

Chancen

Finanzmärkte und Konjunktur

Erfolgreich anlegen
in unsicheren Zeiten



Basler
Kantonalbank

1/2025

«Regierungen und Notenbanken rund um den Globus müssen auf Veränderungen der US-Politik reagieren.»

Dr. Sandro Merino, Chief Investment Officer

Erfolgreich anlegen in unsicheren Zeiten



Dr. Sandro Merino
Chief Investment Officer

Liebe Leserinnen und Leser

Donald J. Trump hat es als US-Präsident in kürzester Zeit geschafft, das Bündnis mit den westlichen Nationen auf wirtschaftlicher sowie militärischer Ebene infrage zu stellen und das Vertrauen in die Weltmacht USA in seinen Grundfesten zu erschüttern.

Infolge der rasch steigenden Staatsverschuldung der Vereinigten Staaten und der damit zusammenhängenden neuen US-Politik zeigen sich die wirtschaftlichen Perspektiven erheblich verändert. So hat die Zoll- und Handelspolitik der Trump-Administration das Zeug dazu, die US-Wirtschaft in eine Rezession zu treiben. In Europa und in der Schweiz führt dies dazu, dass Regierungen und Notenbanken reagieren müssen. Eine noch expansivere Geldpolitik seitens der Schweizerischen Nationalbank mit tieferen Leitzinsen und geringeren Obligationenrenditen – also ein Anlagenotstand 2.0 für Schweizer Anlegerinnen und Anleger – scheint vorprogrammiert.

In dieser Ausgabe des Chancen Magazins werfen wir einen Blick in den Rückspiegel und skizzieren einige Lehren, die man aus dem Anlagenotstand 1.0 für das Anlageverhalten ziehen kann. Daneben thematisieren wir mit Anlagen in Obligationen, Aktien, Gold und Schweizer Immobilien zentrale Bausteine, die für uns in keinem Portfolio fehlen sollten.

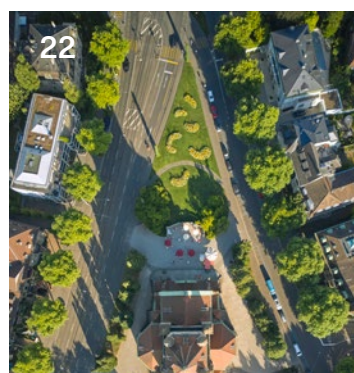
Die jüngsten Entwicklungen auf den Finanzmärkten machen einmal mehr deutlich, wie wichtig eine breite Diversifikation der Anlagen ist. Lesen Sie mehr zu diesen Themen und unseren konkreten Handlungsempfehlungen.

Wir wünschen Ihnen eine interessante Lektüre und hoffen, dass Ihnen das aktuelle Chancen Magazin als Orientierungshilfe beim Anlegen dient.

Herzlichst

A handwritten signature in black ink that reads "Sandro Merino". The script is fluid and cursive, with the first name and last name clearly distinguishable.

In dieser Ausgabe



3

Editorial

6

Wichtige Lehren aus dem Anlagenotstand 1.0

Gegenwärtig zeichnet sich eine neue Phase mit tiefen Leitzinsen für den Schweizer Franken ab. Wir beleuchten die Anlageergebnisse während der ersten Tiefzinsphase und versuchen daraus Lehren für die kommenden Jahre zu ziehen.

16

Schweizer Aktien – eine gute Wahl in unsicheren Zeiten

Um eine Zielrendite zu erwirtschaften, sehen sich Anlegerinnen und Anleger bei tieferen Obligationenrenditen oftmals dazu veranlasst, Anlagen in risikoreichere Instrumente wie Aktien zu tätigen. In der Schweiz ist das bereits wieder der Fall. Schweizer Aktien sind für uns eine gute Wahl.

12

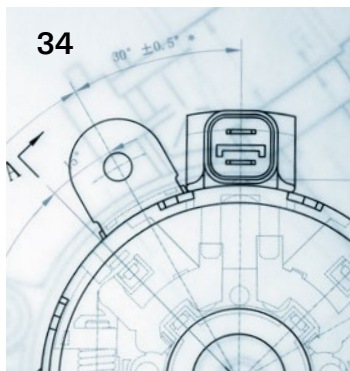
Neue Renditechancen bei festverzinslichen Anlagen

Nach einer Phase strukturell tiefer Zinsen haben geldpolitische Verschiebungen das Umfeld für Obligationenanlagen grundlegend verändert. Im Fokus steht die Rolle von Realzinsen, Inflationsrisiken und internationalen Divergenzen.

