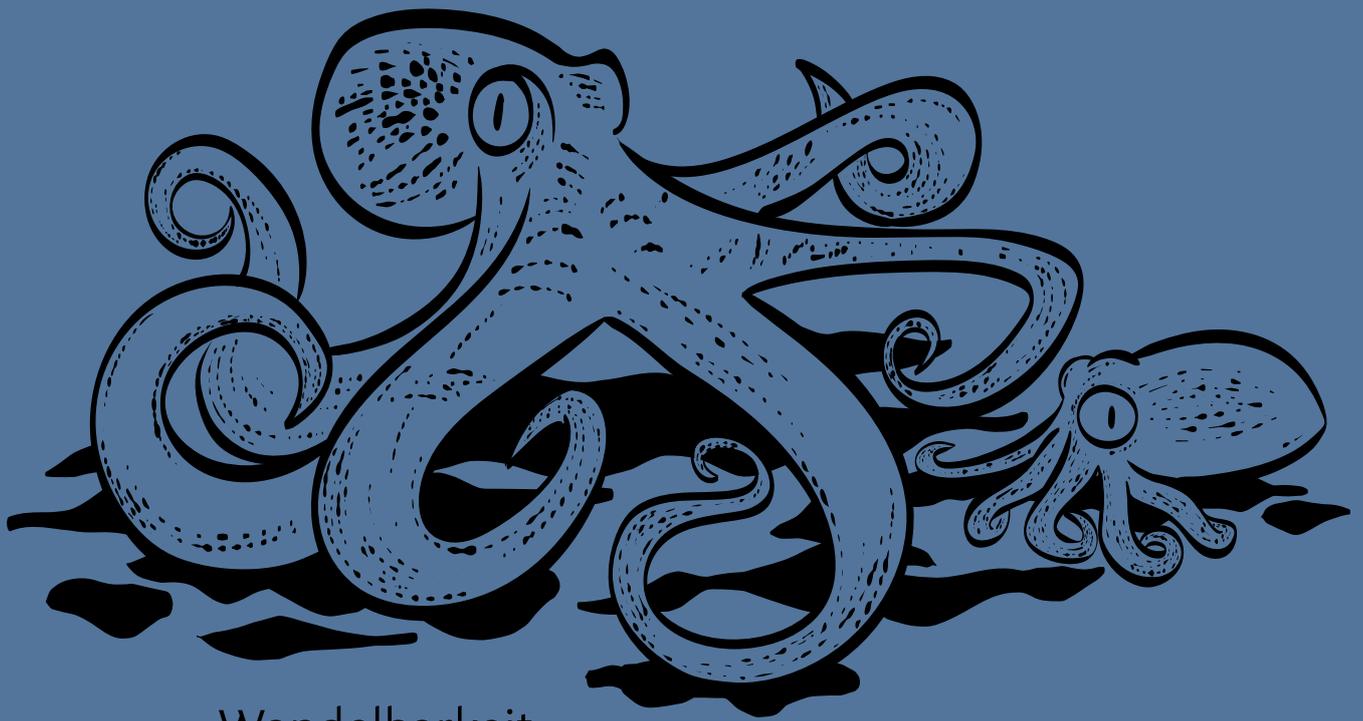


Anlagepolitik



Wandelbarkeit

 **Luzerner
Kantonalbank**

Q1 | 2025

Unsere Markteinschätzung

Seite 7

Fokusthema

2025 – Jahr der Veränderungen?

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

Ein weiteres erfreuliches Anlagejahr liegt weitgehend hinter uns. Aktien, Anleihen, Immobilienanlagen und Gold verzeichneten zum Teil beeindruckende Renditen. Wie so oft beeinflussten die Phasen politischer Unsicherheit die Märkte auch 2024 jeweils nur vorübergehend.

«Die Rückkehr des Tiefzinsumfelds und das Auffinden attraktiver Anlagemöglichkeiten werden eine grosse Herausforderung für Schweizer Anleger im Jahr 2025.»

Im kommenden Jahr steht mit dem Machtwechsel in den USA auch eine Neuausrichtung in vielen Bereichen an. Dies dürfte einiges an Unruhe mit sich bringen. Anleger sollten sich davon jedoch nicht verunsichern lassen und vielmehr auf strukturelle Trends und den intakten Konjunkturausblick vertrauen.

In unserem Fokustext zeigen wir unsere Markterwartungen für 2025 auf. Ausserdem legen wir dar, warum in der US-Politik im Jahr 2025 die Weichen aus unserer Sicht schnell gestellt, die wirtschaftlichen Auswirkungen aber wohl erst später spürbar werden dürften.

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

Ihr Björn Eberhardt
Leiter Investment Office



Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

INHALT

- 4 | Highlights
- 6 | Basisszenario
- 7 | Markteinschätzung
- 8 | Konjunktur und Geldpolitik
- 10 | Fokus: 2025 - Jahr der Veränderungen?
- 14 | Festverzinsliche Anlagen
- 16 | Aktienmärkte
- 18 | Rohstoffe
- 19 | Währungen
- 20 | Immobilien
- 22 | Marktüberblick
- 23 | Makroprognosen

HIGHLIGHTS

MAKRO- UND RISIKO-UMFELD

Gemäss unseren Indikatoren dürfte das Umfeld für die Finanzmärkte gut bleiben. Die Liquidität verbessert sich, die Risikobereitschaft hat noch einmal zugenommen und das Wachstumsbild stützt. Die Inflation ist zwar aktuell noch erhöht, setzt ihren Rückgang jedoch fort.

■ 4. Quartal 2024 ■ 1. Quartal 2025



LIQUIDITÄT

Der Liquiditätsindikator hat sich nochmals leicht verbessert. Die kommenden Zinssenkungen dürften ihn weiter steigen lassen.



RISIKO-UMFELD

Nach den US-Wahlen hat die Risikobereitschaft weiter zugenommen. Sie dürfte vorerst erhöht bleiben aufgrund sinkender Leitzinsen und stabilen Wirtschaftswachstums.



WACHSTUM

Das moderate globale Wachstumsbild hat sich nicht nennenswert verändert. Es bleibt stützend, grosse Impulse sind von dieser Seite aber nicht zu erwarten.



INFLATION

Etwas verhalten ist der Fortschritt beim Inflationsrückgang im Ausland. Das begrenzt den Spielraum für Zinssenkungen und spricht gleichzeitig für Realwerte.

UNSERE POSITIONIERUNG

Liquidität	leicht untergewichtet
Festverzinsliche Anlagen	stärker untergewichtet
Aktienmärkte	leicht übergewichtet
Immobilien	leicht übergewichtet
Edelmetalle und Rohstoffe	neutral

● Positionierung vorher ■ stärker untergewichtet ■ leicht untergewichtet ■ neutral ■ leicht übergewichtet ■ stärker übergewichtet



FOKUSTHEMA **2025 - Jahr der Veränderungen?**

Mit dem Amtsantritt von Donald Trump stehen zahlreiche Veränderungen und eine gehörige Dosis Unsicherheit an. Eine enge Portfolioüberwachung wird dadurch relevanter denn je. Wir beantworten die wichtigsten Fragen für das Jahr 2025 und was es für Anlegende bedeutet.

AKTIEN

Ein intaktes Wirtschaftsumfeld und sinkende Zinsen stützen den Aktienmarkt. Die Bewertungen sind allerdings zum Teil erhöht. Wir empfehlen ein moderates Übergewicht mit Fokus auf die Regionen Nordamerika, Pazifik und die Schwellenländer. Unsere favorisierten Sektoren sind Finanzen, Roh- und Grundstoffe sowie Technologie.

ANLEIHEN

Die Renditen in den USA sind im Q4 deutlich angestiegen, während sie in der Schweiz auf neue Jahrestiefs fielen. Franken-Anleihen sind dadurch teuer bewertet, weshalb wir eine Untergewichtung empfehlen. Eine Alternative stellen für uns währungsgesicherte Staatsanleihen im Ausland dar. Auch Anleihen der Schwellenländer sind attraktiv.



ROHSTOFFE

Der Goldpreis ist weiterhin gut unterstützt. Gleichzeitig lasten eine verhaltene konjunkturelle Dynamik und ein Überangebot auf den Basismetallen. Die Rekordproduktion in den USA dämpft das Preispotenzial des Rohöls.



IMMOBILIEN

Nach einem sehr erfreulichen Jahr bleiben wir bei Schweizer Immobilienfonds für das Jahr 2025 verhalten zuversichtlich, da das Umfeld günstig bleibt. Wir bevorzugen gemischte Schweizer Immobilienfonds. Internationale Immobilienanlagen dürften von Zinssenkungen der Zentralbanken profitieren, sind aber derzeit fair bewertet.

BASISSZENARIO

Für 2025 prognostizieren wir, dass sich das moderate Wachstumstempo der Weltwirtschaft fortsetzen wird. Hierbei sollte die Wirtschaft der Schweiz und des Euroraums an Fahrt gewinnen. Dagegen erwarten wir für die USA und China eine Verlangsamung der Dynamik. Darüber hinaus dürften sich die Inflationsraten auf niedrigeren Niveaus stabilisieren. Das gibt den Zentralbanken Spielraum, ihre Leitzinsen weiter zu senken.

Erwartete Marktauswirkungen

Das Umfeld für Aktien und Risikoprämien von Unternehmensanleihen ist intakt, die Bewertungen sind jedoch auf erhöhten Niveaus. Die Renditen von Staatsanleihen dürften sich kurzfristig eher seitwärts bewegen, v.a. im US-Dollar und Euro. Der Goldpreis erscheint gut unterstützt.

ALTERNATIVSZENARIEN

1. Scharfe Rezession

Mögliche Auslöser: Anhebung von Zöllen, Inflation zieht kräftiger an, Zinsen steigen, geopolitische Krisen, erneute Banken- und Schuldenkrisen, Rohstoffschocks u.Ä.

