

# Anlagepolitik

Kontinuität



# Kontinuität

In einer Welt rasanter Veränderungen wird Kontinuität zum wertvollen Gut. Sie schafft Verlässlichkeit, die Gesellschaften stabilisiert und Wirtschaftsräume gedeihen lässt. Unternehmen mit fundierten Werten und langfristiger Ausrichtung schaffen Planungssicherheit für alle Beteiligten – eine Voraussetzung für nachhaltiges Wachstum. Für uns als Bank ist Kontinuität das Herzstück erfolgreicher Partnerschaft. Denn Kontinuität in Beratung, Produktqualität und Werthaltung schafft jenes Vertrauen, das die Basis jeder Bankbeziehung bildet. Und eben dieses Vertrauen entwickelt sich nicht über Nacht, sondern wächst und bewährt sich über die Jahre.

# EDITORIAL

Geschätzte Investorin, geschätzter Investor

Die Sorgen vor einer Kursblase bei Aktien mit Bezug zum Thema künstliche Intelligenz haben im 4. Quartal wieder zugenommen. Das schlug auf die Stimmung und führte vor Kurzem vorübergehend zu markanten Rücksetzern an den Finanzmärkten.

## «Eine anhaltende globale Nachfrage nach Realwerten dürfte das Jahr 2026 prägen.»

Dabei dürfte es sich aus unserer Sicht um ein bereinigendes Gewitter gehandelt haben. Denn keineswegs alle Vermögenswerte sind hoch bewertet. Zudem erscheint das globale Wachstum unverändert robust.

Unsere Erwartungen an die Finanzmärkte im Jahr 2026 sind daher mehrheitlich positiv, wie wir im Fokustext dieser Ausgabe darlegen. Ein Thema, das verstärkte Aufmerksamkeit bekommen dürfte, sind Investitionen in Realwerte. Diese dürften unter anderem aufgrund der steigenden Staatsverschuldung vieler Länder nachgefragt bleiben und eine wichtige Rolle auch in Schweizer-Franken-Portfolios spielen.

Ich wünsche Ihnen eine besinnliche Weihnachtszeit und einen guten Start ins neue Jahr.

Ihr Björn Eberhardt,  
Leiter Investment Office

Unsere Einschätzung in einem kurzen Video:  
[lukb.ch/anlagepolitik-positionierung](http://lukb.ch/anlagepolitik-positionierung)



**Björn Eberhardt**  
Leiter Investment Office

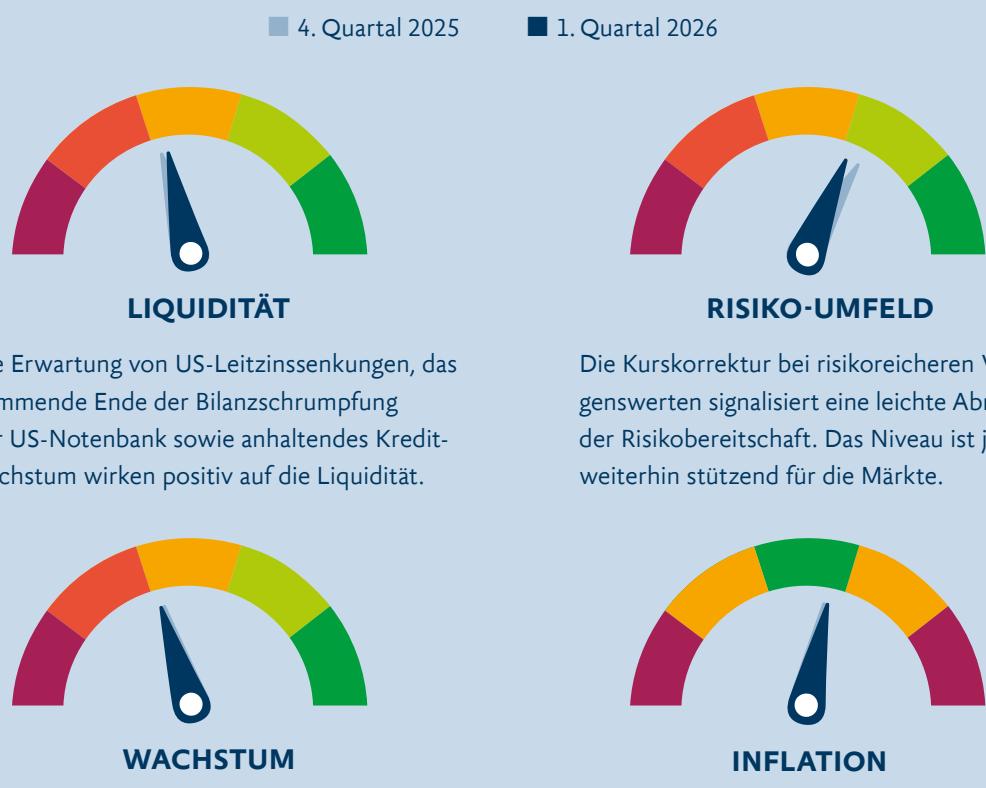
## INHALT

- 4 | Highlights
- 6 | Basisszenario
- 7 | Markteinschätzung
- 8 | Konjunktur und Geldpolitik
- 10 | Ausblick 2026 – Jahr der Neujustierung
- 14 | Festverzinsliche Anlagen
- 16 | Aktienmärkte
- 18 | Rohstoffe
- 20 | Immobilien
- 22 | Marktüberblick
- 23 | Makroprognosen

# HIGHLIGHTS

# MAKRO- UND RISIKO-UMFELD

In den letzten Wochen haben sich unsere Indikatoren nur wenig verändert. Positiv sind eine leichte Verbesserung der Liquidität und eine immer noch hohe Risikobereitschaft am Markt. Die Wachstumsabschwächung und der stockende Inflationsrückgang wiegen dagegen leicht negativ.



## **UNSERE POSITIONIERUNG**

Liquidität	
Festverzinsliche Anlagen	△
Aktienmärkte	▷
Immobilien	▷
Edelmetalle und Rohstoffe	

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



## FOKUSTHEMA

### Ausblick 2026 – Jahr der Neujustierung

Das Jahr 2026 startet in einem Umfeld, das endlich etwas klarer wirkt – aber Ruhe ist nicht gleich Entwarnung. Geopolitik, KI-Trends und eine stabile Konjunktur bilden den Rahmen für die Finanzmärkte. Die Nachfrage nach Realwerten dürfte hoch bleiben.

## AKTIEN

Trotz des jüngsten Rücksetzers ist die Bewertung von Aktien mit Bezug zu KI erhöht. Andere Marktbereiche sind fairer bewertet. Ein moderates Wachstum verleiht den Märkten zudem Unterstützung. Wir raten zu einer neutralen Gewichtung von Aktien und bevorzugen den Heimmarkt Schweiz sowie die Sektoren Gesundheit, Technologie und Versorger.

## ANLEIHEN

Die wenig rentierenden Schweizer Anleihen gewichten wir weiterhin tiefer. Attraktiver sind währungsgesicherte Euro-Anleihen hochwertiger Schuldner. US-Anleihen sollten leicht untergewichtet werden, da steigende Inflation und Verschuldung Aufwärtsdruck auf die Renditen auslösen dürften. Breit diversifizierte Schwellenländeranleihen bleiben dagegen interessant.



## ROHSTOFFE

Auch nach der starken Gold-Rally in diesem Jahr erachten wir den fundamentalen Ausblick für weiter steigende Preise als intakt. Den Preisen von Energie und Basismetallen fehlen im moderaten Wachstumsumfeld hingegen die Impulse.



## IMMOBILIEN

Die Bewertung von Schweizer Immobilienfonds ist hoch, was das Kurspotenzial begrenzt. Ihre Ausschüttungsrenditen machen sie dennoch interessant und die fundamentalen Faktoren sind intakt. Angesichts moderaten Wachstums und der fehlenden Aussicht kräftiger Zinssenkungen sind internationale Immobilienaktien fair bewertet.

# BASISZENARIO

Die Weltwirtschaft dürfte 2026 und 2027 moderat wachsen. Regional wird das Wachstum dabei heterogener. Während sich die Dynamik in den USA und China verlangsamen sollte, erwarten wir für den Euroraum und die Schweiz eine Erholung. Auch die Inflationsaussichten sind unterschiedlich. In Europa dürfte die Teuerungsrate auf niedrigem Niveau bleiben. Dagegen erwarten wir für die USA, dass die Inflation 2026 steigt und auf erhöhten Werten verharrt.

## Erwartete Marktauswirkungen

Aktien und Risikoprämien von Unternehmensanleihen dürften gesucht bleiben, die zum Teil erhöhten Bewertungen bergen aber Risiken. Die Renditen von Staatsanleihen dürften seitwärts bis leicht höher tendieren. Rohstoffe, insbesondere Gold, und Immobilienanlagen erscheinen gut unterstützt.

# ALTERNATIVSzenARIEN

## 1. Scharfe Rezession

Mögliche Auslöser: Wiederaufflammen 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.

