimmter

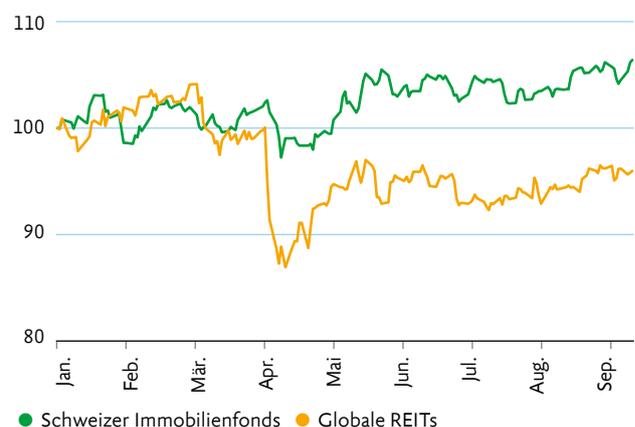
Leerwohnungsziffer in den Schweizer Bezirken 2025

Anteil leerstehender Wohnungen am Gesamtwohnungsbestand, in %



Entwicklung Immobilienanlagen seit Anfang 2025

indexiert, Jan. 2025 = 100, Gesamttrendite in CHF



Kosten, die der Vermieter geltend machen kann. Damit haben bestehende Mieterinnen und Mieter potenziell die Möglichkeit, eine Mietpreisreduktion einzufordern.

Immobilienfonds bislang robust unterwegs

Die meisten Schweizer Immobilienfonds, die kürzlich ihre Halbjahresergebnisse veröffentlichten, konnten ihren Gesamtgewinn im Vergleich zum Vorjahr leicht steigern. Einerseits berichteten sie von höheren Mieteinnahmen, die aus Mietzinsanpassungen und Erweiterungsbauten resultierten. Andererseits machten sich auf der Kostenseite die günstigeren Finanzierungsbedingungen positiv bemerkbar. Beides zusammen resultierte in einem Gewinnanstieg. Zudem berichteten die Immobilienfonds oftmals über eine Wertsteigerung des Bestandsportfolios. Da die Fondsleitungen für die zweite Jahreshälfte einen verhalten positiven Ausblick geben, erachten wir die Chance als gut, dass genügend Cashflow generiert werden kann, um eine Ausschüttung auf der Höhe des Vorjahres vorzunehmen. Aktuell liegt die durchschnittliche Ausschüttungsrendite am breiten Markt der Schweizer Immobilienfonds bei 2.2%, was in Relation zu anderen defensiven Schweizer-Franken-Anlagen, wie z.B. den deutlich tiefer rentierenden Franken-Anleihen, relativ interessant ist.

Hohe Agios reflektieren auch Tiefzinsumfeld

Der erneute Kursanstieg der Immobilienfonds spiegelt aber nicht nur die soliden Fundamentaldaten wider, sondern ist auch ein Abbild des aktuellen Tiefzinsumfelds in der Schweiz. Mit den gestiegenen Kursen haben auch die Bewertungen angezogen. Das aktuelle Agio, also der Aufschlag auf den Nettoinventarwert, liegt im historischen Vergleich auf hohem Niveau. Zwar waren die Bewertungsaufschläge in der Negativzinsphase teilweise noch etwas ausgeprägter, dennoch scheint ein Grossteil der positiven Erwartungen in den aktuellen Kursen eingepreist zu sein. Das Potenzial für zusätzliche Kursgewinne dürfte damit zunehmend begrenzt sein, auch wenn Immobilienfonds im Vergleich zu Frankenanleihen weiterhin eine attraktive Anlagealternative darstellen.

Globale REITs mit leichter Erholung im 3. Quartal

Globale Immobilienaktien (REITs) haben im Juli und August ihre Erholungstendenz des Vorquartals beibe-



Tom Eyer
Analyst Immobilienanlagen

halten und leichte Kursgewinne erzielt. Seit Jahresanfang verzeichnen REITs in USD bislang ein Plus von rund 10%. Seit Jahresanfang waren besonders REITs aus den Sektoren Gesundheitswesen, Retail und Telekom gefragt. Weniger in der Gunst der Anleger standen REITs aus den Sektoren Rechenzentren, Hotels/Resorts und dem Mietwohnungsbereich.