Erwartete Marktauswirkungen

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

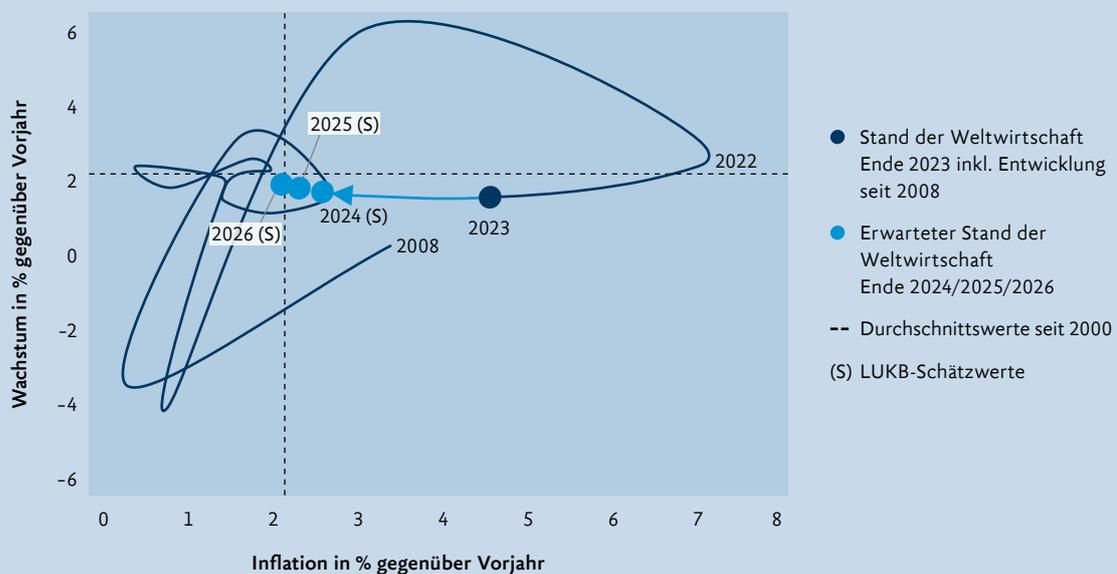
2. Globaler Aufschwung

Mögliche Auslöser: Produktivitäts-Boom dank künstlicher Intelligenz, rasche und deutliche Senkung der Leitzinsen, neuer Fiskalstimulus (z.B. in China und den USA) u.Ä.

Erwartete Marktauswirkungen

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

Wirtschaftswachstum und Inflation in den Industrieländern seit 2008



MARKTEINSCHÄTZUNG

Der globale Wachstumsausblick ist intakt, was für uns trotz der teilweise erhöhten Bewertungen für eine Übergewichtung der Aktienquote spricht. Wir bevorzugen dabei die Regionen Nordamerika, Pazifik und die Schwellenländer. Die Anleihequote reduzieren wir erneut über den Heimmarkt Schweiz, der nach dem jüngsten

Zinsrückgang aus Renditeperspektive noch einmal uninteressanter geworden ist. Im Gegenzug bauen wir die Übergewichtung von Schweizer Immobilienfonds aus. Anlagen in Gold und Rohstoffen gewichten wir unverändert gemäss der Anlagestrategie. Bei der Liquidität raten wir zu einer Untergewichtung.

Markteinschätzungen und Positionierung per 11. Dezember 2024

Anlageklasse		Kommentar
Liquidität		Die Liquiditätsquote sollte aufgrund niedriger und weiter sinkender Zinsen untergewichtet bleiben zugunsten von Aktien und Realwerten
Festverzinsliche Anlagen		Wir empfehlen eine weitere Reduktion der Anleihequote, da die Renditen vor allem im Heimmarkt unattraktiv niedrig sind
CHF		Wir erhöhen das Untergewicht in Schweizer Anleihen aufgrund des jüngsten Renditerückgangs, der die Bewertungen noch einmal unattraktiver gemacht hat
EUR		Die Renditen von EUR-Anleihen sanken ebenfalls, sind aber im Vergleich zur Schweiz attraktiver und bieten mehr Spielraum für einen weiteren Rückgang
GBP		GBP-Anleihen sollten weiterhin leicht untergewichtet werden, da der Ausblick für Geld- und Fiskalpolitik weniger günstig ist als in anderen Regionen
USD		USD-Anleihen belassen wir übergewichtet, da die Renditen im Vergleich immer noch hoch sind. Wir bevorzugen dabei inflationsgeschützte Anleihen
Schwellenländer		Schwellenländer-Anleihen in Hart- und Lokalwährung sehen wir aufgrund von relativ hohen Risikoprämien weiterhin als attraktiv an
Aktienmärkte		Das moderate Übergewicht der Aktienquote behalten wir bei. Hauptgrund ist der intakte Wachstumsausblick bei gleichzeitig noch erhöhter Inflation
Schweiz		Der Schweizer Aktienmarkt wird von den Schwergewichten zurückgehalten, woran sich vorerst wenig ändern dürfte. Die Bewertung ist zudem nicht günstig
Eurozone		Das Untergewicht in der Eurozone vergrössern wir etwas. Zwar sind die Bewertungen eher niedrig, die Gewinnaussichten haben sich aber auch eingetrübt
Grossbritannien		Der defensive UK-Markt ist relativ günstig. Aber die Wachstumstreiber fehlen derzeit, was sich auch in schwachen Gewinnerwartungen ausdrückt
Nordamerika		Wir bauen die Gewichtung des US-Marktes aus. Die erhöhten Bewertungen erscheinen aufgrund des dynamischeren Gewinnwachstums gut unterstützt
Pazifik		Der japanische Markt ist fundamental gut unterstützt, bietet zyklische Unternehmen und eine ausgewogenere Positionierung der Marktteilnehmenden
Schwellenländer		Die Bewertung von Schwellenländer-Aktien ist im Schnitt relativ günstig und die Unternehmen weisen solide Aussichten für das Gewinnwachstum auf
Realwerte		
Immobilienfonds Schweiz		Als Alternative zu den niedrig verzinsten Schweizer-Franken-Anleihen bauen wir die Quote der Schweizer Immobilienfonds weiter aus
Immobilien global (REITs)		Globale REITs litten zuletzt etwas unter den gestiegenen US-Renditen. Da Letztere nicht stark sinken dürften, ist der Ausblick für REITs eher neutral
Gold		Gold korrigierte nach den US-Wahlen. Wir sehen Potenzial für weitere Kursavancen, erachten andere Anlageklassen kurzfristig aber als interessanter
Rohstoffe (ohne Agrar)		Das Spannungsfeld von geopolitischen Risiken und Konjunktursorgen in China und Europa dürfte vorerst anhalten, was für eine neutrale Position spricht
Fremdwährungen vs. Franken		Wir halten einen leicht erhöhten Anteil von Fremdwährungen aufgrund der übergewichteten Positionen in Aktien und Anleihen in Fremdwährung

● Positionierung vorher ■ stärker untergewichtet ■ leicht untergewichtet ■ neutral ■ leicht übergewichtet ■ stärker übergewichtet

Konjunktur und Geldpolitik

2025 dürfte die Weltwirtschaft moderat wachsen. Die Inflation fällt weiter. Die Notenbanken senken die Zinsen. Risiken für unser Basis-szenario gehen u.a. von höheren Zöllen aus.

Das politische Top-Ereignis des Jahres 2024 ist vorüber. Donald Trump wurde zum neuen Präsidenten der USA gewählt. Gleichzeitig errang seine republikanische Partei die Mehrheit in beiden Kammern des Kongresses. Die politischen Verhältnisse in den USA sind zwar bis zu den Zwischenwahlen in zwei Jahren geklärt. Doch für die Wirtschaft kann von Klarheit keine Rede sein.

Zölle schaden dem Handel

Zum jetzigen Zeitpunkt ist offen, wie hoch, wann, auf welche Waren und gegenüber welchen Ländern Donald Trump, künftiger Präsident der USA, Zölle anheben wird. Klar ist nur, dass diese wie eine Steuer wirken, die die Konsumenten in den USA zahlen müssen. Es ist gut möglich, dass Trump mit Zöllen droht, um China, die Europäische Union (EU) und andere Länder zu Zugeständnissen beispielsweise in der Handelspolitik oder auf anderen Politikfeldern zu zwingen. Das war der Ansatz, den er in seiner ersten Präsidentschaft in den Jahren 2017 bis 2021 verfolgte. Hebt die Trump-Administration Zölle an, dann dürften die betroffenen Länder mit Gegenmassnahmen antworten und ihrerseits Zölle auf US-Güter anheben. Per Saldo würden diese und andere

Massnahmen das Wirtschaftswachstum in den USA und auch weltweit mittel- bis langfristig dämpfen.

Weltwirtschaft erholt sich 2025 moderat

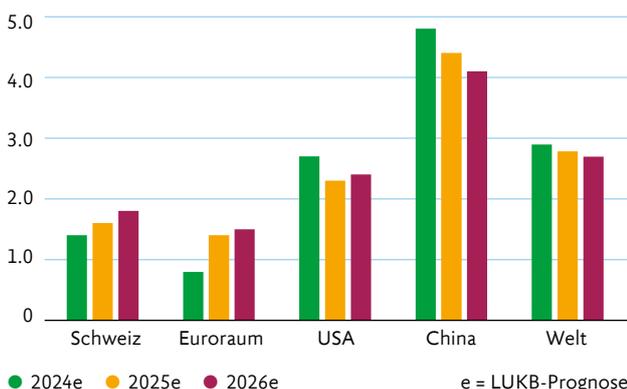
In unserem Basis-szenario gehen wir davon aus, dass die Trump-Administration die Einfuhrzölle nicht pauschal auf alle Waren und Länder erhöht, sondern dass die Massnahmen zielgerichtet auf bestimmte Importgüter und Handelspartner ausgerichtet werden. Das würde dem Vorgehen aus Trumps erster Amtszeit entsprechen. Die betroffenen Länder antworten mit Gegenmassnahmen, die jedoch ebenfalls sorgfältig angepasst werden. Schliesslich möchte man es sich mit der wichtigsten Volkswirtschaft der Welt nicht verscherzen. Die Trump-Administration plant auch, Steuern zu senken. Diese dürften sich aber erst 2026 positiv auf die US-Wirtschaft auswirken. Für 2025 haben wir unsere Wachstumsprognosen daher nur wenig angepasst.