22

Schweizer Immobilien dürften als Anlageklasse auch künftig glänzen

Immobilien werden als Anlageform meist dann interessant, wenn die Attraktivität anderer Anlagemöglichkeiten abnimmt.



28

Gold – seit Jahrtausenden ein sicherer Hafen

Die langfristige Werthaltigkeit macht Gold für viele private und professionelle Anlegerinnen und Anleger interessant. Entsprechend haben wir das gelbe Edelmetall seit vielen Jahren strategisch in unseren Vermögensverwaltungsmandaten verankert.

42

Finanzmarktausblick

Mit der Ankündigung hoher US-Importzölle schickte US-Präsident Donald J. Trump anfangs April 2025 die Börsen rund um den Globus auf Talfahrt. Die veränderte Lage verlangt von Anlegerinnen und Anlegern neben einer breiten Diversifikation der Anlagen auch den Mut, Opportunitäten zu ergreifen.

34

Portfoliokonstruktion – Diversifikation als entscheidender Erfolgsfaktor

Aktien und Obligationen galten lange Zeit als nahezu «unschlagbares Duo». Beide Anlageklassen lieferten ansprechende Renditen. Zudem waren sie nur gering miteinander korreliert. Doch dieser Zusammenhang gilt nicht für alle Marktphasen.



Basler Kantonalbank

Wichtige Lehren aus dem Anlagenotstand 1.0

Seit dem Fall des Euro-Mindestkurses im Januar 2015 durchlief die Schweiz eine siebenjährige Tiefzinsphase, die wir mit Hinblick auf die wegfallenden Zinseinkommen als Anlagenotstand 1.0 bezeichnen. Diese wurde am Ende der Corona-Pandemie mit einem heftigen Zinsanstieg überraschend beendet. Gegenwärtig zeichnet sich eine neue Phase mit tiefen Leitzinsen für den Schweizer Franken ab, also ein Anlagenotstand 2.0. Wir beleuchten die Anlageergebnisse während der ersten Tiefzinsphase und versuchen daraus Lehren für die kommenden Jahre zu ziehen. Dabei spielt die gegenwärtig rasant steigende US-Staatsverschuldung aus unserer Sicht eine zentrale Rolle.

In den vergangenen zehn Jahren standen für CHF-basierte Anlegerinnen und Anleger die Einführung von Negativzinsen und der damit verbundene Begriff «Anlagenotstand» im Mittelpunkt. Vor zehn Jahren, am 15. Januar 2015, liess die Schweizerische Nationalbank (SNB) den Euro-Mindestkurs fallen. SNB-Präsident Thomas Jordan trat an jenem Donnerstagmorgen mit den folgenden Worten vor die Medien: «Die Schweizerische Nationalbank hat beschlossen, den Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro per sofort aufzuheben und ihn nicht mehr mit Devisenkäufen durchzusetzen.» Die Begründung für diesen Schritt beruhte auf zwei Argumenten: zum einen, dass der Mindestkurs ausgedient und sich die Wirtschaft stabilisiert habe. Zum anderen, dass sich die Unternehmen seit der Euro-Krise 2010 an den starken Schweizer Franken hätten anpassen können.

Vom Euro-Mindestkurs und «... whatever it takes ...»

Die Wurzeln dieser Entwicklung bei der Schweizerischen Nationalbank lagen beim Euro selbst. Seit der Euro-Krise, die sich ab 2010 zuspitzte und im Beinahe-Austritt Griechen-

lands aus dem Währungsraum gipfelte, kämpfte die SNB gegen einen übermässig starken Franken. Am 26. Juli 2012 hielt der damalige Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB) Mario Draghi in London eine Rede mit dem ikonischen Statement, das an die beunruhigten Finanzmärkte gerichtet war, die zunehmend gegen den Euro spekulierten: «Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the Euro. And believe me, it will be enough.»