US-Zinssenkungen könnten stützen

Die US-amerikanische und die globale Wirtschaft haben sich bislang trotz der Zollproblematik recht robust gezeigt. Nichtsdestotrotz erwarten wir, dass sich das US-Wirtschaftswachstum in den kommenden Quartalen etwas abschwächen könnte. Dies könnte der US-Notenbank Fed Spielraum für eine weitere Zinssenkung geben. Ein etwas schwächeres Wirtschaftswachstum ist für REITs tendenziell keine gute Nachricht. Allerdings dürften Zinssenkungen die Kurse von REITs stützen. Insgesamt halten sich bei REITs damit die Chancen und Risiken in etwa die Waage. ■

IN KÜRZE

Schweizer Immobilienfonds profitieren von attraktiven Ausschüttungsrenditen

Wohnimmobilienfonds zeichnen sich durch stabile Cashflows und hohe Dividendensicherheit aus

Gemischte Schweizer Immobilienfonds bevorzugen

Internationale Immobilienanlagen: US-Zinssenkungen könnten unterstützend wirken

MARKTÜBERBLICK

Im 3. Quartal setzte sich die Erholung von den Frühjahrs-Turbulenzen an den Finanzmärkten fort. Die Aktienmärkte wiesen, in Franken gerechnet, eine querebene positive Entwicklung auf. Vor allem Aktien aus Japan, den Schwellenländern und den USA stiegen deutlich an. Auch an den Anleihemärkten lag die Performance zumeist im positiven Bereich dank leicht tieferer Renditen

und Risikoprämien. Das beflügelte Immobilienanlagen ebenfalls, mit Gewinnen bei Schweizer Immobilienfonds und globalen Immobilienaktien. Bei den Rohstoffen stachen einmal mehr das Gold und andere Edelmetalle hervor. Währungsseitig zeigte sich eine Stabilisierung, mit Euro und US-Dollar fast auf den gleichen Niveaus wie zum Ende des 2. Quartals.

Performance ausgewählter Finanzmarktindizes

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

	Performance-Rückblick							Unsere Erwartung in 6-9 Monaten
	19.09.25	2025	2024	2023	1 Jahr	5 J. (p.a.)	10 J. (p.a.)	
Geldmarkt								
Geldmarkt CHF 3 Mt.	117	0.1	0.7	0.7	0.2	0.1	-0.2	→
Staatsanleihen								
Schweiz (CHF)	188	0.5	4.0	12.5	2.2	-1.2	0.2	→
Eurozone (EUR)	215	-0.9	0.3	6.3	-0.9	-3.7	-0.5	→
Grossbritannien (GBP)	227	1.4	-4.0	3.6	-3.1	-6.5	-0.6	→
USA (USD)	2'413	5.4	0.6	4.1	1.7	-1.3	1.2	→
USA inflationsgeschützt (USD)	373	7.0	1.8	3.9	3.7	1.5	3.0	→
China (CNY)	243	0.3	7.5	4.6	2.4	4.6	4.3	→
Unternehmensanleihen								
Denominiert in CHF	193	0.9	5.1	5.7	3.0	0.8	0.8	→
Global (USD)	302	9.5	1.1	9.6	5.3	0.3	2.7	→
EM-Anleihen								
Hartwährung (USD)	483	9.5	5.8	9.6	7.3	1.3	3.5	→
Lokalwährung (USD)	161	8.0	1.7	6.9	4.3	2.2	3.5	↗
Aktienindizes								
Schweiz SMI	12'110	7.7	7.6	7.1	3.6	6.0	6.7	→
Schweiz SPI	16'813	8.7	6.2	6.1	4.6	5.2	6.5	→
USA (USD)	6'664	14.4	25.0	26.3	18.2	16.7	15.0	→
UK (GBP)	9'217	16.0	9.7	7.9	14.6	13.0	8.3	→
Eurozone (EUR)	577	17.4	10.1	19.5	16.5	13.1	9.0	↘
Japan (JPY)	3'148	14.6	20.5	28.3	23.3	16.6	10.5	↗
China, Schanghai (CNY)	4'502	17.1	18.2	-9.1	44.7	1.4	5.7	→
Welt (USD)	4'294	17.4	19.2	24.4	18.5	14.9	12.6	→
Schwellenländer (USD)	1'341	27.7	8.1	10.3	25.3	6.9	7.9	→
Immobilien								
Schweizer Immobilienfonds	218	6.4	17.6	5.0	16.3	5.5	5.9	↗
REITs Global (USD)	142	10.1	1.9	10.7	0.1	5.8	4.5	→
Rohstoffe								
Breiter Rohstoffindex (USD)	1'836	5.8	5.9	-1.4	7.6	14.2	7.4	→
Gold (USD)	3'672	39.9	27.1	13.8	42.2	13.4	12.4	↗
Öl (Brent) (USD)	67	-9.7	-3.8	-8.5	-10.0	9.3	3.6	→
Devisen								
EUR/CHF	0.935	-0.4	0.9	-5.8	-1.0	-2.8	-1.5	→
USD/CHF	0.796	-12.3	7.8	-9.0	-6.2	-2.7	-1.9	→
EUR/USD	1.176	13.5	-6.3	3.5	5.7	-0.2	0.3	→
GBP/USD	1.348	7.7	-1.8	6.0	1.7	0.8	-1.4	→
USD/JPY	147.885	-5.9	11.5	6.8	3.5	7.2	2.1	↘
USD/CNY	7.113	-3.1	3.1	3.2	0.6	1.0	1.1	→