Prognoseunsicherheit ist gestiegen

Die ohnehin schon hohe Prognoseunsicherheit für das globale Wirtschaftswachstum ist seit der Wahl Trumps zum neuen US-Präsidenten gestiegen. Abwärtsrisiken bestehen darin, dass Trump die Zölle auf Einfuhren in die USA kräftig anhebt. Höhere Zölle und eine expansivere Fiskalpolitik dürften auch die US-Inflation anheizen. In der Folge könnten die Zinsen nachhaltig auf höhere Niveaus steigen, was die Wirtschaft ebenfalls abbremsen würde. Chancen für die Weltwirtschaft sehen wir u.a. darin, dass die US-Wirtschaft aufgrund einer expansiveren Fiskalpolitik kräftig wächst. Wenn gleichzeitig die Zollmassnahmen moderater ausfallen

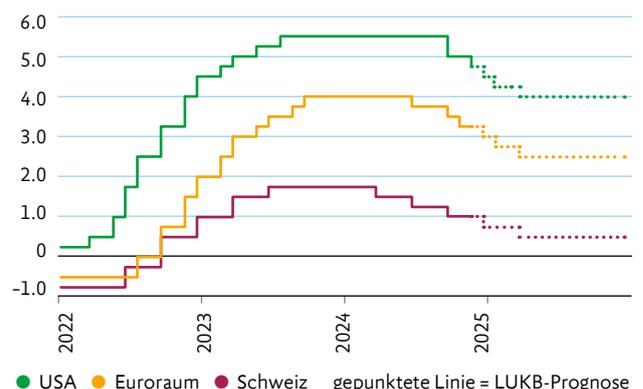
Wirtschaftswachstum

Bruttoinlandprodukt in % gegenüber Vorjahr, preisbereinigt



Leitzinsen ausgewählter Notenbanken seit 2022

in %



als erwartet, könnte die globale Wirtschaft vom US-Wachstum profitieren.

US-Wirtschaft verliert etwas an Fahrt

Die US-Wirtschaft wächst bis dato kräftig. Getragen wird sie dabei von der robusten Binnennachfrage. Die Konsumlaune der privaten Haushalte ist gut und profitiert von einer positiven Beschäftigungs- und Einkommensentwicklung. Gleichzeitig investieren die Unternehmen in Ausrüstungen wie Maschinen und Fahrzeuge. Für 2025 rechnen wir unverändert damit, dass sich das Wirtschaftswachstum von den erwarteten 2.7% in diesem Jahr auf knapp 2.3% verlangsamt. 2026 könnte die Wirtschaft einen Zahn zulegen und um 2.4% wachsen. Die Inflation dürfte sich 2025 der Marke von 2% annähern. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die US-Notenbank Fed ihren Leitzins an den nächsten Sitzungen weiter senkt. Allerdings dürfte sie dabei behutsam vorgehen. Bis März 2025 könnte der Leitzins auf 4% fallen.

Euroraum gewinnt nur langsam an Fahrt

Wir erwarten, dass die Wirtschaft im Euroraum 2025 an Tempo gewinnt. Sowohl regional als auch sektoral dürfte sich die Wachstumsbasis verbreitern. Konjunkturelles Zugpferd sollte der private Konsum werden. Für 2025 rechnen wir per Saldo mit einem Wirtschaftswachstum von 1.4%. Doch die ohnehin schon grosse Prognoseunsicherheit hat gerade mit Blick auf 2026 deutlich zugenommen. Vor allem das Damoklesschwert höherer Zölle schwebt über der europäischen Wirtschaft. Schliesslich sind die USA einer der wichtigsten Absatzmärkte für die Exportindustrie im Euroraum. Zieht der künftige US-Präsident die handelspolitischen Daumenschrauben an, könnte das die Wirtschaft negativ beeinflussen. Wir erwarten, dass die Inflationsrate im Durchschnitt von 2025 und 2026 auf 2% fällt. Den Rückgang der Inflation dürften die Währungshüter mit weiteren Leitzinssenkungen quittieren.

Schweiz auf Wachstumskurs

Für 2025 blicken wir optimistisch auf die heimische Wirtschaft. Wir erwarten für nächstes Jahr, dass die gesamte Wirtschaftsleistung, getragen von einer kräftigen Binnennachfrage, gegenüber 2024 um 1.6% wachsen wird. Für 2026 rechnen wir mit einem Zuwachs um 1.8%. Das Fundament des Wachstums wird dabei breiter.



Brian Mandt
Chefökonom

Wir gehen davon aus, dass alle wichtigen Verwendungskomponenten positiv zum Wachstum beitragen werden. Die Inflation dürfte auf niedrigem Niveau bleiben und so der Notenbank Spielraum geben, ihren Leitzins weiter zu senken.

China süss-sauer

Chinas Wirtschaft bläst ein rauer Wind entgegen - und zwar vor allem aus dem Inland. Die Konsumlaune der Chinesen ist getrübt, denn der Abschwung am Immobilienmarkt hält an und die Beschäftigungsperspektiven sind alles andere als rosig. Die Regierung im Reich der Mitte steuert zwar mit gezielten geld- und fiskalpolitischen Massnahmen gegen. Doch für die strukturellen Grundprobleme der Wirtschaft, wie z.B. die anhaltend hohe Sparneigung der privaten Haushalte und die schwache Produktivität bei gleichzeitig abnehmendem Arbeitskräfteangebot, fehlt ein passendes Rezept. Daher erwarten wir unverändert, dass das Wirtschaftswachstum in den kommenden Jahren weiter an Dynamik verlieren wird. ■

IN KÜRZE

Die Weltwirtschaft wächst moderat

Das Fundament des Wachstums wird breiter

Inflationsraten stabilisieren sich auf niedrigeren Niveaus

Zentralbanken setzen Zinssenkungen fort

Abwärtsrisiken gehen u.a. von höheren Zöllen aus

2025 – Jahr der Veränderungen?



Mit dem Amtsantritt von Donald Trump stehen 2025 zahlreiche Veränderungen und eine gehörige Dosis Unsicherheit an. Eine enge und aktive Portfolioüberwachung ist in diesem Umfeld besonders wichtig.

Björn Eberhardt Leiter Investment Office

Die vergangenen zwei Jahre waren an den Finanzmärkten erfreulich gut. Sowohl Aktien als auch Obligationen verbuchten solide Gewinne. Das half den meisten gemischten Portfolios in Schweizer Franken, einen grossen Teil der Verluste zu kompensieren, die im schlechten Anlagejahr 2022 mit seinem scharfen Zinsanstieg erfolgt waren. Bei den Aktienanlagen stach vor allem der US-Markt hervor, der in beiden Jahren – in US-Dollar gerechnet – Renditen von jeweils mehr als 20% erzielte. Nur wenige andere Aktienmärkte konnten da mithalten, insbesondere die europäischen Märkte hinkten deutlich hinterher.

Der Rückenwind für Aktien kam vor allem durch das global positive Umfeld zustande, das von einem robusten US-Wachstum, weltweit rückläufiger Inflation und der Erwartung sinkender Leitzinsen geprägt war. Ein weiterer wesentlicher Faktor war und ist das Thema

künstliche Intelligenz (KI). Dieses löste zum einen an den Finanzmärkten regelrechte Euphorie aus, zum anderen bewirkte es auch einen Investitionsboom in die Infrastruktur, die KI-Anwendungen erst ermöglicht. So müssen Gebäude für Rechenzentren gebaut werden, es braucht die nötige Hardware sowie die Bereitstellung der Energieversorgung.

Alles in allem waren die Rahmenbedingungen in den vergangenen zwei Jahren für die Finanzmärkte günstig. Mit Blick auf 2025 stellt sich u.a. die Frage, wie sich das Umfeld unter der neuen US-Regierung von Donald Trump weiterentwickeln wird, dessen geplante Massnahmen weitreichenden Einfluss auf die Weltwirtschaft und die globalen Finanzmärkte haben können, und was dies für den Ausblick für die verschiedenen Anlageklassen bedeutet.

Steigende Bewertungsprämie der USA

Kurs-Gewinn-Verhältnisse für die nächsten 12 Monate



Die erstaunliche US-Dollar-Stabilität

Preis von einem US-Dollar in Franken, seit 2014



Wie schnell können Trumps Vorhaben umgesetzt werden?

Die neue Regierung wird rasch mit der Umsetzung ihrer Wahlversprechen beginnen. Das schon allein, weil die nächsten Kongresswahlen in zwei Jahren die Mehrheitsverhältnisse bereits wieder verändern können. Schnell vorgehen kann Trump theoretisch dann, wenn er nicht auf den Kongress angewiesen ist. Das gilt z.B. für Exekutivanordnungen und viele Zollmassnahmen. Mit Ersteren kann er die Organisation der Bundesbehörden und die Umsetzung von Gesetzen beeinflussen. Das gibt einen gewissen Spielraum für Deregulierung, hat jedoch seine Grenzen dort, wo Gesetze genaue Vorgaben machen. Weitergehende Deregulierung erfordert Gesetzgebung und damit mehr Zeit. Hinzu kommt die föderale Struktur der USA, die den Bundesstaaten in vielen Gebieten Mitspracherecht einräumt und damit weitere Grenzen setzt.