Aus heutiger Sicht haben sich die geldpolitischen Massnahmen der EZB seit 2012 stabilisierend auf den Euro ausgewirkt. Die Staatsverschuldung ist noch heute vor allem für Italien – und bedingt auch für Frankreich – ein zentrales Thema. Der Fortbestand der europäischen Gemeinschaftswährung ist aber heute nicht mehr bedroht. Im Gegenteil, mit der neuen Interessenspolitik der USA kann Europa glücklich über seine starke eigenständige Währung sein. Im Welthandel hat sich der Euro, mit einem Anteil von rund 30 % an den globalen Zahlungsströmen, zumindest ansatzweise als einzige ernst zu nehmende Alternative zum US-Dollar etabliert.

Rückblick auf die Anlageergebnisse seit 2015

Nach dem SNB-Entscheid zur Euro-Mindestgrenze war 2015 die Unsicherheit am Schweizer Aktienmarkt gross. Die Angst vor einem Deflationstrend aufgrund fallender Importpreise und die Perspektive einer zunehmenden Auslagerung von Produktionskapazitäten verunsicherte sowohl die Unternehmen als auch die Anlegerinnen und Anleger in Schweizer Aktien. Tatsächlich lag die kumulierte Gesamtrendite (d.h. inklusive Dividenden) des breiten Aktienindex SPI über die Jahre 2015 und 2016 nahe bei null. Die Jahre seit 2017 waren insgesamt aber sehr erfreulich, sodass An-

legerinnen und Anleger in den SPI über die zehn Folgejahre seit 2015, trotz Pandemie, russischer Invasion der Ukraine und Kollaps der Credit Suisse, eine durchschnittliche jährliche Rendite von 6.4 % erzielten (siehe Tabelle 1).

Hingegen lag die Rendite für CHF-Obligationen hoher Bonität für den gleichen Zeitraum bei durchschnittlich nur rund 0.3 % pro Jahr. Das ist deutlich weniger als die durchschnittliche jährliche Teuerungsrate der Schweizer Konsumentenpreise, die von 2015 bis heute bei knapp 0.7 % pro Jahr lag.

Tabelle 1: Anlagerenditen wichtigster Anlageklassen und kumulierte Inflation

Anlageklasse	Wertentwicklung 31.12.2014–31.03.2025 in CHF	
	kumuliert	p.a.
Aktien USA	209.3 %	11.6 %
Gold	134.5 %	8.7 %
Aktien Schweiz	89.7 %	6.4 %
Immobilienfonds Schweiz	72.1 %	5.4 %
Konsumentenpreise Schweiz	7.0 %	0.7 %
Obligationen Schweiz	3.4 %	0.3 %
Obligationen Welt	–2.6 %	–0.3 %
3M Sparanlagen CHF	–3.8 %	–0.4 %

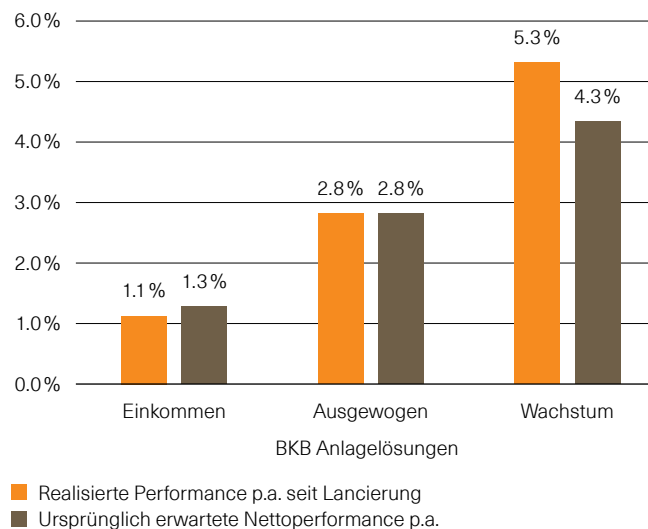
Quellen: BKB, Bloomberg. Verwendete Indizes: Aktien USA – MSCI USA NR, Gold – XAUCHF, Aktien Schweiz – SPI, Immobilienfonds Schweiz – SWIIT, Konsumentenpreise Schweiz – LIK, Obligationen Schweiz – Swiss Bond Index (SBI) AAA-BBB TR, Obligationen Welt – J.P. Morgan GBI Global Unhedged, 3M Sparanlagen CHF – FTSE 3-Month Switzerland Franc Eurodeposit LCL