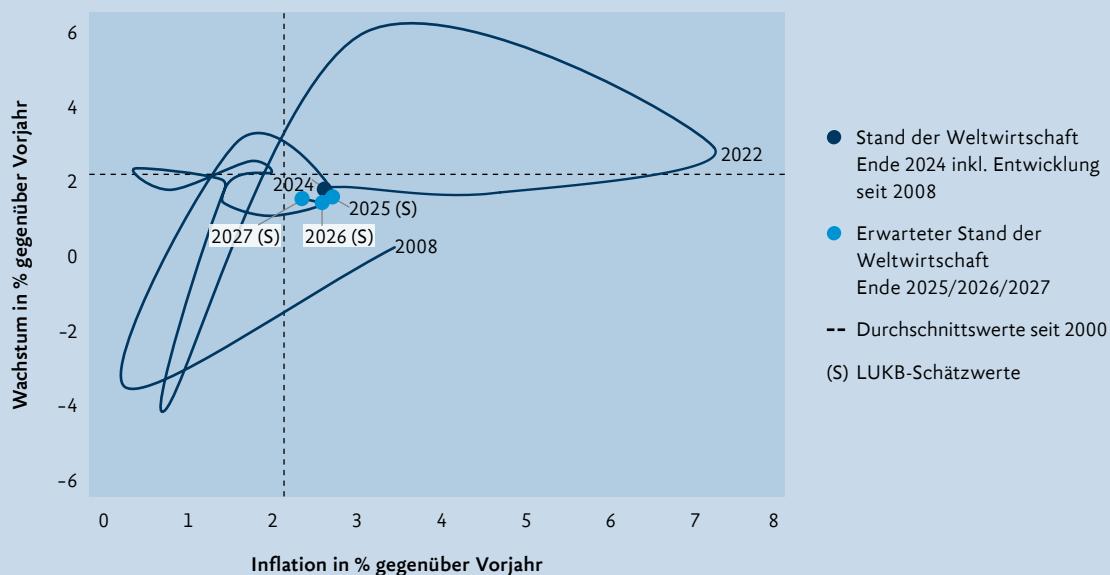
## 2. Globaler Aufschwung

Mögliche Auslöser: Produktivitäts-Boom dank KI, Abbau der Handelshemmisse, 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 Bewertungen bei vielen KI-Aktien sind trotz der jüngsten Kurskorrektur immer noch erhöht. Andere Aktiensegmente sind fairer bewertet und bieten attraktive Perspektiven. Mit Blick auf ein moderat erwartetes globales Wirtschaftswachstum bauen wir die Aktienquote über den Heimmarkt Schweiz auf neutral auf. Die bevor-

zugten Aktiensektoren sind Gesundheitswesen, Technologie und Versorger. Im Gegenzug reduzieren wir Schweizer Obligationen aufgrund der tiefen Renditen. Unsere Übergewichtungen bei Gold und Schweizer Immobilienfonds behalten wir bei, andere Rohstoffe und globale Immobilienaktien gewichten wir gemäss Anlagestrategie.

## Markteinschätzungen und Positionierung per 3. Dezember 2025

Anlageklasse		Kommentar
Liquidität		Aufgrund der Nullverzinsung belassen wir die Liquiditätsquote unverändert auf einem untergewichteten Niveau
Festverzinsliche Anlagen	◀	Die Quote der festverzinslichen Anlagen führen wir über den Abbau von Schweizer Obligationen zurück auf das neutrale Niveau
CHF	◀	Wir reduzieren das Gewicht der Schweizer Anleihen aufgrund der unattraktiven niedrigen Renditen und realisieren damit Kursgewinne
EUR		Euro-Anleihen von Schuldern mit hoher Bonität bieten auch nach Währungsabsicherung ein interessantes Renditeniveau und Portfolio-Diversifikation
GBP		Das leichte Untergewicht bei GBP-Anleihen behalten wir wegen des ungünstigen fiskalischen Ausblicks bei
USD		Die Markterwartungen an Fed-Zinssenkungen sind optimistisch, was Enttäuschungspotenzial birgt. Wir bevorzugen inflationsgeschützte Anleihen
Schwellenländer		Schwellenländer-Anleihen in Hart- und Lokalwährung bieten attraktive Diversifikationsmöglichkeiten und interessante Verzinsungen
Aktienmärkte	▷	Wir erhöhen die Aktienquote auf eine neutrale Gewichtung über den Aufbau von Schweizer Aktien
Schweiz	▷	Die Bewertung von Schweizer Aktien ist interessant, auch gegenüber CHF-Obligationen. Die Gewinnerwartungen sind realistisch
Eurozone	▶	Aktien aus der Eurozone sollten etwas weniger untergewichtet werden. Die Bewertung ist nicht ganz günstig, aber ein stabiler Wachstumsausblick stützt
Grossbritannien		Momentan fehlen am UK-Aktienmarkt die Wachstumstreiber. Gewinnbild und Bewertung sprechen weiterhin für eine neutrale Position
Nordamerika		US-Aktien sind z.T. relativ hoch bewertet, ein robustes Gewinnwachstum stützt jedoch. Wir raten zu Massnahmen zur Reduktion der Marktkonzentration
Pazifik	◀	Nach der erfreulichen Kursentwicklung und der inzwischen erhöhten Bewertung nehmen wir bei Aktien aus der Region Pazifik Gewinne mit
Schwellenländer		Gerade Asiens Schwellenländer profitieren vom Tech-Exposure. Aber die Bewertungen sind nach einer guten Entwicklung erhöht
Realwerte		
Immobilienfonds Schweiz		Die Anlageklasse ist derzeit recht teuer, was den Spielraum für weitere Kapitalgewinne begrenzt. Die Ausschüttungsrenditen sind jedoch interessant
Immobilien global (REITs)		Die Bewertung von internationalen Immobilienanlagen erscheint fair, angesichts eines nur moderaten Wachstumsausblicks fehlen aber die Kurstreiber
Gold		Der Goldpreis bleibt fundamental gut unterstützt dank Zentralbankkäufen, erhöhte Unsicherheit und weiter steigender Staatsverschuldung
Rohstoffe (ohne Agrar)		Den Ölpreis erwarten wir vorerst in einer Seitwärtsspanne, die Preise der Basismetalle könnten dagegen unter einem Überangebot leiden
Fremdwährungen vs. Franken		Die Verschiebungen bei den Anlageklassen führen zu keiner Veränderung des Franken-Anteils in den Portfolios

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

# Konjunktur und Geldpolitik

Die globale Wirtschaft wächst auch 2026/27 moderat. Regional wird das Wachstum heterogener. Die USA verlieren an Tempo, dagegen wird sich die Wirtschaft Europas erholen.

Der globalen Wirtschaft wurde im Jahr 2025 eine Menge abverlangt. Insbesondere die Zollpolitik der USA setzte die Weltwirtschaft unter Druck. Doch bislang hält sich der wirtschaftliche Schaden, den das Zollgewitter aus Washington D.C. anrichtet, in Grenzen. Die Weltwirtschaft erweist sich als widerstandsfähig.

## Zölle steigen moderater als angekündigt

Dass sich die Weltwirtschaft trotz der Zölle so solide entwickelte, liegt auch daran, dass der effektive US-Zollsatz niedriger ist, als von der Trump-Administration kommuniziert wurde. Zwar ist der angekündigte Durchschnittszollsatz auf weltweite Wareneinfuhren von Ende 2024 bis November 2025 von 2.5% auf 18% gestiegen. Doch effektiv lag er zuletzt nur bei 11%, was an vielen Zollausnahmen liegt. Darüber hinaus fielen die Gegenmassnahmen der von den höheren US-Zöllen betroffenen Länder in der Summe moderat aus.

## Robuste Inlandsnachfrage stützt

Gleichzeitig profitieren viele Staaten von einer robusten Inlandsnachfrage. In vielen Ländern hat zudem der Inflationsdruck abgenommen. Wichtigste Ausnahme sind die USA, wo die Inflation aufgrund der höheren Zölle

steigt. Zahlreiche Zentralbanken nutzten den Spielraum, um ihre Zinszügel zu lockern. Das trug dazu bei, dass die Finanzierungsbedingungen vor allem für Investitionen von Unternehmen und privaten Haushalten günstiger wurden. Davon profitierte die Inlandsnachfrage zusätzlich.

## Globale Wirtschaft wächst moderat

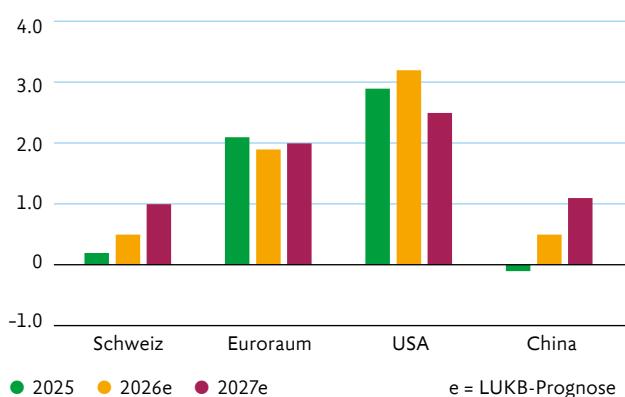
Insgesamt hat die Weltwirtschaft 2025 aber an Dynamik verloren. Wir erwarten, dass sich das Wirtschaftswachstum von 3.1% im Jahr 2024 auf 2.7% in diesem Jahr verlangsamt. In den Jahren 2026 und 2027 dürfte die Weltwirtschaft dann mit jeweils 2.5% moderat zulegen. Das Wachstumstempo Chinas und der USA sollte sich dabei verlangsamen. Dagegen prognostizieren wir, dass der Euroraum und die Schweiz einen Zahn zulegen werden. Die Unsicherheit gerade mit Blick auf die US-Handelspolitik wird auch das Jahr 2026 prägen. Die daraus resultierenden Abwärtsrisiken bleiben bestehen. Ein weiteres Risiko für die Wirtschaft stellt ein möglicher anhaltender Anstieg der Anleiherrenditen dar. Auslöser hierfür könnten die steigenden Staatsschulden sein. Aufwärtschancen liegen dagegen insbesondere in einer expansiven Fiskalpolitik Deutschlands, Chinas und der USA. Auch kräftige Zinssenkungen könnten sich positiv auswirken.

## USA verlieren an Fahrt

Die US-Wirtschaft wurde dieses Jahr deutlich ausgebremst, und das selbst verschuldet. Die angehobenen Zölle auf diverse Einfuhrgüter wirken wie eine Steuer auf den Konsum, der dadurch gedämpft wird. Gleichzeitig wurde die Zuwanderung in die USA eingeschränkt.