Die Steuergesetzgebung wird ebenfalls frühzeitig starten, mit dem Ziel, sie zum Beginn des Fiskaljahres 2025/26 im Oktober abzuschliessen. Die Geschwindigkeit wird im Wesentlichen davon abhängen, wie schnell sich die Republikaner untereinander einig werden. Aber da die aktuelle Steuergesetzgebung Ende 2025 ausläuft und dann ein Anstieg der Steuersätze für Haushalte auf höhere Niveaus droht, besteht ein disziplinierender Handlungsdruck.

Glaut man Trumps Ende November gemachten Ankündigungen, könnten gewisse Importzölle bereits kurz nach seinem Amtsantritt eingeführt werden. Wie so vieles ist aber unklar, ob, wann, in welcher Höhe und mit welchen Ausnahmen sie kommen. Denn Zölle wurden von Trump schon während seiner ersten Amtszeit gerne als Druckmittel eingesetzt - nicht nur um Zugeständnisse beim Handel zu erreichen, sondern auch in anderen Politikfeldern. Wie viel der Rhetorik dann tatsächlich folgt, ist schwer zu prognostizieren. Denn neben Gegenreaktionen ist auch damit zu rechnen, dass Länder auf Trumps Forderungen eingehen, um die Zölle zu vermeiden. Dennoch sind Zölle das Politikinstrument, mit dem Trump schon frühzeitig grosse Auswirkungen auslösen könnte.

Wie ändert sich der Ausblick für Wachstum und Inflation in den USA?

Die Ausgangslage der US-Wirtschaft ist gut: Das Wachstum erscheint robust, die Inflation ist noch etwas erhöht, kommt aber dem Zielwert von 2% näher, und der Arbeitsmarkt befindet sich nahezu in Vollbeschäftigung. Steuersenkungen und Deregulierung sind für das Wachstum positive Faktoren, die für sich genommen mittelfristig eine Fortsetzung des positiven Konjunkturfelds erwarten lassen.

Auf der Gegenseite stehen die Zoll-Androhungen. Zölle verteuern die Preise von Importgütern, stellen also ein Risiko für den Privatkonsum und die Preisstabilität dar. Obwohl die USA weniger stark vom Aussenhandel abhängen als andere Länder, können mögliche Gegen-

massnahmen des Auslands das US-Wachstum negativ beeinträchtigen, vor allem wenn Trump universelle Zölle einführt. Der Hauptimpuls für die USA wäre damit stagflationär: schwächeres Wachstum und höhere Inflation.

Wie stark die Effekte ausfallen, hängt von der tatsächlichen Aus-

gestaltung der Zölle ab, die schwer zu prognostizieren ist. Während Gegenzölle Chinas auf US-Importe die US-Wirtschaft vermutlich wenig tangieren dürften, gilt das Gleiche für die Summe aller anderen Handelspartner nicht. Daher erwarten wir nicht, dass universelle Zölle eingeführt werden. Wenn unsere Erwartung zutrifft, dürfte die US-Wirtschaft ein weiteres gutes Jahr vor sich haben, auch wenn das Wachstumstempo leicht abnehmen wird.

Was ist für die Aktienmärkte im kommenden Jahr zu erwarten?

Die Voraussetzungen für ein erneutes gutes Aktienjahr sind für uns gegeben. Allerdings erscheint die Bewertung von US-Aktien im Verhältnis zu den geschätzten Gewinnen teuer. Zudem hat sich die Bewertungsprämie gegenüber dem Rest der Welt nach den US-Wahlen noch einmal erhöht (siehe Abbildung links). Während die Bewertung der übrigen Aktienmärkte in etwa beim Durchschnitt der letzten 10 Jahre liegt, haben US-Aktien mittlerweile wieder die Hochs des Jahres 2021 erreicht.

«Die US-Wirtschaft steht robust da und dürfte es auch im Jahr 2025 bleiben.»



Wirtschaftsjahr 2025: Eine Periode, die für überraschende Wendungen sorgen könnte.

Die Luft für weitere Anstiege ist damit dünner geworden. Dennoch bleiben die Perspektiven für das Gewinnwachstum in den USA günstiger als in anderen Regionen, auch wenn das Tempo etwas abnehmen dürfte. Sollten sich unsere Wachstumserwartungen für 2025 und 2026 materialisieren, führt für Anlegende weiterhin kein Weg an Aktien vorbei. Unsere bevorzugten Märkte sind die USA, der Raum Pazifik und die Schwellenländer.

Welche Obligationenmärkte lohnen sich angesichts tiefer Risikoprämien und hoher Staatsverschuldung?

Auf den aktuellen Renditenniveaus ist die laufende Verzinsung bei Schweizer Obligationen nur bei Schuldnern mit tieferer Bonität über der Inflationsrate. Ein weiterer Rückgang des Renditeniveaus ist nicht unser Basiszenario, aber denkbar, womit das Schreckgespenst «Negativzinsen» wieder in Reichweite rücken würde.

Höhere Zinsen und etwas mehr Spielraum für sinkende Renditen bietet die Eurozone. Der Fokus sollte dabei auf Staatsanleihen solider Schuldnerländer liegen. Der US-Markt bietet hohe Renditen, allerdings sind rückläufige langfristige Zinsen hier weniger wahrscheinlich wegen der robusten Konjunktur, die das Ausmass von Leitzinssenkungen begrenzt, sowie der anhaltend hohen Haushaltsdefizite.

Wird der US-Dollar seine Stärke beibehalten können?

Aus Schweizer-Franken-Perspektive ist man es mittlerweile gewohnt, dass andere Währungen mit der Zeit an Wert verlieren. So hat der Euro in den letzten 10 Jahren 25% seines Werts gegenüber dem Franken eingebüsst. Der US-Dollar steht zum Franken hingegen mehr oder weniger auf dem gleichen Niveau wie vor 10 Jahren (siehe Abbildung Seite 10 rechts). Und das, obwohl das Preisniveau in den USA über diesen Zeitraum um 35% zugelegt hat, während es in der Schweiz lediglich um 6.5% stieg. Diese beeindruckende Resilienz des US-Dollar dürfte auch im kommenden Jahr anhalten. Kräftigeres Wachstum, höhere Zinsen und der Status als einzige Reservewährung, die den Namen verdient, dürften Faktoren wie die steigende Staatsverschuldung und das hohe Leistungsbilanzdefizit erneut kompensieren.

Wird künstliche Intelligenz die Märkte erneut so prägen wie in den letzten Jahren?

Davon gehen wir aus, und zwar aus mehreren Gründen. Zum einen werden die bereits jetzt enormen Investitionen in den Auf- und Ausbau der nötigen Infrastruktur, wie z.B. Rechenzentren, auch im kommenden Jahr und darüber hinaus weiter zunehmen. Das schafft die Grundlage für anhaltende Verbesserungen der Modelle und damit auch das Eindringen von KI in immer mehr Anwendungsbereiche. Zum anderen steht das Thema, im Bereich der KI in der Führungsrolle zu bleiben bzw. diese zu erringen, bei grossen Wirtschaftsmächten wie den USA politisch weit oben auf der Agenda. Der Weg dahin führt über die Schaffung der richtigen Rahmenbedingungen, was z.B. über finanzielle Unterstützung und eine freundliche Regulierung erfolgen kann, andererseits aber auch Beschränkungen beim Technologietransfer mit sich bringen kann, um den Vorsprung vor anderen Ländern zu wahren.

«Die Aussicht moderater positiver Renditen für gemischte Portfolios ist auch für das Jahr 2025 intakt.»

Was sollten Anlegende mit Blick auf das Jahr 2025 beachten?

Grundsätzlich erscheinen die Renditeaussichten für gut diversifizierte gemischte Portfolios für das kommende Jahr recht positiv. Denn es spricht einiges für ein weiteres solides Jahr an den Aktienmärkten. Mit Donald Trump kehrt allerdings ein grösseres

Mass an Unberechenbarkeit auf die Weltbühne zurück. Weitreichende Entscheidungen können dabei unvermittelt über soziale Medien verkündet werden. Und sein Dealmaking-Ansatz in Verhandlungen kann die Perspektiven ganzer Branchen kurzfristig verändern. Entsprechend sollten sich Anlegende nicht darauf verlassen, dass mit der Diversifikation eines Portfolios die Arbeit bereits getan ist. Vielmehr wird eine engere Portfolioüberwachung an Bedeutung gewinnen, um bei Bedarf schnell reagieren zu können. Dazu zählt auch ein erhöhtes Mass an Selektivität bereits auf Einzeltitelebene, um Gewinner und Verlierer in einem volatilen Politikumfeld frühzeitig zu separieren. ■

Festverzinsliche Anlagen



Marc Häfliger
Anlagestrategie

Renditeanstieg um US-Wahlen

Die Renditen in den USA sind im Q4 deutlich angestiegen, während sie in der Schweiz auf neue Jahrestiefs fielen. Damit sind CHF-Staatsanleihen teuer bewertet. Wir bevorzugen währungsgesicherte Staatsanleihen im Ausland.

Die langfristigen Renditen von Staatsanleihen in Fremdwährung haben im 4. Quartal bis Anfang Dezember angezogen. Insbesondere in den USA fiel der Anstieg kräftig aus: So kletterten die Renditen von 10-jährigen US-Staatsanleihen von 3.74% Anfang Oktober auf 4.44% am Tag nach den US-Wahlen. Dies war vor allem auf den Wahlsieg von Donald Trump und der republikanischen Partei zurückzuführen. Allerdings bildeten sich die Renditen bis Anfang Dezember wieder etwas zurück auf knapp unter 4.2%.