Einführung eigener BKB Anlagelösungen ab 2015

Mit unseren eigenen BKB Anlagelösungen bieten wir seit Sommer 2015 eine Alternative zu den Null- oder gar Negativzinsen auf den Sparguthaben an. In den nunmehr fast zehn Jahren seit ihrer Einführung haben sich die Renditeerwartungen aus 2015 erfüllt (siehe Abb. 1).

Die Wahl eines sowohl international als auch über die individuellen Aktien und Obligationen sehr stark diversifizierten Wertschriftenportfolios, in Form eines strategischen Anlagefonds oder eines Vermögensverwaltungsmandates, war eine erfolgreiche Antwort auf die Herausforderungen der Tiefzinsphase ab 2015, also für die Zeit des «Anlage-notstandes 1.0».

Abb. 1: Erwartete vs. realisierte Renditen der BKB Anlagelösungen



Quellen: BKB, Bloomberg. Net Total Return 14.08.2015–31.03.2025 für die BKB Anlagelösungen Einkommen und Ausgewogen; Net Total Return 19.09.2016–31.03.2025 für die BKB Anlagelösung Wachstum. Die ursprünglich erwartete Nettoperformance basiert auf den zum Lancierungszeitpunkt kommunizierten BKB Markterwartungen.

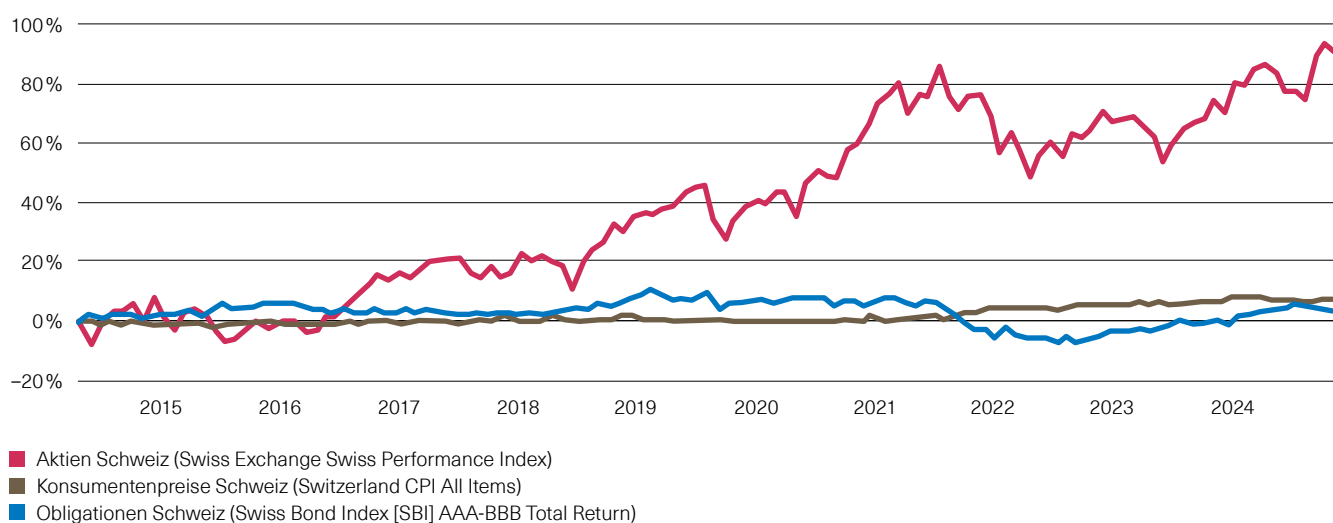


Tiefzinsphase ab 2015: Nach dem SNB-Entscheid zur Euro-Mindestgrenze war 2015 die Unsicherheit am Schweizer Aktienmarkt gross.