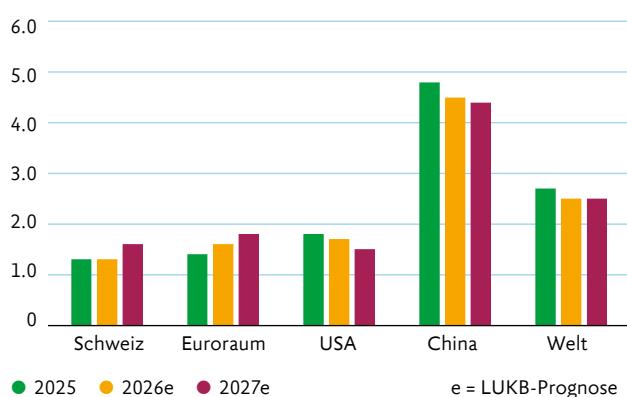
## Inflationsrate und Prognosen

Konsumentenpreise in % zum Vorjahr



## Wirtschaftswachstum und Prognosen

Bruttoinlandprodukt in % gegenüber Vorjahr, preisbereinigt



Das Arbeitskräfteangebot nimmt ab und das Wachstumspotenzial wird damit verringert. Als wenn das nicht genug wäre, wurden die Nerven der privaten Haushalte und Unternehmen in den letzten Wochen durch den «government shutdown», den Stillstand der Regierungs-geschäfte, strapaziert. Für die nächsten Quartale erwarten wir, dass sich das Wachstumstempo verlangsamten wird. Die Inflation dürfte dagegen zunehmen, so dass wir davon ausgehen, dass die US-Notenbank ihren Leitzins an den nächsten Sitzungen nur ein Mal senken wird.

### Euroraum im Erholungsmodus

Allen Unkenrufen zum Trotz wuchs die Wirtschaft im Euroraum kräftiger als gedacht. Zwar bläst ihr Gegenwind von den höheren US-Zöllen entgegen. Jedoch erholt sich die Inlandsnachfrage und kann somit die negativen Effekte des Zollgewitters abfedern. Dabei profitiert die Binnenwirtschaft auch von den vergangenen Zins-senkungen der Europäischen Zentralbank (EZB). Dadurch haben sich u.a. die Finanzierungsbedingungen für Investitionen verbessert. Insgesamt blicken wir zu-versichtlich auf die konjunkturelle Zukunft des Euro-raums. Wir gehen davon aus, dass das Wirtschaftswachs-tum 2026 und 2027 an Fahrt gewinnen wird. Da die Inflation in den kommenden Monaten nahe der Ziel-marke von 2% bleiben sollte, erwarten wir, dass die EZB ihren Leitzins an den nächsten Sitzungen bei 2% unverändert belassen wird.

### Schweiz mit positiven Signalen

Die Wirtschaftsleistung der Schweiz schrumpfte im 3. Quartal gegenüber dem Vorquartal, doch Frühindika-toren wie das KOF Konjunkturbarometer deuten für die kommenden Monate auf eine Erholung der Wirtschaft hin. Gleichzeitig dürfte die Absicht der USA, den Zollsatz auf Schweizer Waren von 39% auf 15% zu senken, die heimischen Exporteure etwas aufatmen lassen. Schliess-lich würde der Wettbewerbsnachteil gegenüber den Konkurrenten aus der EU entfallen. Gleichzeitig erholt sich die Wirtschaft im Euroraum. Damit einhergehend wird auch die Nachfrage nach Schweizer Produkten wieder zunehmen. Wichtiger Wachstumsträger sollte der private Konsum bleiben, der von einer soliden Arbeits-marktentwicklung und steigenden Reallöhnen profitiert. Die Inflation bleibt zunächst nahe null und dürfte erst im Verlauf von 2026 steigen. Daher erwarten wir, dass



**Brian Mandt**  
Chefökonom

die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren Leitzins in den nächsten 12 Monaten bei 0% belassen wird.

### China wächst langsamer

Die Wirtschaft im Reich der Mitte wird in den nächsten Jahren langsamer wachsen. Das Wachstumsfundament bleibt schmal. Die Industrie übernimmt dabei die Rolle des konjunkturellen Zugpferdes. Sie profitiert von staatlichen Stützungsmassnahmen. Auch die Exporte werden sich trotz der gestiegenen US-Zölle solide entwickeln, denn China hat seine Absatzmärkte diversifiziert. Die Abhängigkeit gegenüber den USA hat abgenommen. Sorgenkind bleibt der private Konsum, da der Abschwung am Immobilienmarkt anhält. Aufgrund des Preisrück-gangs bei Wohneigentum nimmt das Nettovermögen der privaten Haushalte ab und trübt die Konsumfreude. Für 2026 und 2027 erwarten wir BIP-Wachstumsraten von jeweils rund 4.5%. ■

Unsere Einschätzung in einem kurzen Video:  
[lukb.ch/anlagepolitik-konjunktur](http://lukb.ch/anlagepolitik-konjunktur)

## IN KÜRZE

Globale Wirtschaft wächst 2026 und 2027 moderat

Euroraum und Schweiz mit leichter Erholung

Wachstumsträger bleibt die Inlandsnachfrage

US-Wirtschaft verliert an Dynamik

Inflation vor weiterem Anstieg in den USA, in Europa mit Stabilisierung auf niedrigen Niveaus

# Ausblick 2026 – Jahr der Neujustierung



2026 startet in einem Umfeld, das endlich etwas klarer wirkt - aber Ruhe ist nicht gleich Entwarnung. Geopolitik, KI-Trends und eine stabile Konjunktur bilden den Rahmen für die Finanzmärkte.

**Björn Eberhardt** Leiter Investment Office

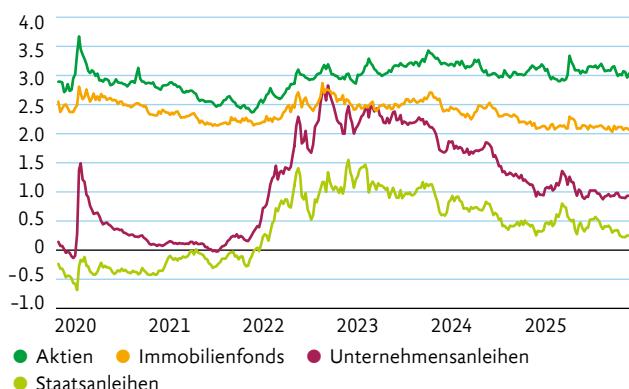
Nach einem politisch und wirtschaftlich sehr turbulenten Jahr 2025 scheint zum Jahresende zumindest in Bezug auf die US-Zölle etwas Ruhe einzukehren. Auch wenn das Zollthema etwas in den Hintergrund rückt, enthält die Agenda der US-Regierung zum Umbau des globalen Handels- und Finanzsystems noch etliche weitere Elemente. Das Thema künstliche Intelligenz wird für die Märkte weiter an vorderster Front stehen. Zwar könnte die Euphorie für KI-Aktien etwas unter Druck kommen. Der rasant laufende technologische Fortschritt wird jedoch unvermindert anhalten und fast alle Wirtschaftsbereiche nachhaltigen Veränderungen unterwerfen. Konjunkturell sollten sich in Europa erste positive Wachstumseffekte in Ländern wie Deutschland zeigen. Das würde auch der Schweizer Konjunktur helfen. Am hiesigen Tiefzinsumfeld wird dieser bestenfalls zarte Aufschwung im Jahr 2026 aber noch nichts ändern.

## **Weder Boom noch Rezession: Die globale Wirtschaft durchläuft ein Übergangsjahr**

Trotz des Shutdowns und der Zölle dürfte die US-Wirtschaft zum Jahresende 2025 noch eine recht solide Dynamik aufgewiesen haben. Im neuen Jahr kommt zwar ein leichter fiskalischer Rückenwind hinzu, dieser dürfte aber nicht reichen, um das US-Wachstum merklich über den langfristigen Trend zu heben. Kaum Impulse für die Weltwirtschaft sind auch aus China zu erwarten. Lediglich in Europa gehen wir von einer Verbesserung des Wachstums aus. Dieses dürfte aber auf moderaten Niveaus verbleiben. Eine globale Rezession ist unwahrscheinlich, u.a. aufgrund der robusten Konsumnachfrage sowie der fiskalischen Unterstützung in vielen Ländern. Ein globaler konjunktureller Aufschwung ist aber ebenso nicht zu erwarten. Darum sehen wir 2026 als Übergangsjahr.

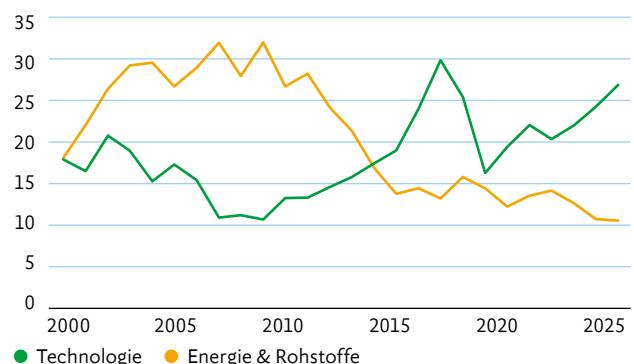
## **Ausschüttungsrenditen Schweizer Vermögenswerte**

in %



## **Schwellenländeraktien und Sektorveränderungen**

in %, Anteil ausgewählter Sektoren am Gesamtindex



## **Die Zentralbanken halten länger still, als die Märkte erwarten**

Da das Wachstum eher verhalten bleibt, rechnen wir auch mit wenig Inflationsdruck, gerade in der Schweiz und der Eurozone. China könnte angesichts der markanten Überkapazitäten in Teilen seiner Wirtschaft ein globaler Deflations-Exporteur bleiben. Nur für die USA ist u.a. aufgrund der Zölle mit einer Inflationsrate zu rechnen, die deutlich über dem Inflationsziel bleibt. Für die Notenbanken heisst das: Die Schweizerische Nationalbank und die Europäische Zentralbank werden ihre Zinsen unverändert belassen. Die US-Notenbank Fed wird die Zinsen, wenn überhaupt, deutlich langsamer senken, als der Markt erwartet. Lediglich aus China und anderen Schwellenländern (wie z.B. Brasilien) ist mit mehr geldpolitischem Stimulus zu rechnen.