Der Anstieg der Renditen rund um die US-Wahlen war auch in Europa zeitweise spürbar, jedoch weniger stark als in den USA. Schweizer Staatsanleihen widersetzten sich sogar dem Trend: So gingen die Renditen von CHF-Anleihen weiter zurück und notierten Anfang Dezember auf Jahrestiefständen. Ein ähnliches Bild, wenn auch auf höheren Renditeniveaus, zeigten die meisten Märkte der Eurozone. Spiegelbild der Renditeentwicklung waren Kursgewinne von Franken- und Euro-Anleihen sowie Verluste bei Anleihen in US-Dollar.

Die Zinskurve im Bereich 2 bis 10 Jahre verflachte sich im US-Dollar im 4. Quartal wieder, während sie in der Schweiz etwas steiler wurde und dadurch mittlerweile nicht mehr «invertiert» ist, d.h. die Renditen bei 10-jährigen Staatsanleihen sind nun höher als bei 2-jährigen. Die Risikoprämien von Unternehmensanleihen im Euro und US-Dollar waren im

Schweizer Anleihenrenditen im Jahr 2024

Rendite in %



● Schweizer Unternehmensanleihen (SBI)
● 10-jährige Staatsanleihen ● 2-jährige Staatsanleihen

Entwicklung der Anleiheindizes seit Jahresbeginn

Gesamtrendite in CHF, 1. Jan. 2024 = 100



● Schwellenländer (USD-Anleihen) ● Schweiz
● Schwellenländer (Lokalwährung) ● Global

gleichen Zeitraum weiter rückläufig. Bei Hochzinsanleihen sanken sie vor allem im US-Dollar und preisen auf aktuellen Niveaus ein sehr tiefes Ausfall- bzw. Rezessionsrisiko ein. Hartwährungsanleihen aus den Schwellenländern konnten in Schweizer Franken gerechnet im 4. Quartal zulegen, während sich deren Pendant in Lokalwährung (ebenfalls in Schweizer Franken gerechnet) leicht negativ entwickelten.

Die Leitzinsen dürften in den kommenden Monaten in den drei für uns bedeutendsten Währungsräumen weiter sinken. Während die EZB und die US-Fed mehrere Zinsschritte vor sich haben dürften, gehen wir für die Schweizerische Nationalbank aktuell von zwei weiteren Zinssenkungen aus (im Dezember und März). Sollte sich die Inflation in der Schweiz stärker abschwächen als erwartet, sind zusätzliche Zinssenkungen möglich. Auch die Gefahr einer Rückkehr zu Negativzinsen ist nicht ausgeschlossen, woran SNB-Präsident Martin Schlegel jüngst erinnerte. Für die US-Notenbank Fed werden die kommenden Massnahmen vom designierten Präsidenten Donald Trump (z.B. Zölle und Steuersenkungen) einen wichtigen Einfluss darauf haben, wie stark die Zinsen noch gesenkt werden können. Sollte die Inflation unerwarteterweise wieder anziehen, bestünde sogar das Risiko, dass die US-Fed ihren Senkungszyklus vorzeitig beendet.

Auf den aktuellen Niveaus machen die tiefen Renditen Schweizer Anleihen unattraktiv. Aus unserer Sicht besteht auch nur wenig Spielraum für weiter sinkende Renditen. So beträgt die Rendite für eine 10-jährige Schweizer Staatsanleihe Anfang Dezember lediglich 0.2%, der tiefste Wert seit März 2022. Aufgrund der flachen Zinsstrukturkurve bevorzugen wir im CHF eine leicht kürzere Duration als in unserem Vergleichsindex. Zudem gehen wir von leicht steigenden längerfristigen Renditen in den kommenden Monaten aus.

Im US-Dollar ist das Bild diffuser. Die latenten Inflationsrisiken sowie der ungünstige Schuldenausblick sprechen gegen einen zu starken Rückgang längerfristiger Renditen. Da die Fed aber noch Zinssenkungen vornehmen wird, dürfte die Steilheit der Zinskurve wieder etwas zunehmen. Wir raten daher davon ab, die Duration im US-Dollar stark zu erhöhen. Im Euroraum sinkt die Inflation zwar etwas zögerlich. Die schwache Konjunktur u.a. in Deutschland dürfte allerdings weitere Zinssenkungen der EZB erfordern. Die Versteilerung der Zinskurve könnte sich damit fortsetzen.

Da sich die Risikoprämien von Unternehmensanleihen im Euro und US-Dollar auf sehr tiefen Niveaus bewegen, hat sich an unserer relativen Zurückhaltung bei Unternehmensschuldern gegenüber Staatsanleihen im US-Dollar und Euro nichts geändert. Nur im Schweizer Markt raten wir weiterhin, Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen zu bevorzugen. Aufgrund der attraktiven Bewertung bleiben wir bei einem moderaten Übergewicht bei Schwellenländeranleihen und empfehlen weiterhin ein breit diversifiziertes Engagement in Schwellenländeranleihen in Hart- und Lokalwährung. ■

Fortsetzung der Leitzinssenkungen

Staatsanleihen im Franken unattraktiv

Staatsanleihen in USD, EUR und aus Schwellenländern bevorzugen

IN KÜRZE

Schweizer Staatsanleihen teuer, Unternehmensanleihen bevorzugen

Im USD und EUR sind Staatsanleihen dagegen interessanter

Duration im CHF kürzer, im US-Dollar und Euro nur leicht länger als in Benchmark

Schwellenländeranleihen als attraktiver bewertete Alternativen

Aktienmärkte

Globale Aktien haben neue Höchststände erreicht. Die Prognoseunsicherheit hat mit der Wiederwahl von Donald Trump allerdings zugenommen. Der Fokus der Anlegenden sollte aber auf den tragenden konjunkturellen und sektoriellen Entwicklungen liegen.

Die globalen Aktienmärkte weisen nach wie vor einen positiven Trend auf. Die letzte Berichtssaison wirkte in der Summe unterstützend und trug dazu bei, dass sich der globale Aktienmarkt (MSCI World) auf einen neuen Höchststand vorgearbeitet hat. Auch im kommenden Jahr geht der Markt davon aus, dass die Gewinne zulegen werden. Für den US-Aktienmarkt sind rund 14% höhere Gewinne, für die Schweiz 9% und in der Eurozone 8% prognostiziert.

Allerdings hat die Prognoseunsicherheit zugenommen. Ein Grund dafür ist die Wiederwahl von Donald Trump zum US-Präsidenten. Es darf davon ausgegangen werden, dass die Öffentlichkeit in den kommenden vier Jahren in den sozialen Medien zeitnah viele von Trumps Entscheidungen oder Überlegungen mitverfolgen kann. Das wird für Volatilität an den Märkten sorgen. In welchem Umfang Ankündigungen schlussendlich umgesetzt werden können und was deren konkrete Folgen

auf die Märkte sein werden, wird jeweils sehr schwierig abzuschätzen sein. Darum lohnt es sich, konjunkturelle, sektorielle und unternehmensspezifische Faktoren bei der Beurteilung einer Investition ins Zentrum zu rücken und nicht überhastet auf politische Ankündigungen zu reagieren.

Regionen

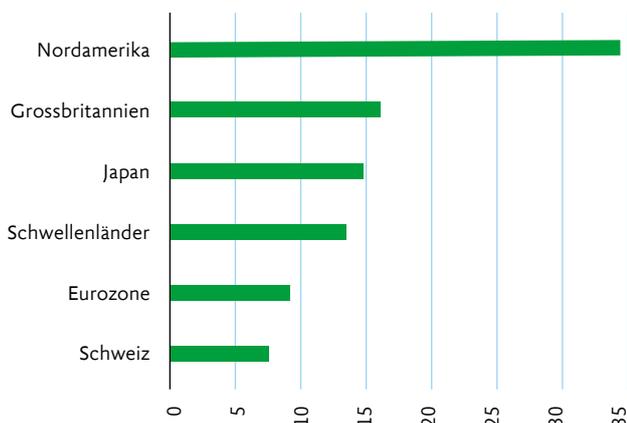
Der beste Aktienmarkt gemessen in Schweizer Franken war seit Ende September der **amerikanische S&P 500**, der 10% zulegte. In dieser Phase entwickelte sich der Finanzsektor (+23%) am stärksten. Der **japanische** Aktienmarkt legte in den letzten Wochen um 3% zu. Die Aktien der **Eurozone** vermochten mit einem Minus von 2% nicht zu überzeugen, wobei sich insbesondere der zyklische wie auch der nicht-zyklische Konsum schwach entwickelt haben. Der **Schweizer** Aktienmarkt gab um 3% nach, was unter anderem an der schwachen Entwicklung des Konsumsektors lag. Das Indexschwergewicht Nestlé konnte am Investorentag Mitte November nicht für positive Impulse sorgen und stand weiter unter Druck. Die **Schwellenländer**-Aktien notierten praktisch unverändert.

Sektoren

Die Wahl des richtigen Sektors bleibt für die Performance entscheidend. Seit unserer Hochstufung des Sektors Versorger auf «Übergewichten» im März hat sich dieser von allen global angelegten Sektoren phasenweise am besten entwickelt. Die steigende Nachfrage nach Strom sowie die interessanten Investitionsmöglichkeiten des

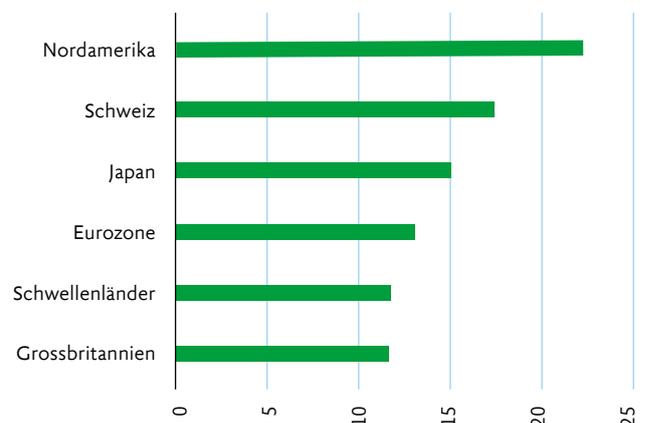
Performance ausgewählter Aktien-Regionen

CHF-Gesamtrenditen im Jahr 2024 bis 29.11.2024, in %



Bewertung ausgewählter Aktien-Regionen

Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der geschätzten Gewinne



Sektors im Bereich von Stromnetzen bilden weiterhin gute Voraussetzungen für den Sektor. Allerdings dürfte der Zinsrückgang in den USA weniger stark ausfallen als erwartet, was für die kapitalintensiven Versorger-Aktien negativ wäre. Deshalb reduzieren wir die Sektoreinstufung auf «Neutral».