Anlagenotstand 1.0:**wichtige Lehren für Anlegerinnen und Anleger**

Mit dem Abklingen der Corona-Pandemie war ab 2021 ein unerwartet starker Anstieg der Inflation verbunden, der Mitte 2022 seinen Höhepunkt erreichte. Ein starker Nachfrageüberhang, der sich teilweise aus den staatlich finanzierten Stabilisierungsmassnahmen ergab, in Kombination mit Engpässen in den globalen Lieferketten sowie dem Einmarsch russischer Truppen in die Ukraine schaukelten die Inflation stark auf. Inzwischen ist die Teuerungsrate in der Schweiz und in der EU auf normale Werte gefallen. Aktuell verursacht die erratische Wirtschaftspolitik von US-Präsident Donald J. Trump erhebliche Unsicherheit

bezüglich der weiteren Inflationsentwicklung. Die Betrachtung volkswirtschaftlicher Rahmenbedingungen lässt für die Schweiz ein Wirtschaftswachstum (Potenzialwachstum) im Bereich von gut 1 % erwarten. Auch die geldpolitischen Erwartungen für das Niveau der Leitzinsen deuten auf ein weiterhin tiefes Zinsniveau hin. Zyklische Schwankungen der Leitzinsen um einen tiefen Mittelwert von rund 1 % sind möglich. Die Renditeaussichten auf wenig schwankungsanfällige CHF-Sparkonten und CHF-Obligationen mit kurzen Laufzeiten bleiben somit sehr gering. Es dürfte also schwierig sein, nur schon die Teuerung mit Renditen aus Zinsanlagen allein zu kompensieren (siehe Abb. 2).

Abb. 2: Inflation und Aktien, Obligationen seit 2015 kumuliert

Quellen: BKB, Bloomberg. Wertentwicklung 31.12.2014–31.03.2025

Auch für eine mögliche und durchaus plausible Tiefzinsphase 2.0 für die zehn Jahre ab 2025 raten wir zu einer sehr breit über Regionen, Anlageklassen und einzelne Wertschriften diversifizierten Strategie. Mit einer solchen Ausrichtung der Anlage müssen zwar ebenfalls bedeutende Wertschwankungen in Kauf genommen werden, dafür besteht aber eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass man über den Anlagehorizont von zehn Jahren den Vermögensverlust durch die Inflation weit mehr als nur wettmacht.

Anlagenotstand 2.0:

Auswirkungen auf die Anlagestrategie

Zwischen dem Anlagenotstand 1.0 ab dem Jahr 2015 und dem Anlagenotstand 2.0 ab 2025 gibt es durchaus Unterschiede. Zum einen sind die Aktienbewertungen heute im Vergleich zu 2015 etwas teurer. Vor allem US-Aktien starten mit deutlich höheren Multiples in die neue Zehnjahresperiode. Hingegen sind Schweizer und europäische Aktien etwa gleich hoch bewertet wie 2015. Für unsere Strategie sind diese Daten ein Grund für eine noch höhere Diversifikation mittels alternativer Anlagen. Dies können nebst Hedgefonds auch indirekte Anlagen in Schweizer Immo-

bilien sein. Dabei streben wir stets eine möglichst hohe Liquidität der von uns eingesetzten Anlageinstrumente an.

Ein wichtiger Unterschied zu 2015 ist die inzwischen stark angestiegene US-Staatsverschuldung. Die ausstehenden staatlichen US-Schuldpapiere haben inzwischen die rekordverdächtige Höhe von 100 % der US-Wirtschaftsleistung (BIP) erreicht. Damit sind US-Nominalwerte aus einer Risikосicht langfristig weniger attraktiv. Ein Anstieg der US-Zinsen und ein weiter an Wert verlierender US-Dollar sind Szenarien, die sich über die kommenden zehn Jahre manifestieren könnten. Schweizer Obligationen bleiben für uns entsprechend ein stabilisierender Baustein in den Portfolios.

Angesichts der steigenden US-Staatsverschuldung ist zudem eine Diversifikation in Gold empfehlenswert. Diese ist ebenfalls ein Grund für die Anpassung unserer Anlagestrategie an künftige Herausforderungen. Mit einem Anteil von bis zu 5 % bildet Gold in unserer Anlagestrategie seit vielen Jahren einen wichtigen Bestandteil und könnte bei attraktiven Kaufgelegenheiten künftig in unserer Strategie noch mehr Gewicht erhalten.