## **Trotz Tiefzinsinsel lässt sich mit Schweizer Vermögenswerten Geld verdienen**

Es gibt also keine Aussicht auf steigende Leitzinsen und einen grösseren konjunkturellen Aufschwung.

Daher dürften auch die Anleiherenditen in der Schweiz auf tiefen Niveaus bleiben. Wir gehen entsprechend im Jahresverlauf 2026 nur von einem leichten Anstieg aus. Das Risiko von Kursverlusten, insbesondere in kurzen Laufzeitenbereichen, ist damit gering. Allerdings lässt sich mit Kontoverzinsung und Staatsanleihen in diesem Umfeld kaum Geld verdienen. Lediglich Unternehmensanleihen bieten eine einigermassen interessante Risikoprämie. Diese ist zwar niedrig, aber bei breiter Schuldner-Diversifikation und relativ kurzen Laufzeiten sind Ausfall- und Zinsänderungsrisiken sehr überschaubar. Interessanter sind aus unserer Sicht Realwerte wie Schweizer Immobilienfonds, vor allem wegen deren Ausschüttungsrenditen. Nennenswerte Kapitalgewinne sollte man wegen der hohen Bewertungen aber nicht erwarten. Eine grössere Kurskorrektur, z.B. aufgrund steigender Zinsen oder fallender Immobilienpreise, ist aus unserer Sicht aber unwahrscheinlich. Schweizer Aktien schliesslich dürften nach einem positiven 2025 ein weiteres gutes Jahr vor sich haben. Der Markt ist im historischen und internationalen Vergleich moderat bewertet, die Aussichten für das Gewinnwachstum der

Unternehmen sind intakt und die Erwartungen daran nicht überrissen hoch.

## **Der Franken wertet weiter auf**

Der Franken ist aktuell teuer, das ist keine Frage. Aus diesem Grund sehen wir auch das Potenzial für eine weitere kräftige Aufwertung als relativ beschränkt an. Zu den aus unserer Sicht wichtigsten Faktoren für eine weitere Dollarschwäche gegenüber dem Franken zählen die Aussicht eines steigenden Einflusses von Trump-Loyalisten auf die US-Geldpolitik (Notenbankchef Jerome Powells Amtszeit läuft im Mai 2026 aus), die wachsende US-Staatsverschuldung und die anhaltend erhöhte Inflationsrate. Dem Euro könnte zwar eine kräftigere Konjunkturbelebung helfen. Aber Risiken wie weitere Zeichen politischer Instabilität (z.B. in wichtigen deutschen Landtagswahlen oder in Frankreich mit seinem Parlament ohne klare Mehrheiten) oder gar ein ungünstiger Kriegsverlauf in der Ukraine könnten den Euro jederzeit unter Druck setzen.

## **Die KI-Aktien-Euphorie wird vorerst anhalten**

Drei Jahre hält die durch die Veröffentlichung von ChatGPT ausgelöste Euphorie um das Thema künstliche Intelligenz mittlerweile an. Bislang konnte das Angebot an Rechenleistung mit der Nachfrage kaum mithalten. Daran dürfte sich auch im kommenden Jahr wenig ändern. Die Milliarden-Investitionen in Rechenzentren durch die grossen US-Cloudanbieter lassen allerdings Fragen bezüglich der Rentabilität auftreten. Angesichts des Kampfes um Marktanteile und vor dem Hintergrund des gigantischen Investitionsvolumens wird der Markt die Fortschritte bei der Monetarisierung weiterhin kritisch beobachten. Die dominanten Konzerne, die die Voraussetzungen für einen wachsenden Einsatz von KI schaffen, dürften auch im nächsten Jahr ein positives Momentum bei der Gewinnentwicklung zeigen. Allenfalls Unternehmen mit einem ungehemmten Ausgabenwachstum könnten es schwer haben. Mittelfristig könnten sinkende Margen oder weniger Optimismus bezüglich des Gewinnwachstums bei den Anlegenden mehr Realismus einziehen lassen, was die Bewertungen unter Druck setzen könnte. Es ist sehr schwierig,

**«2026 wird kein Boomjahr, aber eines der Neujustierung.»**



2026 wird ein Jahr der Neustellung, das flexible, vielseitige Portfolio-Werkzeuge verlangt.

diese Entwicklung zeitlich einzuschätzen, aber Anlegende können das Risiko eines solchen Szenarios abfendern durch Investitionen in Marktindizes, in denen die Gewichtung der Mega-Caps weniger ausgeprägt ist (z.B. gleichgewichtete Indizes).

### **Das Comeback der Realwerte setzt sich fort**

Hohe Inflationsraten und Staatsverschuldung sind Themen, die in der Schweiz glücklicherweise nicht ganz oben auf der Liste der wirtschaftspolitischen Probleme stehen. Der Realkapitalerhalt, d.h. Kapitalerhalt nach Inflation, hat in anderen Ländern vielleicht eine höhere Priorität, aber auch Anlegende in der Schweiz sind gut beraten, den sogenannten Realwerten eine wichtige Rolle in ihren Portfolios zukommen zu lassen. Denn zu einer guten Portfoliodiversifikation gehört auch die Berücksichtigung von Szenarien, die denkbar, aber aus heutiger Sicht unwahrscheinlich sind. Das Gute ist, dass Realwerte wie gewisse Aktien, Immobilien, Gold oder andere Rohstoffe, die in einem Umfeld hoher Inflation und Verschuldung international stark gesucht werden, auch in einem Tiefzinsumfeld für Abhilfe und Kapitalzuwachs sorgen können. Darum sind Realwerte auch in unseren Portfolios gut vertreten.

### **Schwellenländer rücken weiter in den Fokus**

Die Performance von Schwellenländer-Aktien hat jene der Industrieländer im Jahr 2025 deutlich übertroffen. Ein Blick auf die stärksten Titel zeigt, wie stark sich das Segment gewandelt hat: Die grössten Gewinner sind heute global vernetzte, technologisch führende Unternehmen - vielfach direkt im Umfeld der künstlichen Intelligenz verankert. Mit dem klassischen Bild von Schwellenländeraktien vor zwanzig oder dreissig Jahren hat dies kaum mehr etwas zu tun. Die globalen Wachstumspole liegen ausserdem zunehmend in Asien, wo sich eigenständige Innovationscluster, Lieferketten und wirtschaftliche Abhängigkeiten herausbilden. Gleichzeitig verändert der technologische und geopolitische Aufstieg Chinas die weltweiten Handelsströme und ermöglicht das Entstehen neuer Marktführer in zahlreichen Sektoren - weit über China hinaus. Eine gezielte Beimischung von Schwellenländeraktien ist daher unerlässlich, um an diesem strukturellen Wandel direkt teilzuhaben und nicht nur einseitig auf die heutigen Technologieführer aus den USA zu setzen.

### **Trotz Tiefzins sind Obligationen im Portfolio sinnvoller als Liquidität**

Die sehr tiefen Renditen Schweizer Staatsanleihen werfen die Frage auf, ob sich ein Investment überhaupt noch lohnt. Ihr Hauptzweck - bei Wachstumsschocks als sicherer Anker zu wirken - ist aufgrund des begrenzten Rückgangspotenzials der Renditen eingeschränkt: Gemessen an heutigen Niveaus sind bei 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen bei einem negativen Konjunkturschock nur rund 70 Basispunkte Renditerückgang erwartbar, entsprechend ca. 6% Kursgewinn. Das hilft bereits mehr als Kontogelder, doch es gibt noch interessantere Staatsanleihenmärkte. So verfügen deutsche Staatsanleihen über einen Spielraum von mehr als 300 Basispunkten, was theoretisch Kursgewinne bis 30% erlaubt und die Pufferwirkung im Portfolio deutlich erhöht. Zwar müsste das Währungsrisiko abgesichert werden, doch liegt die Rendite deutscher Staatsanleihen selbst nach diesen Kosten höher als bei Schweizer Papieren. Dadurch können sie - im Gegensatz zu Liquidität - sowohl eine portfoliostützende Rolle übernehmen als auch zur Portfoliorendite beisteuern.

**«Hohe Bewertungen sind ein Risiko in Teilbereichen, weniger im Gesamtmarkt.»**

### **Investieren wird sich auch im Jahr 2026 auszahlen**

Insgesamt gehen wir für 2026 von einem weiteren guten Anlagejahr für gemischte Portfolios aus. Die globalen Wachstumsaussichten sind zwar recht moderat, aber grundsätzlich intakt, was das Wachstum der Unternehmensgewinne stützt. Auch wenn die derzeitige grosse Euphorie bei KI-Aktien ins Stocken geraten sollte, sehen wir wenig Grund dafür, dass die Finanzmärkte insgesamt dadurch in grössere Mitleidenschaft gezogen würden. Denn hohe Bewertungen finden sich nur in Teilbereichen der Märkte, nicht in ihrer Gesamtheit. Angesichts tiefer Schweizer Zinsen und der zum Teil hohen Staatsverschuldung im Ausland sollten Realwerte auch im Jahr 2026 einen wichtigen Bestandteil von Anlageportfolios ausmachen. Denn die globale Nachfrage nach Anlagen, die einen Schutz vor Inflation und globalen Unsicherheiten bieten, dürfte hoch bleiben. Auch im Jahr 2026 gilt: Investieren bietet die besten Chancen für den Kaufkrafterhalt des eigenen Vermögens. ■

Unsere Einschätzung in einem kurzen Video:  
[lukb.ch/anlagepolitik-fokus](http://lukb.ch/anlagepolitik-fokus)

# Festverzinsliche Anlagen



**Marc Häfliger**  
Anlagestrategie

Im 4. Quartal legten Anleihen leicht zu. Die divergierenden Zinsniveaus schaffen neue Spielräume bei Duration und Allokation. Daraus ergeben sich Implikationen für die Struktur von Anleiheportfolios.