Im Gegenzug stufen wir den Technologie-Sektor auf «Übergewichten» hoch. Der Sektor profitiert vor allem von den starken strukturellen Trends hin zu künstlicher Intelligenz, Cloud-Anwendungen und Vernetzung. Das sorgt auch in einem weniger robusten Umfeld für gute Perspektiven. 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	Finanzen, Roh- und Grundstoffe, Technologie
Neutral	Gesundheitswesen, Immobilienwerte, Industrie, Nicht-zyklischer Konsum, Versorger
Untergewichten	Energie, Kommunikation, Zyklischer Konsum

Die Einstufung «Übergewichten» für den Finanzsektor bleibt bestehen. Die Erträge aus dem Dienstleistungs- und Kommissionsgeschäft kompensieren zunehmend die sinkenden Erträge aus dem Zinsgeschäft. Wir bevorzugen darum Banken mit einem starken Standbein im lukrativen Private Banking. Bei den Versicherungen mögen wir klassische Schaden- und Unfallversicherungen.

Angesichts des sich abzeichnenden zyklischen Aufschwungs nach über zwei Jahren Flaute sehen wir den Sektor Grund- und Rohstoffe insgesamt positiv und stufen ihn mit «Übergewichten» ein. Die Nachfrage seitens der Kunden scheint nach einem lange währenden Lagerabbau so langsam das Tal der Tränen zu verlassen. Zudem gibt es Entlastung auf der Kostenseite. Die Bewertung ist relativ zum Gesamtmarkt nicht teuer. Innerhalb des Sektors bevorzugen wir Bergbauunternehmen in politisch stabilen Regionen und mit starken Bilanzen. Bei den Chemiekonzernen präferieren wir Spezialchemiker mit geringer Abhängigkeit von Kontinentaleuropa und der Autobranche, z.B. Industriegasoligopolisten.



Reto Lötscher
Leiter Finanzanalyse

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 brach im 3. Quartal 2024 regelrecht ein. Luxuswerte im absoluten Topsegment halten sich besser als erschwinglicher Luxus. Es ist fraglich, ob die von der chinesischen Regierung initiierten Massnahmen den Konsum substantiell ankurbeln werden. Die Nachfrageschwäche ist struktureller Natur und hängt mit der Korrektur im chinesischen Immobiliensektor zusammen, eine Entwicklung, die sich kaum rasch beheben lassen wird.

Im Energie-Sektor wird der Ölpreis durch die Verlängerung der Förderkürzungen kaum mehr gestützt. Das robuste Nicht-OPEC+-Angebot und die anhaltende Unsicherheit in Bezug auf die Nachfrage – insbesondere in China – belasten den Ölpreis weiterhin und lassen wenig Spielraum für die OPEC+. Das dürfte zu einem Überangebot auf dem Ölmarkt führen. Daher stufen wir den Sektor von «Neutral» auf «Untergewichten» zurück. ■

IN KÜRZE

Globale Aktienmärkte erreichten neue Höchststände
Von politischem Hin und Her nicht verunsichern lassen
US-Aktien bleiben gefragt

Bevorzugte Sektoren: Finanzwesen, Roh- und Grundstoffe sowie Technologie

Rohstoffe

Der Goldpreis ist weiterhin gut unterstützt. Industriemetalle befinden sich im Sog von Konjunktursorgen und auch Rohöl leidet unter einer geringeren Nachfrage.

Der Goldpreis kletterte im Jahresverlauf um ca. 25% und erreichte kurz vor den US-Wahlen fast USD 2'800 pro Unze. Er profitierte nicht nur von den Käufen der Zentralbanken und der kräftigen Leitzinssenkung der US-Notenbank im September, sondern auch von den Unsicherheiten rund um die US-Präsidentschaftswahl. Mit der Wahl Trumps wich die Euphorie der Sorge um höhere Zinsen und einen stärkeren US-Dollar, was sich negativ auf das gelbe Metall auswirkte. Wir gehen allerdings weiterhin von einem höheren Goldpreis aus. Denn die Zentralbanken der Schwellenländer halten erst einen geringen Anteil ihrer Reserven in Gold und dürften weiter diversifizieren. Zudem ist während der Hochzeitssaison in Indien die Nachfrage nach Schmuck sehr hoch. Weitere Leitzinssenkungen und geopolitische Unsicherheiten sorgen ebenfalls für Unterstützung.

Die meisten Industriemetalle bewegten sich in den letzten Monaten seitwärts. Lediglich die Ankündigung von Stimulierungsmassnahmen in China Ende September konnte den Buntmetallen kurzfristig etwas Leben einhauchen. Allerdings leiden die meisten Metalle unter einer verhaltenen konjunkturellen Dynamik und einem Überangebot. Wir gehen weiterhin von einer Seitwärtsbewegung der Basismetalle aus. Längerfristig wird die Elektromobilität für einen Aufschwung sorgen, doch die Wahl von Donald Trump könnte diese Pläne etwas verzögern.

Der Ölpreis notiert ca. 6% unter dem Stand zu Jahresbeginn und bewegte sich in den letzten Monaten in einer Bandbreite zwischen 70 und 75 US-Dollar je Fass. Die konjunkturelle Entwicklung belastet den Preis. Die OPEC+ hat die geplanten Fördererhöhungen aufgrund des niedrigen Preises bereits mehrfach verschoben. Zudem haben verschiedene Organisationen ihre Nachfrageprognosen nach unten korrigiert. Da die nicht zur OPEC gehörenden USA Rekordmengen an Öl produzieren, dürfte der Ölpreis vorerst eher etwas unter Druck stehen.

Der europäische Gaspreis ist im November auf fast EUR 50 pro MWh gestiegen. Die kalten Temperaturen haben zu einem starken Rückgang der Gaslager in Europa geführt, die mit einem Füllstand von 87% aber immer noch im langjährigen Durchschnitt liegen. Zudem wird eine Angebotsverknappung befürchtet, da das Abkommen über die Lieferung von russischem Pipelinegas nach Osteuropa Ende des Jahres ausläuft. Ein Anstieg der Preise im Winter ist zwar nichts Aussergewöhnliches, doch könnten Lieferengpässe und länger andauernde Kälteperioden bei den Gaspreisen in den nächsten Monaten für etwas Volatilität sorgen. ■



Andreas Müller
Analyst Rohstoffe

Goldpreis (USD/Unze)



IN KÜRZE

Gold durch Leitzinssenkungen und Zentralbankkäufe weiterhin unterstützt

Konjunktursorgen belasten Basismetalle

Rekordproduktion von US-Rohöl dämpft Preispotenzial

Weiterer Anstieg des europäischen Gaspreises aufgrund guter Versorgungslage unwahrscheinlich

Währungen

Seit der US-Wahl ist der US-Dollar der wichtigste Treiber der Wechselkurse. Der Franken ist zu ihm – wie die meisten Währungen – in die Nähe von Jahrestiefs gefallen. Die Dollar-Stärke dürfte vorerst anhalten.

Seit Beginn der restriktiveren Zinspolitik der US-Notenbank Fed im Jahr 2022 wird der US-Dollar u.a. wegen des Zinsvorteils und des stärkeren Wachstums von globalen Investoren bevorzugt. Dieser Trend setzte sich nach dem Wahlsieg von Donald Trump fort. Denn er wird als wirtschaftsfreundlicher Kandidat betrachtet, wovon vor allem die USA profitieren dürften. Zusammen mit seiner Androhung von neuen Einfuhrzöllen spricht seine Politik in den USA tendenziell für höheres Wachstum und höhere Inflation, eine straffere Geldpolitik und aufgrund dessen eine Aufwertung des US-Dollars.

Die Marktteilnehmer übersehen allerdings, dass die Wahlversprechen erst noch umgesetzt werden müssen. Selbst mit einer Mehrheit im Kongress geschieht das nicht über Nacht. Mittelfristig dürften sie zu höherer Inflation beitragen. Darüber hinaus dürften die Kosten des Schuldendienstes steigen. Damit sollte der US-Dollar an Wert verlieren. Das wiederum könnte ihn näher an seine faire Bewertung (durchschnittlich rund 10% tiefer je nach Währungspaar) bringen.

Für die nächsten Monate bleibt Trump mit seiner Agenda für die Märkte wohl aber noch in der «Honeymoon-Phase». Aktuell werden seine Ankündigungen sehr ernst genommen und die Umsetzung dieser wird für realistisch gehalten. Daher sollten Anlegende vorerst von einem starken US-Dollar ausgehen.