Diversifikation: Angesichts der steigenden US-Staatsverschuldung ist eine Diversifikation in Gold empfehlenswert.



Neue Renditechancen bei festverzinslichen Anlagen

Nach einer Phase strukturell tiefer Zinsen haben geldpolitische Verschiebungen das Umfeld für Obligationenanlagen grundlegend verändert. Institutionelle Anlegerinnen und Anleger sehen sich nicht nur mit neuen Opportunitäten, sondern auch mit einer erhöhten Komplexität konfrontiert. Welches sind die zentralen Einflussfaktoren auf die zukünftigen Ertragserwartungen festverzinslicher Anlagen? Im Fokus steht die Rolle von Realzinsen, Inflationsrisiken und internationalen Divergenzen.

Während der vergangenen zwei Jahrzehnte waren die globalen Zinsmärkte von den Massnahmen der Zentralbanken geprägt. Diese zielten vor allem darauf ab, mit äusserst tiefen Leitzinsen das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Entgegen vielen Befürchtungen ging die massive Geldmengenausweitung (ultralockere Geldpolitik) nicht mit einer erhöhten Inflation einher. Daher galt Inflation für eine längere Zeit als «tot». Erst nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie kam die Preisdynamik wieder in Gang, was die Zentralbanken die Leitzinsen wieder anheben liess (siehe Abb. 3). Die Abfolge signifikanter Leitzinserhöhungen durch die grossen Zentralbanken scheint mittlerweile weitgehend abgeschlossen. In der Schweiz wurden die Leitzinsen bereits wieder mehrfach gesenkt, während Notenbanken in vielen westlichen Regionen nach ihren ersten Zinsschritten eine abwartende Haltung einnehmen. Für Schweizer Obligationenanlegerinnen und -anleger ergibt sich daraus ein verändertes Umfeld.

Realzins und Wachstum als strukturelle Einflussgrössen

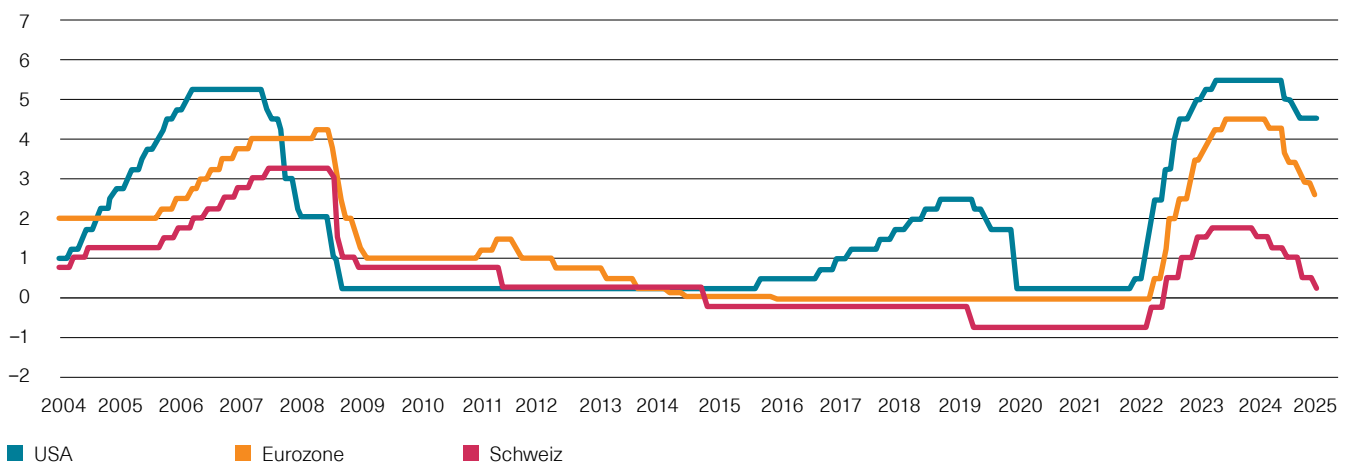
Obligationenrenditen werden grundsätzlich als «Nominalrenditen» beschrieben. Sie enthalten in der Regel eine Entschädigung für die erwartete Teuerung (Inflation). Zieht man diese ungefähre Inflationsentschädigung von der Verfallrendite ab, resultiert die «Realrendite». Sie entspricht dem Kernertrag der Anlage und ihre langfristige Entwicklung wird durch demografische Trends und Produktivitäts-