Das 4. Quartal brachte für die meisten Anleihemärkte eine positive Performance in den jeweiligen Währungen. Die bedeutendste Ausnahme war der japanische Bondmarkt, wo die Bekanntgabe eines grossen Fiskalpakets die Renditen deutlich anziehen liess und den japanischen Yen unter Druck setzte. In den wichtigsten anderen Märkten dagegen sanken die Renditen. Staatsanleihen erzielten dabei in der Regel eine bessere Performance als Unternehmensanleihen, da Letztere mit steigenden Risikoprämien zu kämpfen hatten. Besonders gut schnitten Schwellenländeranleihen ab: Hartwährungsanleihen erzielten fast 4%, Lokalwährungsanleihen fast 3% (jeweils in Schweizer Franken).

## Renditen von Staatsanleihen mehrheitlich tiefer

In der Schweiz sanken die 10-jährigen Renditen noch einmal leicht von 0.22% zu Beginn des 4. Quartals auf 0.17%. Überraschend tiefe Schweizer Inflationsdaten sorgten dafür, dass Schweizer Renditen im Gegensatz zu ihren globalen Pendants im November nicht nennenswert höher tendierten. Die US-Renditen sanken ebenfalls leicht in einem Umfeld, in dem die US-Fed das baldige Ende ihrer Bilanzschrumpfung ankündigte, gleichzeitig aber Signale aussendete, dass die Zinssenkungen langsamer als erwartet ausfallen könnten. Die Steilheit der Zinskurve (Rendite von 10-jährigen minus 2-jährigen Staatsanleihen) blieb im US-Dollar, im Euro und im Schweizer Franken praktisch unverändert. Die Risikoprämien von Unternehmensanleihen stiegen im

## Entwicklung der Anleiheindizes seit Jahresbeginn

1. Jan. 2025 = 100, Gesamtrendite in CHF



## Renditen von Schwellenländeranleihen

in %



4. Quartal an, insbesondere bei Hochzinsanleihen. Trotz des Anstiegs bleiben sie auf ausserordentlich tiefen Niveaus, d.h. der Markt schätzt das Ausfallrisiko weiterhin als gering ein.

In der Schweiz liegen die Renditen von Staatsanleihen für Laufzeiten bis vier Jahre derzeit im negativen Bereich. Auch am langen Ende sind die Renditen auf sehr niedrigen Niveaus und damit aus unserer Sicht unattraktiv. Wir rechnen damit, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) den Leitzins auf absehbare Zeit bei 0% belassen wird. Denn in den kommenden Monaten dürfte die Inflation wieder leicht anziehen, was für Aufwärtsdruck bei den längeren Renditen und damit für eine steilere Zinskurve sorgen dürfte. Daher halten wir Schweizer Staatsanleihen weiter untergewichtet und streben eine Duration nahe dem Benchmark an. Am Heimmarkt Schweiz bevorzugen wir grundsätzlich weiterhin Unternehmensanleihen. Diese bieten eine höhere Rendite (rund 0.9%) und haben mit einer Benchmark-Laufzeit von unter fünf Jahren ein überschaubares Zinsrisiko.

Bei US-Staatsanleihen halten wir an einem leichten Untergewicht fest. Die vom Markt eingepreisten Zinssenkungen erscheinen aus unserer Sicht zu optimistisch, da wir mit weniger Zinssenkungen rechnen. Zudem bleibt die steigende Staatsverschuldung ein grosses Problem. Beide Faktoren könnten die Renditen von US-Staatsanleihen wieder in die Höhe und damit die Kurse nach unten treiben. Obwohl sich die Lage in der Handelspolitik etwas beruhigt hat, besteht aufgrund der Zollmassnahmen das Risiko eines erneuten Inflationsanstiegs. Bei US-Staatsanleihen bevorzugen wir daher inflationsgeschützte Anleihen. Wir empfehlen eine Duration nahe der Benchmark.

Euro-Staats- und Unternehmensanleihen mit hoher Bonität zeigen ein anderes Bild. Die Markterwartungen an die EZB erscheinen realistisch, weshalb wir vorerst stabile Renditen am kurzen und lange Ende erwarten. Für Franken-Anlegende bieten hochwertige Euro-Anleihen damit auch nach Währungsabsicherung interessante Renditeniveaus, während sie gleichzeitig zur Portfolio-Diversifikation beitragen. Daher halten wir hochwertige Euro-Anleihen übergewichtet und empfehlen eine leicht erhöhte Duration.

Schwellenländeranleihen entwickelten sich in den vergangenen Monaten positiv und bieten weiterhin interessante Renditen. In vielen Schwellenländern bleibt das Wachstum intakt, und die Inflation bildet sich zurück, was Raum für Zinssenkungen schafft. Dies würde der Entwicklung von Schwellenländeranleihen zusätzlichen Auftrieb geben. Lokalwährungsanleihen ermöglichen zudem eine Diversifikation weg vom US-Dollar. Wir bevorzugen breit diversifizierte Engagements in Schwellenländeranleihen mit einem Fokus auf Anleihen in Lokalwährung. ■

## Präferenz für Unternehmensanleihen in der Schweiz

## Untergewicht bei US-Staatsanleihen

## Euro- und Schwellenländeranleihen bevorzugen

## IN KÜRZE

**CHF-Markt untergewichten und darin Unternehmensanleihen bevorzugen**

**Schwellenländeranleihen und hochwertige Euro-Anleihen bieten eine attraktive Alternative**

**Duration leicht über dem Benchmark halten (EUR/GBP) bzw. auf Benchmark (USD/CHF)**

# Aktienmärkte

Ein starkes Aktienjahr unterstreicht die Bedeutung internationaler Diversifikation. Unterschiede in Sektorstrukturen, Währungen, Bewertungen und Gewinnprognosen prägen die Renditen und eröffnen Chancen und Risiken für 2026. Bei den Sektoren favorisieren wir Gesundheit, Technologie und Versorger.

Erneut neigt sich ein starkes Aktienjahr dem Ende entgegen. Bislang liegt die Gesamtrendite in Schweizer Franken für viele Märkte im Plus, oft sogar zweistellig. Der Schweizer Markt liegt dabei im Mittelfeld. Und die Performance von US-Aktien wurde vor allem von der Dollar-Schwäche aufgezehrt. Insgesamt bestätigte das Jahr 2025 damit erneut, dass es sich auch für Schweizer Anlegende lohnt, international zu diversifizieren, um den Besonderheiten des Schweizer Aktienmarktes Rechnung zu tragen. Zwar mag es aus Währungsüberlegungen im ersten Moment verlockend erscheinen, nur in den Heimmarkt zu investieren. Allerdings sind im Schweizer Aktienmarkt der global wichtige Technologie-Sektor unter- und Aktien aus dem Sektor Energie gar nicht repräsentiert. Defensive Sektoren wie das Gesundheitswesen oder die Basiskonsumgüter sind dagegen sehr stark gewichtet.

## Regionen

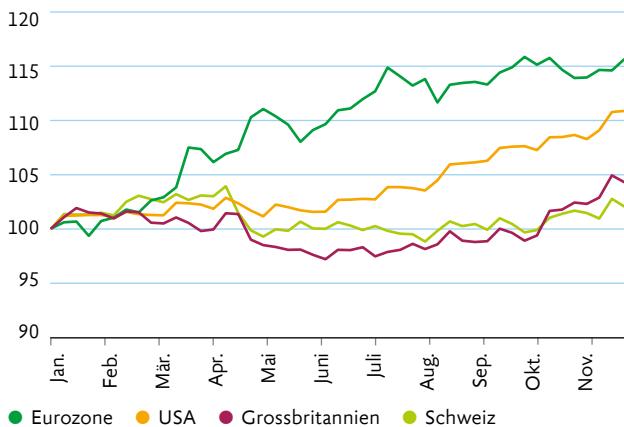
Die Bewertung von **Schweizer Aktien** ist insgesamt attraktiv aufgrund verhaltener Erwartungen an das künftige Gewinnwachstum. Mit der Zoll-Absichtserklärung zwischen der Schweiz und den USA zeichnet sich für heimische Exportunternehmen eine Entspannung ab. Auch für Gesundheitswerte, die rund ein Drittel des Schweizer Aktienmarktes ausmachen, ist das Risiko von US-Strafzöllen gesunken. Darum sind positive Gewinnüerraschungen möglich.

Für Aktien der **Eurozone** wird 2026 eine deutliche Beschleunigung des Gewinnwachstums erwartet. Damit begründet sich auch die überdurchschnittliche Bewertung dieses Aktienmarktes. Allerdings erachten wir die Prognosen als zu hoch. Sie nehmen bereits eine konjunkturelle Erholung vorweg. Die Bewertung **britischer Aktien** dagegen ist fair und die Gewinnerwartungen ziehen an.

Die Bewertung des **US-Aktienmarktes** ist zwar fortgeschritten, wird aber von der soliden Gewinn- und Margenentwicklung gestützt. Die seit Anfang des Jahres gestiegenen Gewinnerwartungen werden überwiegend von den sieben Mega-Caps getragen. Für das kommende Jahr wird ein Gewinnwachstum von 13% erwartet. In Anbetracht der abnehmenden US-Konjunkturdynamik ist der Wert zwar ambitioniert, kann aber bei Anhalten des KI-Booms erreicht werden. Sollten die Erwartungen enttäuscht werden, besteht entsprechend aber auch das Risiko von temporären Kurskorrekturen.