Der Euro hat dagegen wegen der jüngsten schwachen Konjunkturzahlen und der erwarteten Zinssenkungen der EZB abgewertet. Zum Franken liegt er daher nahe des Allzeittiefs. Wegen der hohen Bedeutung der Wirtschaft der Eurozone für die Schweiz, ist die Aufwertung des Franken zum Euro problematisch. Das birgt einerseits Konjunkturrisiken für die Schweiz, andererseits könnte es die bereits sehr niedrige Schweizer Inflation weiter absinken lassen. Wegen gleichzeitig fallender Inflation im Ausland ist der Realwert des Frankens (d.h. inflationsbereinigter Wechselkurs – siehe Abbildung) zuletzt wieder gestiegen, was eine negative Wirkung auf die Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz hat. Aus diesem Grund erwarten wir, dass die SNB eine weitere Euroschwäche nicht hinnehmen wird und der Euro dadurch vorerst einen Boden findet. ■



Josh Bouchard
Anlagestrategie

Aussenwert des Frankens

Handelsgewichtet, inflationsbereinigt



IN KÜRZE

Trumps Wahlsieg hat den US-Dollar aufwerten lassen

Trotz mittelfristiger Probleme dürfte die Stärke vorerst anhalten

SNB dürfte sich einer weiteren Frankenaufwertung zum Euro entgegenstemmen

Immobilien

Schweizer Immobilienfonds blieben im 4. Quartal gesucht, während globale Immobilienaktien (REITs) etwas nachgaben. Die Aussichten für 2025 sind bei beiden intakt, auch wenn die Performance nach einem starken Jahr etwas moderater ausfallen dürfte.

Schweizer Immobilienfonds konnten im 4. Quartal an das erfolgreiche Vorquartal anknüpfen und Kursgewinne erzielen. Seit Jahresbeginn hat der breite Index der Schweizer Immobilienfonds rund 14% zugelegt, was im historischen Vergleich ein sehr gutes Ergebnis darstellt. Für 2025 sind wir verhalten zuversichtlich. Das Umfeld bleibt günstig. Ein Teil davon dürfte in den aktuellen Kursen jedoch eingepreist sein. Die globalen REITs verzeichneten im 4. Quartal aufgrund gestiegener Anleiherenditen bisher ein Minus von 2% in USD. Seit Jahresanfang ergibt sich aber ein Plus von fast 9% in USD. Im kommenden Jahr dürften die Notenbanken, allen voran die Fed, die Leitzinsen weiter senken, was sich positiv auf das Gewinnwachstum der REITs auswirken sollte.

Schweizer Immobilienfonds: Erfreuliches 2024

Die erfreuliche Performance Schweizer Immobilienfonds im Jahr 2024 wurde durch verschiedene Faktoren begünstigt. So profitierten die Fonds u.a. von gestiegenen

Mieten, gesunkenen Leerständen und tieferen Finanzierungskosten. Hinzu kam, dass andere Anlagen wie beispielsweise Anleihen in Schweizer Franken aufgrund tiefer Renditen an Attraktivität verloren.

Steigende Mieteinnahmen

Auf der Einnahmenseite profitierten die Immobilienfonds von mehreren Faktoren. Sowohl die Angebotsmieten, die bei einem Wohnungswechsel zum Tragen kommen, als auch die Bestandsmieten verzeichneten Preissteigerungen. Bei den Angebotsmieten lag dies am weiterhin hohen Nachfrageüberhang. Für die höheren Bestandsmieten war im Wesentlichen der Anstieg des Referenzzinssatzes zu Jahresbeginn verantwortlich.

Tieferer Leerstand und Optimierung

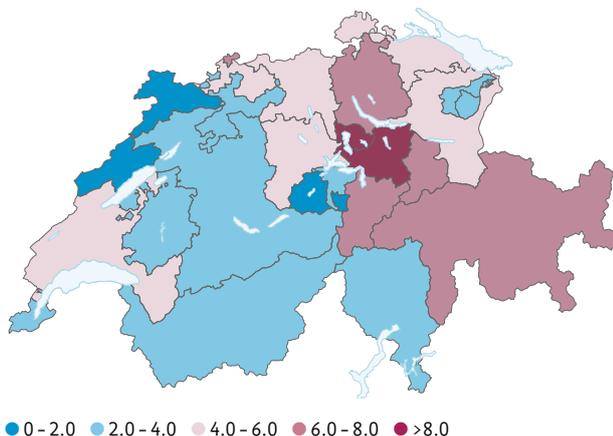
Auch die bessere Auslastung von Mietwohnungen war ein positiver Faktor auf der Einnahmenseite. Aufgrund der intakten Nachfrage konnten mehr Wohnungen vermietet werden, wodurch der Leerstand bei den Immobilienfonds sank. Hinzu traten Optimierungen beim Flächenportfolio, wobei auf gleicher Fläche mehr Mietwohnungen erstellt wurden.

Kostenrückgang und Wertsteigerungen aufgrund tieferer Zinsen

Entspannung kam auch auf der Kostenseite, denn die bisherigen Zinssenkungen der SNB in diesem Jahr führten zu tieferen Hypothekarkosten. Diese stellen einen wichtigen Teil der Gesamtkosten dar, was sich positiv auf das Geschäftsergebnis der Fonds auswirkte.

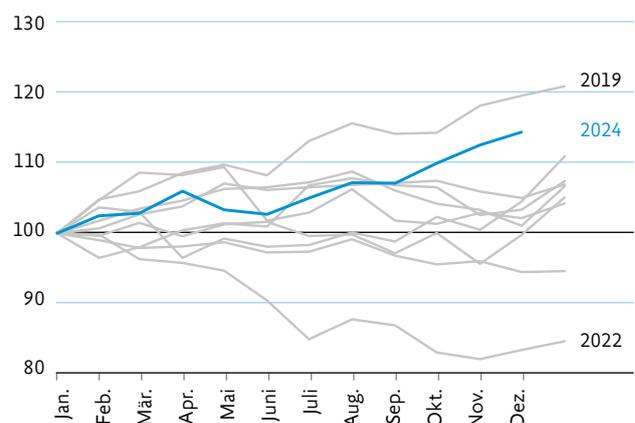
Angebotsmieten in den Schweizer Kantonen

Veränderung zum Vorjahr in %, per 09/2024



Schweizer Immobilienfondsindex seit 2015

Jahresanfang = 100, kumulierte Entwicklung pro Jahr



Die tieferen Zinsen halfen auch bei der Bewertung der Liegenschaften der Immobilienfonds. Hier spielt der Diskontierungssatz, der vom Zinsniveau beeinflusst wird, eine wichtige Rolle. Ein tieferer Diskontierungssatz führt unter sonst gleichen Bedingungen zu einem höheren Wert der Immobilien. Während es im Jahr 2023 noch zu zahlreichen Abwertungen kam, zeichnen sich für das Jahr 2024 leichte Schätzwertsteigerungen ab, was zur guten Kursentwicklung beigetragen hat.

Intakter Ausblick für das Jahr 2025

Die Knappheit auf dem Schweizer Mietwohnungsmarkt dürfte im kommenden Jahr anhalten und sich möglicherweise noch verschärfen. Denn die Bautätigkeit bei Mietwohnungen hält mit der hohen Nachfrage nicht Schritt. Weiter steigende Angebotsmieten und sinkende Leerstände sind darum wahrscheinlich. Der Referenzzinssatz dürfte im Jahr 2025 zwar auf das tiefere Zinsniveau reagieren und wieder sinken. Das könnte sich in rückläufigen Bestandsmieten niederschlagen. Aber auch die Finanzierungskosten dürften weiter sinken. Insgesamt sind die Fundamentaldaten für den Schweizer Immobilienmarkt und damit für die Immobilienfonds intakt.

Fonds in etwa fair bewertet

Die Bewertungen der Fonds erachten wir im aktuellen Umfeld als in etwa fair. Das aktuelle Agio, also der Aufschlag auf den Nettoinventarwert der Immobilienfonds, liegt zwar über dem historischen Durchschnitt. In Relation zum aktuellen und für das nächste Jahr erwarteten Zinsniveau kann die Bewertung jedoch als in etwa fair bezeichnet werden. Das höhere Agio von Wohnimmobilienfonds im Vergleich zu Gewerbeimmobilienfonds ist durch die bessere Ertrags- und Ausschüttungssicherheit gerechtfertigt. Auch die tiefen Anleiherenditen am Schweizer Markt machen Immobilienfonds zu einer attraktiven Alternative.

Globale REITs entwickeln sich 2024 erfreulich

Nachdem die internationalen Immobilienanlagen im 3. Quartal kräftige Kursgewinne verzeichneten, resultierte im 4. Quartal bisher ein leichtes Minus. Seit Jahresbeginn liegen die globalen Immobilienanlagen in USD gerechnet immer noch fast 9% im Plus. Erste Zinssenkungen der US-Notenbank sowie eine bessere US-Konjunktur als erwartet wirkten sich im Jahr 2024 positiv auf die REITs-Kurse aus.



Tom Eyer
Analyst Immobilienanlagen

Gesundheitsimmobilien und Rechenzentren stark gesucht

Bei den internationalen Immobiliengesellschaften waren 2024 vor allem Gesundheitsimmobilien und Rechenzentren stark gefragt. Gesundheitsimmobilien profitierten von der hohen Nachfrage nach Seniorenresidenzen, Pflegeheimen und Gesundheitseinrichtungen, insbesondere in den USA. Die weltweit steigende Nachfrage nach Anwendungen im Bereich künstliche Intelligenz und der dafür nötigen Rechenleistung kam den Rechenzentren zugute.

2025: Zinssenkungen dürften stützen

Für das Jahr 2025 erwarten wir ein robustes Wachstum der US-Wirtschaft, wenn auch etwas schwächer als 2024. Dies und die Zinssenkungen der westlichen Notenbanken, allen voran der Fed, sollten die REITs-Kurse im kommenden Jahr stützen. Historisch gesehen haben die Kurse globaler REITs positiv auf Zinssenkungen reagiert, solange sich die Konjunktur stabil entwickelte. ■

IN KÜRZE

Schweizer Wohnimmobilienfonds profitieren von höheren Mieteinnahmen

Robuste Konjunktur wirkt sich positiv auf Gewerbeimmobilienfonds aus

Bevorzugung gemischter Schweizer Immobilienfonds

Internationale Immobilienanlagen dürften von Zinssenkungen der Zentralbanken profitieren

MARKTÜBERBLICK

Die Entwicklung der Aktienmärkte war im 4. Quartal per Anfang Dezember zweigespalten. Während die US-Märkte nach dem Wahlsieg von Donald Trump solide Zuwächse aufwiesen, zeigten sich die meisten anderen Märkte schwächer. Dazu trugen unter anderem Sorgen vor Importzöllen in den USA bei. Schweizer Aktien verloren knapp 3%, die Schwellenländer sogar noch mehr.