wachstum geprägt. In entwickelten Volkswirtschaften führt die alternde Bevölkerung zu einer geringeren Erwerbsbeteiligung und einem moderateren Konsum- und Investitionsverhalten, während sich die Produktivitätszuwächse in vielen Sektoren verlangsamten. Historische Analysen zeigen, dass dieser Rückgang bereits seit mehreren Jahrzehnten andauert.

Chancen für Anlegerinnen und Anleger: Nominalzinsen könnten hoch bleiben

Trotz bisher strukturell tiefer Realzinsen könnten sich die Real- und Nominalzinsen mittelfristig auf einem höheren Niveau einpendeln. Verantwortlich dafür ist eine Reihe von Angebots- sowie nachfrageseitigen Preistreibern. Sowohl Handelszölle, eine zunehmende Fragmentierung des Welt Handels als auch geopolitische Unsicherheiten könnten die realwirtschaftlichen Strukturen verändern. Infolgedessen ist es denkbar, dass sich die Teuerung nicht mehr auf die Tiefststände der letzten 15 Jahre zurückbewegt, sondern auf moderatem Niveau stehen bleibt. Erheben politische Akteure zudem höhere Handelszölle oder ergreifen weitere protektionistische Massnahmen für inländische Industriezweige, sind sogar Produktivitätsverlangsamungen möglich. Diese könnten den Realzins künstlich erhöhen. Für Obligationenanlegerinnen und -anleger bedeutet dies, dass trotz struktureller Wachstumsdämpfer attraktive Renditen im Markt verbleiben könnten – eine Entwicklung, die festverzinsliche Anlagen gegenüber den vergangenen Jahren deutlich aufwertet.

Abb. 3: Die Leitzinsen der USA, der Eurozone und der Schweiz verlaufen teils deutlich unterschiedlich



Quellen: BKB, Bloomberg. Zinssätze in Prozent

**Internationale Obligationenmärkte:
relative Attraktivität und erhöhte Risiken**

Internationale Zinsunterschiede eröffnen für Schweizer Obligationeninvestoren neue Chancen. Im Ausland können Obligationäre nicht nur höhere Verfallrenditen erzielen (siehe Abb. 4), sondern auch ihre Portfoliodiversifikation erhöhen. Gleichzeitig gilt es, bonitäts- und währungsbedingte Risiken sorgfältig zu bewerten. Obligationen von Schuldern in Volkswirtschaften mit höheren Zinssätzen bieten nominal mehr Ertrag, gehen jedoch oftmals mit erhöhten Schuldenquoten oder politischen Unsicherheiten einher. Auch innerhalb der entwickelten Märkte bleibt die Einschätzung der fiskalischen Tragfähigkeit ein zentrales Kriterium für Anlageentscheide. In diesem Umfeld gewinnt eine differenzierte Analyse auf Länderebene zunehmend an Bedeutung.

Aus wirtschaftstheoretischer Sicht gleichen sich unterschiedliche Zinsniveaus auf lange Frist aus, indem sich hochverzinsten Währungen gegenüber den tiefverzinslichen Währungen abwerten. Anlegerinnen und Anleger können sich zwar mittels Währungsabsicherungsgeschäften gegen eine solche Abwertung absichern, die Absicherungskosten entsprechen dabei aber genau der Zinsdifferenz. Daraus resultiert die gleiche Rendite wie bei einer