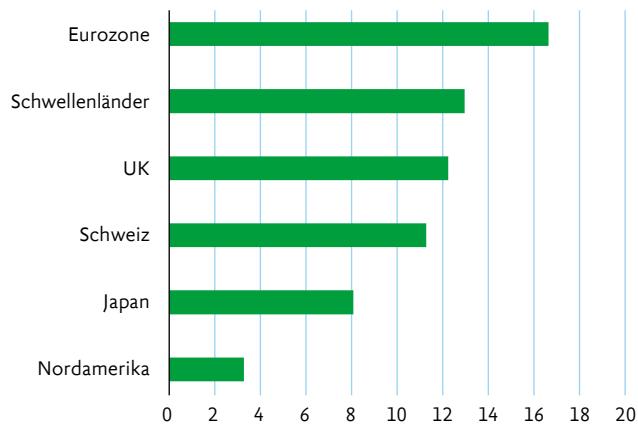
## Entwicklung erwarteter Gewinne

in Lokalwährung seit 01.01.2025, indexiert



## Performance der Aktienregionen

Gesamtrenditen in CHF, 31.12.2024 bis 27.11.2025



## Sektoren

Wir stufen den Technologie-Sektor mit «übergewichten» ein. Der Sektor profitiert vor allem von den starken strukturellen Trends hin zu künstlicher Intelligenz, Cloud-Anwendungen und Vernetzung. Diese stützen auch künftig das Gewinnwachstum, was weiteres Kurspotenzial eröffnet. Insbesondere bei den Sektor-Schwergewichten kann von einem stabil hohen Wachstumspfad ausgegangen werden. Eine breite Erholung des Halbleitermarktes würde dem Sektor zusätzlich helfen.

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

Den Sektor Versorger stufen wir ebenfalls mit «übergewichten» ein. Das investitionsgetriebene Gewinnwachstum der Betreiber von Stromnetzen ist im vollen Gange. Die benötigten Investitionen versprechen über Jahre hinweg ein stabil hohes Gewinnwachstum. Für die nicht-regulierten Stromerzeuger könnte eine steigende Nachfrage nach Strom aufgrund der wachsenden Wirtschaft oder des hohen Strombedarfs von Rechenzentren helfen. Insbesondere in den USA zeichnet sich ein solches Szenario ab. Zudem hat der Sektor defensive Qualitäten, die unseres Erachtens im gegenwärtigen Umfeld attraktiv sind.

Längere Zeit herrschte in Teilbereichen des Sektors Gesundheitswesen Gegenwind und die neue US-Administration drohte mit Zöllen auf Medikamente sowie Geräte. Die Belastungsfaktoren sind weniger geworden. Längerfristig bleiben Innovationskraft und demografische Trends die Treiber. Aus diesem Grund erhöhen wir die Einstufung auf «übergewichten». Dabei ist die Einzelteilesektion entscheidend. Wir sehen Chancen bei Pharmakonzernen mit soliden Bilanzen, hoher Profitabilität und starken Wirkstoffpipelines. In den Bereichen Medizintechnik und Dienstleistungen bevorzugen wir defensive Unternehmen mit robusten Geschäftsmodellen, einer hohen Preissetzungsmacht und einem grossen Anteil an wiederkehrenden Umsätzen.



**Reto Lötscher**  
Leiter Finanzanalyse

Im Sektor zyklischer Konsum bleiben wir vorsichtig und stufen diesen weiterhin mit «untergewichten» ein. So hat z.B. der Subsektor der Automobilwerte, vor allem in Europa, mit schwacher Nachfrage und grossen strukturellen Herausforderungen zu kämpfen. Auch die Zeichen einer Konsumstabilisierung in China, die im Luxusgütersegment stützen würden, sind derzeit erst in einer frühen Phase.

Die Einstufung «untergewichten» behalten wir auch für den Energie-Sektor bei. Derzeit fehlen für den Ölpreis die grossen Treiber, die für einen erneuten Anstieg sorgen könnten. Die aktuellen Energiepreise sichern den Ölmultis zwar noch solide Gewinne und Cashflows, nicht zuletzt dank ihrer weiterhin strikten Investitionsdisziplin. Dies lässt auch eine kontinuierliche Dividendenpolitik zu. Aber für eine bessere Performance des Sektors im Vergleich zu anderen fehlen momentan die Impulse. ■

## IN KÜRZE

**Gutes Aktienjahr 2025 zeichnet sich ab**

**Internationale Diversifikation lohnt sich**

**Zolleinigung mit USA nimmt Risiken vom Schweizer Aktienmarkt**

**Gesundheit, Technologie und Versorger sind unsere bevorzugten Sektoren**

# Rohstoffe



**Andreas Müller**  
Analyst Rohstoffe

Gold dürfte im Höhenflug bleiben, Basismetalle unter vollen Lagern leiden, und dem Energiebereich sollten weiterhin die Impulse fehlen im Umfeld von Überangebot und Sanktionen.

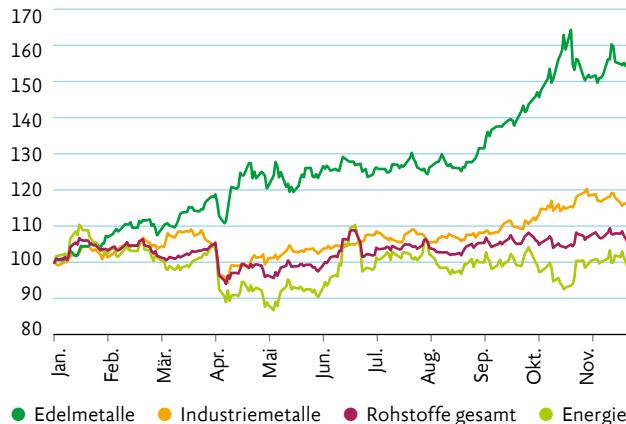
In der zweiten Jahreshälfte dominierten die Edelmetalle Gold und Silber. So stieg der Goldpreis seit dem Sommer um über 20%, der Silberpreis sogar um rund 50%. Gold erreichte mit fast USD 4'400 pro Unze (rund CHF 110'000 pro Kilo) zwischenzeitlich ein Rekordniveau. Auch die Preise der Industriemetalle legten dank Angebotsknappheit und einem schwachen Dollar zu. Mit Ausnahme von Nickel, das wegen eines deutlichen Überangebots seit Juli etwas nachgab, verteuerten sich die meisten Basismetalle um rund 10%. Rohöl stand aufgrund der Förderausweitung der OPEC+ und der schwachen Nachfrage unter Druck. In den USA verteuerte sich Gas um etwa 50%, während die Preise in Europa weiter leicht nachgaben.

## Gold und Silber vorerst mit Verschnaufpause

Nachdem sich der Goldpreis im Sommer mehrheitlich seitwärts bewegt hatte, stieg er im 3. Quartal deutlich an und überschritt die Marke von USD 4'000 pro Unze, nachdem bereits im Mai 2025 die Grenze von 3'000 USD gefallen war. Treiber waren steigende Erwartungen an baldige Leitzinssenkungen in den USA und geopolitische Unsicherheiten. Beides stimulierte zudem ETF-Käufe in westlichen Ländern. Auch unter den Japanern gewann Gold wegen steigender Inflation an Bedeutung. Der starken globalen Nachfrage stand hingegen ein nur langsam wachsendes Angebot gegenüber. Trotzdem liefen das Fördern und Rezyklieren auf Hochouren, da dies bei den aktuell hohen Goldpreisen besonders attraktiv ist. Die jüngste Korrektur des Goldpreises beruhte vor allem auf Gewinnmitnahmen und einer Entspannung im Handelskonflikt zwischen den USA und China. Mittelfristig dürften die bisherigen

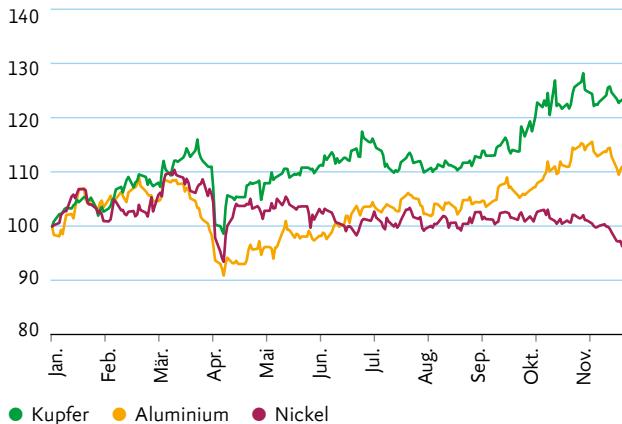
## Rohstoffpreise 2025

indexiert, Jan. 2025 = 100, Gesamtrendite in USD



## Preise ausgewählter Metalle 2025

indexiert, Jan. 2025 = 100, in USD



Treiber grösstenteils intakt bleiben und den Goldpreis weiter stützen, unter anderem sind dies geopolitische Risiken, ETF- und Zentralbankkäufe sowie der möglicherweise wieder aufflammende Zollstreit.

Im Silbermarkt stieg der Preis auf über USD 55 pro Unze und erreichte damit ein Rekordhoch. Die enge Korrelation zum Goldpreis, Hoffnungen auf eine Konjunkturerholung und der wachsende Energiebedarf trieben den Kurs. Denn Silber spielt in der Photovoltaik und der Industrie eine zentrale Rolle. Die zwischenzeitliche Preiskorrektur war ebenfalls vor allem auf Gewinnmitnahmen zurückzuführen.

Mit Ausnahme von Nickel verzeichneten alle Basismetalle in den letzten Monaten deutliche Gewinne. Kupfer profitierte von Minenausfällen durch Unfälle und Schliessungen sowie von Hoffnungen auf eine globale Erholung und der Nachfrage aufgrund der Energiewende. Die von US-Präsident Donald Trump angekündigten Zölle von 50% sorgten dafür, dass viele Firmen ihre Käufe vorzogen. Dadurch stieg der Preis der in Chicago gehandelten Kupferkontrakte deutlich stärker als jener in London. Bei Aluminium wird die Produktion künstlich tief gehalten, da diese sehr viel Energie verbraucht und in China mit den nationalen Nachhaltigkeitszielen nicht vereinbar ist. Dies trieb die Notierungen deutlich an. Nickel bewegte sich seitwärts, belastet durch den Ausbau der Raffineriekapazitäten in Indonesien und eine schwache Nachfrage, da Batterien immer seltener Nickel enthalten. Jüngste Stützungsmassnahmen stabilisierten den Preis, ohne jedoch neue Impulse geben zu können. Wir erwarten, dass die Preise der Basismetalle weiter unter Druck stehen werden, da Frühindikatoren weiter auf eine nur moderate Konjunktur hinweisen und die Lagerbestände deutlich angestiegen sind.