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

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

MAKROPROGNOSEN

Die globale Wirtschaft hat sich bislang robust entwickelt. Allerdings dürften die gestiegenen US-Zölle allmählich ihre dämpfende Wirkung insbesondere auf die US-Wirtschaft entfalten. Daher erwarten wir dort für dieses und nächstes Jahr ein deutlich langsamerer Wachstum. Im Euroraum erholt sich die Binnennachfrage, die somit einen positiven Kontrapunkt zur zollbedingten

Exportschwäche setzt. Auch in der Schweiz dürfte die Inlandsnachfrage der wichtigste Wachstumsmotor bleiben. Gleichzeitig sollte die Inflation hierzulande und im Euroraum auf niedrigen Niveaus bleiben. Für die USA rechnen wir mit einem deutlicheren Anstieg. Dennoch dürften die Leitzinsen dort noch einmal sinken, in der Schweiz und der Eurozone aber stabil bleiben.

Konjunktur- und Zinsprognosen

	BIP (% ggü. Vorjahr)			Inflation (% ggü. Vorjahr)			Leitzins (%)		Rendite 10 J. (%)	
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	19.09.25	in 6-9 Mt.	19.09.25	in 6-9 Mt.
Schweiz	1.4	1.3	1.5	1.1	0.2	0.7	0.00	0.00	0.25	0.40
Eurozone	0.8	1.3	1.5	2.4	2.1	1.9	2.00	2.00	2.71	2.80
Grossbritannien	1.1	1.3	0.9	2.5	3.5	2.9	4.00	4.00	4.72	4.60
USA	2.8	1.7	1.6	3.0	2.8	3.0	4.00-4.25	3.75-4.00	4.13	4.40
Japan	0.1	1.1	0.5	2.7	3.2	1.8	0.50	0.75	1.64	1.65
China	5.0	4.8	4.0	0.2	0.1	0.5	-	-	-	-
Brasilien	3.0	2.4	1.8	4.4	5.1	4.0	-	-	-	-
Russland	4.3	1.0	0.8	8.5	8.8	4.6	-	-	-	-
Indien	6.4	6.9	6.3	5.0	1.8	2.9	-	-	-	-
Welt	3.0	2.7	2.4	-	-	-	-	-	-	-

ÜBERBLICK WELTWIRTSCHAFT

Wachstumsprognosen für das Gesamtjahr 2025

BIP-Wachstum 2025 $\geq 4.0\%$

● **Sehr hohes Wachstum**

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

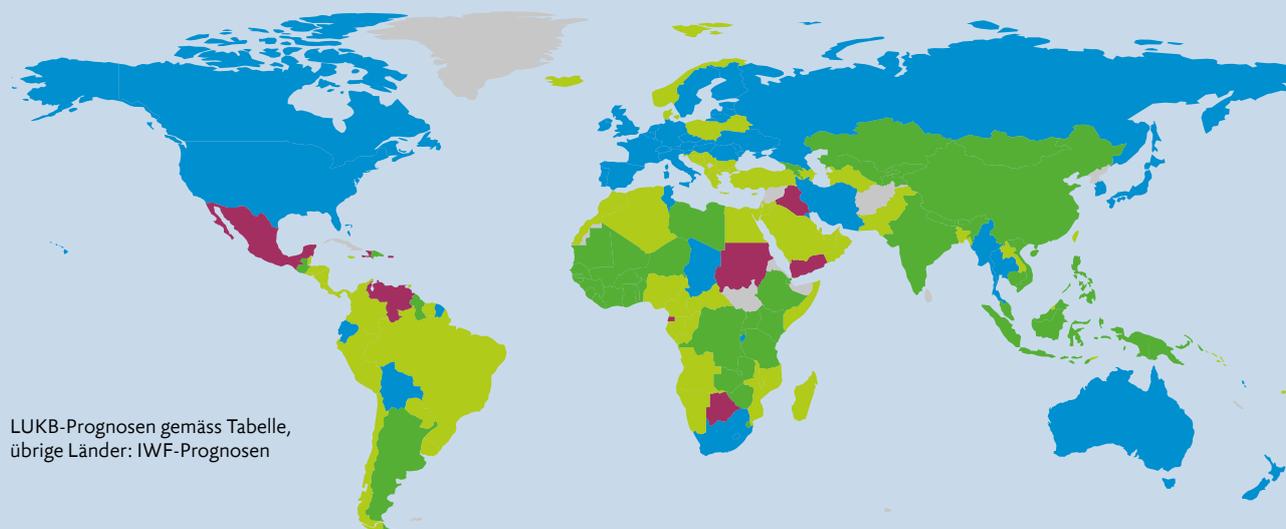
● **Moderates Wachstum**

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

● **Schwaches Wachstum**

BIP-Wachstum 2025 $< 0\%$

● **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.