An den Anleihemärkten konnten Franken-Anleihen Gewinne verbuchen, während in den USA ein Renditeanstieg belastete. Die Preise von Gold und Öl notierten nur wenig verändert, allerdings erreichte Gold in US-Dollar zwischenzeitlich mehrere Allzeithochs. Bei den Währungen war der US-Dollar der Gewinner, der zum Franken um fast 5% zulegte.

Performance ausgewählter Finanzmarktindizes

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

	Performance-Rückblick							Unsere Erwartung in 6-9 Monaten
	06.12.24	2024	2023	2022	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	
Geldmarkt								
Geldmarkt CHF 3 Mt.	117	0.7	0.7	-0.3	0.7	0.1	-2.2	→
Staatsanleihen								
Schweiz (CHF)	189	5.1	12.5	-17.0	5.5	-5.6	6.2	→
Eurozone (EUR)	221	1.9	6.3	-19.2	3.5	-12.9	-1.3	→
Grossbritannien (GBP)	229	-1.9	3.6	-25.1	1.8	-22.0	-1.7	→
USA (USD)	2'335	2.5	4.1	-12.5	4.5	-1.7	11.5	→
USA inflationsgeschützt (USD)	355	3.7	3.9	-11.8	5.5	11.9	27.0	→
China (CNY)	239	6.2	4.6	3.4	7.2	26.0	58.2	→
Unternehmensanleihen								
Denominiert in CHF	191	5.0	5.7	-7.5	5.2	2.3	8.8	→
Global (USD)	282	3.5	9.6	-16.7	6.7	2.2	19.9	→
EM-Anleihen								
Hartwährung (USD)	450	7.8	9.6	-16.6	11.0	4.5	31.4	→
Lokalwährung (USD)	150	2.3	6.9	-8.4	5.2	6.4	17.6	→
Aktienindizes								
Schweiz SMI	11'781	9.2	7.1	-14.3	10.6	31.3	76.0	→
Schweiz SPI	15'694	7.7	6.1	-16.5	9.2	24.0	73.2	→
USA (USD)	6'090	29.3	26.3	-18.1	35.8	109.6	252.0	↗
UK (GBP)	8'309	11.4	7.9	4.7	14.7	37.5	81.0	→
Eurozone (EUR)	514	11.9	19.5	-11.7	13.2	49.0	110.1	→
Japan (JPY)	2'727	17.8	28.3	-2.5	16.9	79.6	137.2	↗
China, Schanghai (CNY)	3'973	19.3	-9.1	-19.8	20.5	14.3	58.2	→
Welt (USD)	3'855	23.8	24.4	-17.7	30.0	85.7	178.1	↗
Schwellenländer (USD)	1'105	10.8	10.3	-19.7	16.6	21.3	48.2	→
Immobilien								
Schweizer Immobilienfonds	209	17.4	5.0	-15.2	23.1	22.8	72.0	↗
REITs Global (USD)	141	7.3	10.7	-24.5	14.8	5.1	43.9	→
Rohstoffe								
Breiter Rohstoffindex (USD)	1'780	5.2	-1.4	17.4	6.9	73.7	47.5	→
Gold (USD)	2'637	27.7	13.8	-0.4	30.0	80.7	120.7	↗
Öl (Brent) (USD)	72	-7.1	-8.5	8.3	-2.9	12.3	5.3	→
Devisen								
EUR/CHF	0.927	-0.3	-5.8	-4.7	-1.7	-15.4	-22.9	→
USD/CHF	0.879	4.4	-9.0	1.3	0.5	-11.3	-10.2	→
EUR/USD	1.056	-4.4	3.5	-6.2	-2.1	-4.4	-14.1	→
GBP/USD	1.274	0.0	6.0	-11.2	1.2	-2.8	-18.3	→
USD/JPY	149.890	6.3	6.8	14.6	1.8	37.9	23.5	↘
USD/CNY	7.267	2.1	3.2	8.7	1.4	3.3	18.2	→

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

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

MAKROPROGNOSEN

Für 2025 prognostizieren wir, dass sich das moderate Wachstumstempo der Weltwirtschaft fortsetzen wird. Wachstumsträger bleibt vielerorts die Binnennachfrage. Der private Konsum wird dabei vor allem von steigenden Realeinkommen gestützt und die Investitionen profitieren u.a. von günstigeren Finanzierungsbedingungen. Die globale Nachfrage verbessert sich, was auch den Ex-

porten zugutekommt. Auf Regionen-Ebene erwarten wir, dass die Wirtschaft der Schweiz und des Euroraums an Fahrt gewinnen werden. Dagegen prognostizieren wir für die USA und China eine Verlangsamung der Dynamik. Die Inflation sollte sich auf niedrigeren Niveaus stabilisieren. Die Zentralbanken können damit ihren behutsamen Zinssenkungskurs fortsetzen.

Konjunktur- und Zinsprognosen

	BIP (% ggü. Vorjahr)			Inflation (% ggü. Vorjahr)			Leitzins (%)		Rendite 10 J. (%)	
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	06.12.24	in 6-9 Mt.	06.12.24	in 6-9 Mt.
Schweiz	1.4	1.6	1.8	1.1	0.7	0.8	1.00	0.50	0.23	0.40
Eurozone	0.8	1.4	1.5	2.3	2.1	2.0	3.25	2.50	2.12	2.20
Grossbritannien	0.9	1.4	1.7	2.5	2.6	2.3	4.75	4.00	4.28	4.40
USA	2.7	2.3	2.4	2.9	2.3	2.4	4.50-4.75	3.75-4.00	4.15	4.50
Japan	-0.2	1.2	0.7	2.5	1.5	1.6	0.25	0.50	1.05	1.20
China	4.8	4.4	4.1	0.3	1.6	2.0	-	-	-	-
Brasilien	3.2	1.8	1.2	4.3	4.4	3.5	-	-	-	-
Russland	3.5	1.6	0.1	8.3	7.3	4.9	-	-	-	-
Indien	6.8	6.8	6.7	4.8	4.6	4.4	-	-	-	-
Welt	2.9	2.8	2.7	-	-	-	-	-	-	-

ÜBERBLICK WELTWIRTSCHAFT

Wachstumsprognosen für das Gesamtjahr 2025

BIP-Wachstum 2025 $\geq 4.0\%$

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

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

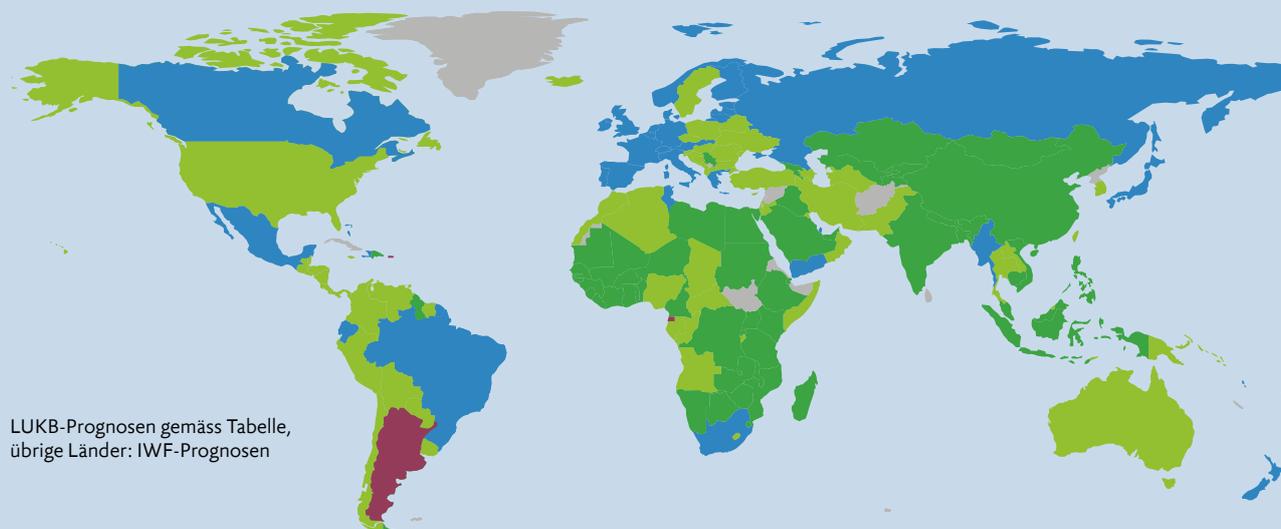
BIP-Wachstum 2025 $< 0\%$

● Sehr hohes Wachstum

● Moderates Wachstum

● Schwaches Wachstum

● Rezession



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

Luzerner Kantonalbank AG
Pilatusstrasse 12
6003 Luzern
Telefon +41 (0) 844 822 811
info@lukb.ch
lukb.ch

Disclaimer

Diese Dokumentation dient ausschliesslich der Information und stellt keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Die verwendeten Informationen stammen aus Quellen, welche die Luzerner Kantonalbank als zuverlässig erachtet. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernimmt die LUKB keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Veröffentlichung. Die aufgeführten Informationen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Herausgabe dieses Dokuments. Änderungen sind jederzeit möglich. Die Dokumentation kann Werbeelemente enthalten. Die massgeblichen Produktdokumentationen mit Angaben zu Verkaufsbeschränkungen können per E-Mail (info@lukb.ch) oder telefonisch (+41 [0] 844 822 811) bei der Luzerner Kantonalbank AG bezogen werden. © 2024 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.