Die OPEC+ hat im Frühjahr mit raschen Erhöhungen der Fördermengen begonnen. Dies und eine schleppende globale Konjunkturentwicklung lasteten in den letzten Quartalen auf dem Ölpreis. Saudi-Arabien hat offenbar das Ziel eines hohen Ölpreises zugunsten eines grösseren Marktanteils aufgegeben, obwohl es hohe Einnahmen für seine Infrastrukturpläne gebrauchen könnte. Die Ankündigung, im ersten Quartal 2026 keine weiteren Fördererhöhungen vorzunehmen, und verschärfte Sanktionen gegenüber Russland liessen den Preis nur kurz ansteigen. Aufgrund der moderaten Konjunkturaussichten und eines drohenden Überangebots dürften dem Ölpreis vorerst die Impulse fehlen.

Der europäische Gaspreis blieb konstant unter Druck. Trotz ungewöhnlich niedriger Füllstände der Gasspeicher in Europa besteht keine Sorge vor Engpässen. Eine ausreichende Infrastruktur zum Bezug von Gas und mildes Wetter verhinderten Preisanstiege. Friedensgespräche oder neue Spannungen im Ukraine-Russland-Konflikt werden jedoch zu Schwankungen führen. ■

## Basismetalle mit selektiver Stärke

## Drohendes Überangebot beim Öl

## IN KÜRZE

**Treiber bei Gold und Silber trotz aktueller Konsolidierung intakt**

**Basismetalle bleiben aufgrund schwacher Nachfrage im Lager liegen. Dies dürfte sie unter Druck halten**

**Der Ölpreis bleibt richtungslos im Spannungsfeld zwischen Überangebot und Sanktionen**

# Immobilien

Schweizer Immobilienfonds legten im 4. Quartal zu, globale REITs gaben leicht nach. Die Perspektiven für 2026 bleiben gut, auch wenn hohe Bewertungen das Potenzial der Schweizer Fonds begrenzen. REITs hingegen könnten von weiteren US-Zins-Senkungen profitieren.

Schweizer Immobilienfonds knüpften im 4. Quartal an die erfolgreichen Vorquartale an und erzielten Kursgewinne. Seit Jahresbeginn hat der breite Index bislang rund 9% zugelegt, was nach dem starken Vorjahr überraschend gut ist. Für 2026 haben wir einen verhalten zuversichtlichen Ausblick. Das Umfeld bleibt günstig, auch wenn in den aktuellen Kursen mittlerweile einiges Positives eingepreist sein dürfte. Die globalen Immobilienaktien (REITs) dagegen entwickelten sich im 4. Quartal seitwärts. Seit Jahresanfang ergibt sich in US-Dollar ein Plus von rund 10%. Aufgrund der starken Abwertung des US-Dollars resultiert in Schweizer Franken jedoch ein Minus.

## Schweizer Immobilienfonds: erfreuliches 2025

Die erfreuliche Performance von Schweizer Immobilienfonds im Jahr 2025 wurde durch verschiedene Faktoren begünstigt. So profitierten die Fonds von höheren An-

gebotsmieten, tieferen Leerständen und günstigeren Finanzierungskosten. Hinzu kam, dass sich der Anlagenotstand bei defensiven Schweizer-Franken-Anlagen verschärfte, denn Schweizer-Franken-Staatsanleihen werfen kaum mehr positive Renditen ab. In der Tendenz waren Wohnimmobilienfonds stärker gesucht und schnitten überdurchschnittlich ab. Gewerbeimmobilienfonds verzeichneten u.a. aufgrund von Konjunktursorgen eine etwas geringere Dynamik.

## Steigende Erträge

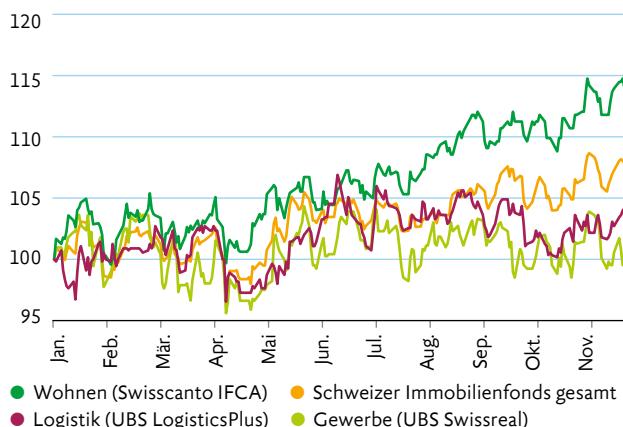
Immobilienfonds konnten im abgelaufenen Jahr ihre Mieteinnahmen steigern. Zum einen stiegen die Angebotsmieten weiter an. So zeigen Daten von Homegate, dass die Angebotsmieten im Oktober um 3.1% zum Vorjahr zunahmen. Zuletzt schwächte sich das Mietpreiswachstum etwas ab und wir erwarten dass sich dieser Trend in den kommenden Quartalen fortsetzt. Ein moderateres Lohnwachstum dürfte die Zahlungsbereitschaft neuer Mieterinnen und Mieter dämpfen, zudem könnte die Nettozuwanderung durch das etwas geringere Stellenwachstum leicht zurückgehen.

## Höhere Vermietungsquote und grössere Flächen

Mietpreissteigernd wirkte ferner die intakte Wohnraumnachfrage bei gleichzeitig moderater Bautätigkeit. Dies führte dazu, dass die Leerstände weiter abnahmen bzw. die Vermietungsquoten der Immobilienfonds stiegen. Per Anfang Juni meldete das Bundesamt für Statistik eine Leerstandsquote von nur noch 1.0%. Im Vergleich zum

## Schweizer Immobilienfonds 2025

indexiert, Jan. 2025 = 100, Gesamtrendite in CHF



## Entwicklung internationaler REITs-Märkte 2025

indexiert, Jan. 2025 = 100, Gesamtrendite in CHF



Vorjahr reduzierte sich die Anzahl leerer Wohnungen um 6.8%. Unseres Erachtens wird der Nachfrageüberhang 2026 anhalten. Eine weitere Ertragskomponente für Immobilienfonds ist die laufende Optimierung von Immobilien in ihrem Bestand, so dass nach der Sanierung mehr Fläche zu höheren Mietpreisen vermietet werden kann. Mit diesen Massnahmen können die Immobilienfonds ihre Ertragsseite weiter stärken.

### Kostenrückgang und Wertsteigerungen

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat 2025 den Leitzins in mehreren Schritten um 50 Basispunkte auf 0.0% gesenkt. Tendenziell führte dies bei Immobilienfonds zu günstigeren Finanzierungskosten, da Hypotheken zu besseren Konditionen gerollt werden konnten. Der zweite positive Effekt des Zinsrückgangs zeigte sich bei der Bewertung der Immobilienportfolios. Wenn der Diskontsatz sinkt, erhöht sich der Barwert künftiger Cashflows. Das wirkt sich positiv auf die Bewertung der Immobilien und damit auf die der Immobilienfonds aus.

### Ausblick für 2026 konstruktiv, aber ...

Viele der Faktoren, die 2025 die Kurse der Schweizer Immobilienfonds positiv beeinflusst haben, dürften auch 2026 intakt bleiben. Die Schweizer Wirtschaft dürfte auch 2026 moderat wachsen und die SNB den Leitzins tief halten. Damit bleiben die Top-Down-Faktoren unverändert unterstützend. Bei den Fundamentaldaten erwarten wir keine grossen Änderungen. Die Wohnraumnachfrage dürfte stabil bleiben. Das Umfeld bleibt für Immobilienfonds also günstig.

### ... hohe Bewertungen könnten Potenzial begrenzen

Allerdings gibt es auch ein gewichtiges «Aber»: Die Kurse der Immobilienfonds haben 2025 wiederum einen erfreulichen Zuwachs erzielt. Mit dem Kursanstieg sind jedoch auch die Bewertungen gestiegen. Im historischen Vergleich sind die Agios, also die Aufschläge auf die Nettoinventarwerte, sehr hoch. Nur in der Negativzins-ära gab es zeitweise noch höhere Bewertungen. Unseres Erachtens dürften die hohen Bewertungen das Kurspotenzial eindämmen. Nichtsdestotrotz bleibt die relative Attraktivität gegenüber Schweizer-Franken-Obligationen dank der höheren Ausschüttungsrenditen der Immobilienfonds vorerst bestehen.



**Tom Eyer**  
Analyst Immobilienanlagen

### Globale REITs 2025 etwas schwunglos

Globale Immobilienanlagen erzielten 2025 zwar in US-Dollar ein leichtes Plus, blieben damit aber hinter der Performance des breiten Aktienmarktes zurück. Dämpfend auf die konjunktursensitive Anlageklasse wirkten die US-Importzölle und die damit verbundene globale Konjunkturabschwächung. Zu den Gewinnern 2025 gehörten Gesundheits- und Glücksspiel-REITs, die von der Demografie und stabiler Nachfrage profitierten. Dagegen litten Wohnimmobilien-REITs unter Angebotsdruck und hohen Zinsen, während Hotel- und Ferienimmobilien-REITs konjunkturbedingt schwächelten.

### 2026: Zinssenkungen könnten stützen

Lediglich weitere Zinssenkungen der Fed wären für REITs ein positives Signal, da diese historisch betrachtet tendenziell positiv darauf reagiert haben. Die US- und globale Konjunktur dürfte 2026 ähnlich stark wachsen wie 2025. Von dieser Seite sind daher keine sehr starken Kursimpulse zu erwarten. Alles in allem halten sich Chancen und Risiken in etwa die Waage. ■

## IN KÜRZE

**Schweizer Immobilienfonds: stabile und attraktive Ausschüttungsrenditen**

**Wohnimmobilienfonds mit hoher Cashflow- und Dividendensicherheit**

**Gemischte Schweizer Immobilienfonds bevorzugen**

**Internationale Immobilienanlagen: Vorerst keine Kursimpulse zu erwarten**

# MARKTÜBERBLICK

Das Schlussquartal war bisher recht freundlich. So konnten die meisten Aktienmärkte (in Franken gerechnet) leichte Zuwächse verbuchen. Dank u.a. eines Ausbleibens von US-Pharmazöllen lief der Schweizer Markt von unseren Hauptindizes am besten, gefolgt von Aktien aus dem UK. Im Bereich der Anleihen zeigten die meisten Märkte dank leichter Renditerückgänge Kurszuwächse.

Schwellenländeranleihen stachen erneut positiv hervor. Während Schweizer Immobilienfonds zulegen konnten, bewegten sich internationale Immobilienaktien vorwiegend seitwärts. Besonders ausgeprägte Bewegungen gab es bei den Rohstoffen, mit starken Gewinnen bei Metallen und Verlusten beim Ölpreis. Der Franken legte zum Euro leicht zu, verlor aber gegenüber dem US-Dollar.

## Performance ausgewählter Finanzmarktindizes

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

	28.11.25	2025	2024	2023	1 Jahr	5 J. (p.a.)	10 J. (p.a.)	Unsere Erwartung in 6-9 Monaten
<b>Geldmarkt</b>								
Geldmarkt CHF 3 Mt.	117	0.1	0.7	0.7	0.1	0.1	-0.2	→
<b>Staatsanleihen</b>								
Schweiz (CHF)	190	1.6	4.0	12.5	1.9	-0.9	0.1	→
Eurozone (EUR)	217	-0.2	0.3	6.3	-0.5	-3.7	-0.6	→
Grossbritannien (GBP)	233	3.7	-4.0	3.6	2.4	-5.6	-0.4	→
USA (USD)	2'436	6.4	0.6	4.1	6.2	-1.0	1.4	→
USA inflationsgeschützt (USD)	373	7.2	1.8	3.9	6.5	1.5	3.0	→
China (CNY)	245	0.9	7.5	4.6	3.0	4.6	4.2	→
<b>Unternehmensanleihen</b>								
Denominiert in CHF	193	1.2	5.1	5.7	1.7	0.8	0.7	→
Global (USD)	301	9.1	1.1	9.6	8.7	-0.1	2.8	→
<b>EM-Anleihen</b>								
Hartwährung (USD)	491	11.1	5.8	9.6	10.8	1.4	3.7	↗
Lokalwährung (USD)	160	7.4	1.7	6.9	7.6	1.5	3.3	↗
<b>Aktienindizes</b>								
Schweiz SMI	12'633	12.4	7.6	7.1	11.3	7.1	6.9	↗
Schweiz SPI	17'342	12.1	6.2	6.1	11.2	6.0	6.6	↗
USA (USD)	6'603	13.6	25.0	26.3	12.1	14.7	14.2	→
UK (GBP)	9'540	20.7	9.7	7.9	19.6	12.6	8.3	→
Eurozone (EUR)	582	18.8	10.1	19.5	20.8	11.9	8.2	↘
Japan (JPY)	3'298	21.2	20.5	28.3	25.4	16.6	10.0	→
China, Schanghai (CNY)	4'454	16.2	18.2	-9.1	18.4	0.1	4.1	→
Welt (USD)	4'243	16.3	19.2	24.4	14.7	12.9	12.0	→
Schwellenländer (USD)	1'334	27.2	8.1	10.3	26.1	4.8	7.7	→
<b>Immobilien</b>								
Schweizer Immobilienfonds	219	7.3	17.6	5.0	11.6	5.3	5.8	→
REITs Global (USD)	141	9.3	1.9	10.7	3.7	4.1	4.1	→
<b>Rohstoffe</b>								
Breiter Rohstoffindex (USD)	1'836	6.3	5.9	-1.4	6.3	13.4	8.0	→
Gold (USD)	4'068	54.9	27.1	13.8	50.3	17.3	14.3	↗
Öl (Brent) (USD)	63	-16.3	-3.8	-8.5	-16.5	6.3	3.4	→
<b>Devisen</b>								
EUR/CHF	0.930	-0.9	0.9	-5.8	0.0	-2.9	-1.5	→
USD/CHF	0.809	-10.9	7.8	-9.0	-9.5	-2.4	-2.3	→
EUR/USD	1.150	11.1	-6.3	3.5	10.5	-0.5	0.8	→
GBP/USD	1.309	4.5	-1.8	6.0	4.5	-0.3	-1.4	→
USD/JPY	156.555	-0.4	11.5	6.8	1.1	8.4	2.4	↘
USD/CNY	7.111	-3.1	3.1	3.2	-2.0	1.5	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 Weltwirtschaft dürfte 2026 und 2027 moderat wachsen. Hierbei rechnen wir mit einem regional heterogenen Wachstum. So dürfte sich die Konjunkturdynamik in den USA wegen der höheren Zölle und der Einwanderungsbeschränkung verlangsamen. Letztere reduziert das Angebot an Arbeitskräften und damit auch das Wachstumspotenzial. Für Europa erwarten wir da-

gegen, dass die Wirtschaft an Fahrt gewinnt. Positive Impulse sollten dabei verstärkt von der Inlandsnachfrage ausgehen. Auch die Inflationsaussichten sind regional unterschiedlich. Für die USA erwarten wir, dass sich der Inflationsanstieg 2026 fortsetzt, wogegen die Teuerungsraten in der Eurozone und in der Schweiz auf niedrigen Niveaus bleiben dürften.

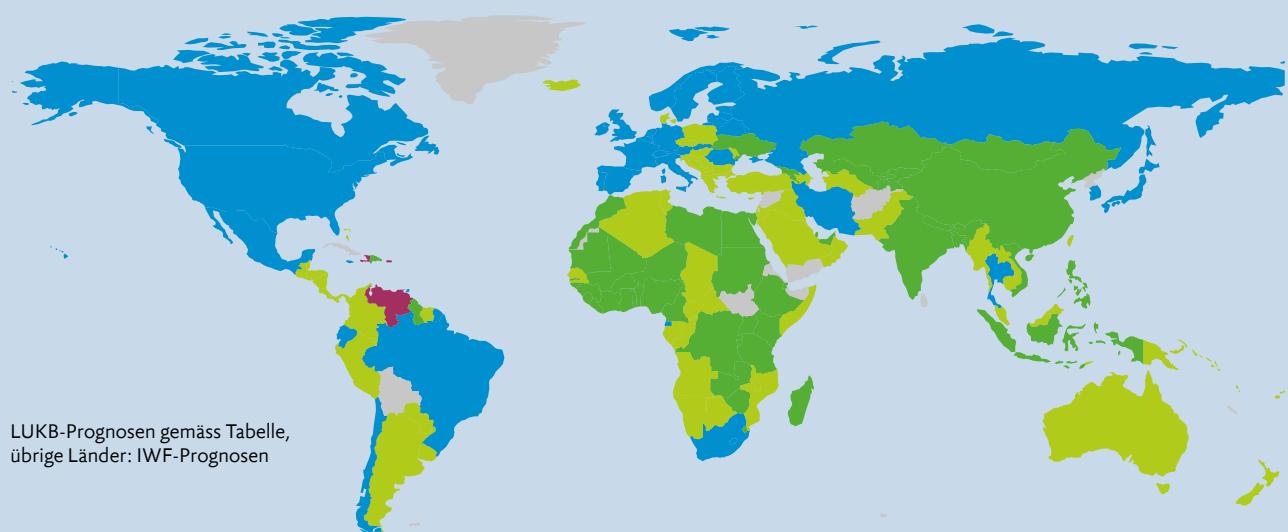
## Konjunktur- und Zinsprognosen

	BIP (% ggü. Vorjahr)			Inflation (% ggü. Vorjahr)			Leitzins (%)		Rendite 10 J. (%)	
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	28.11.25	in 6-9 Mt.	28.11.25	in 6-9 Mt.
Schweiz	1.2	1.2	1.5	0.2	0.5	1.0	0.00	0.00	0.18	0.40
Eurozone	1.4	1.6	1.8	2.1	1.9	2.0	2.00	2.00	2.64	2.80
Grossbritannien	1.5	0.9	1.3	3.4	2.8	2.5	4.00	3.50	4.43	4.45
USA	1.8	1.7	1.5	2.9	3.2	2.5	3.75-4.00	3.50-3.75	3.99	4.30
Japan	1.0	0.6	0.5	3.1	2.0	1.9	0.50	1.00	1.80	1.85
China	4.8	4.5	4.4	-0.1	0.5	1.1	-	-	-	-
Brasilien	2.3	1.8	2.4	5.1	4.1	3.2	-	-	-	-
Russland	1.1	0.9	0.5	8.9	6.1	2.6	-	-	-	-
Indien	7.0	6.3	6.6	2.0	3.5	4.4	-	-	-	-
Welt	2.7	2.5	2.5	-	-	-	-	-	-	-

## ÜBERBLICK WELTWIRTSCHAFT

### Wachstumsprognosen für das Gesamtjahr 2026

- |                          |                                     |                                   |                        |
|--------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------|------------------------|
| BIP-Wachstum 2026 ≥ 4.0% | BIP-Wachstum 2026 ≥ 2.0% und < 4.0% | BIP-Wachstum 2026 ≥ 0% und < 2.0% | BIP-Wachstum 2026 < 0% |
| ● Sehr hohes Wachstum    | ● Moderates Wachstum                | ● Schwaches Wachstum              | ● Rezession            |



**Luzerner Kantonalbank AG**

Pilatusstrasse 12

6003 Luzern

Telefon +41 (0) 844 822 811

[info@lukb.ch](mailto:info@lukb.ch)

[lukb.ch](http://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](mailto: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.