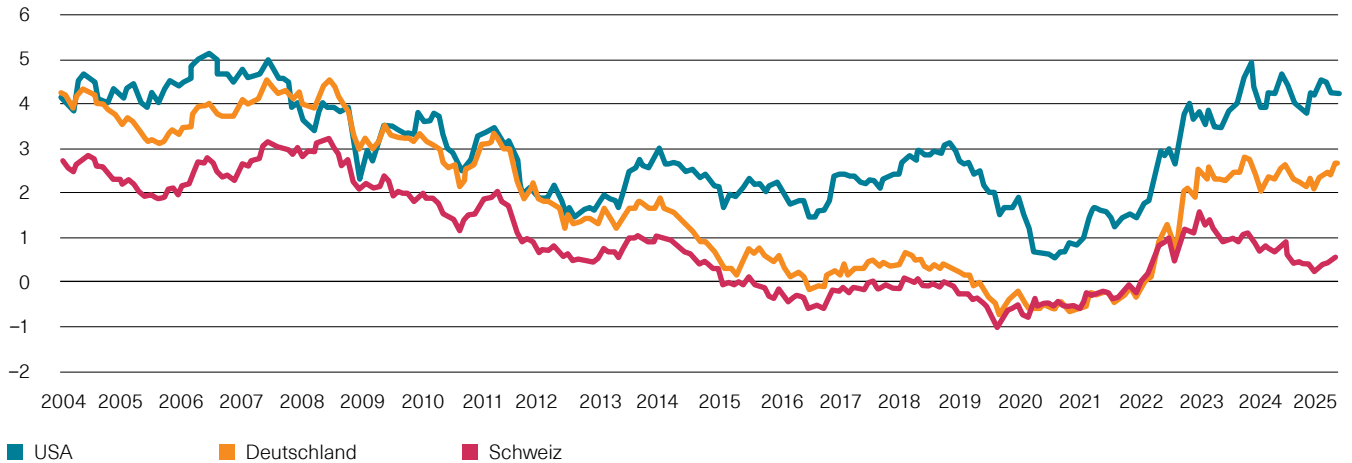
Investition in der Heimwährung. Weicht man beim Anlegen taktisch von den im Markt eingepreisten Zinsdifferenzen ab, ist durch das erhöhte Zinsniveau im Ausland nach wie vor eine deutliche Mehrrendite erzielbar.

**CHF-Obligationen:
stabilisierendes Element im Portfolio**

Investoren, die das Währungsrisiko weder eingehen noch absichern möchten, die Verpflichtungen in Schweizer Franken haben oder ein konservatives Risikoprofil aufweisen, dürfen sich auf eine hohe Stabilität der hiesigen Obligationen abstützen. Obligationen in Schweizer Franken profitieren von der stabilen Währung, der tiefen strukturellen Inflation und der hohen politischen sowie wirtschaftlichen Verlässlichkeit. Diese Stabilität äussert sich beispielsweise im hohen Kreditrating der Schweizerischen Eidgenossenschaft. Mit Blick auf die kommenden Monate und Jahre ist es vorstellbar, dass die Schweiz und der Schweizer Franken – ähnlich wie in der Vergangenheit – bei politischen und marktbedingten Unsicherheiten als «sicherer Hafen» gesucht werden. Die Kombination aus positivem, laufendem Ertrag und potenzieller Kursstabilität macht CHF-Obligationen zu einem robusten Baustein in ausgewogenen Strategien.



CHF-Obligationen: Die Kombination aus positivem, laufendem Ertrag und potenzieller Kursstabilität macht CHF-Obligationen zu einem robusten Baustein in ausgewogenen Strategien.

Abb. 4: Renditen von Obligationen mit langen Laufzeiten auf erhöhtem Niveau

Quellen: BKB, Bloomberg. Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in Prozent

Trotz strukturell tiefer Realzinsen
könnten sich die Real- und
Nominalzinsen mittelfristig auf
einem höheren Niveau einpendeln.

Fazit: Obligationenanlagen mit neuer Relevanz

Anlegerinnen und Anleger sehen sich mit einem neuen wirtschaftspolitischen Regime konfrontiert: Die Ertrags-situation ist verbessert, jedoch steigt auch die Komplexität durch divergierende Inflations- und Wachstumsentwicklungen in der westlichen Welt. Der Fokus verschiebt sich nun auf eine systematische Einschätzung geldpolitischer

Ausblicke, struktureller Trends und relativer Bewertungsniveaus. Wer diese Faktoren konsequent berücksichtigt, kann im aktuellen Marktumfeld stabile Ertragsquellen erschliessen. Proaktiven und taktisch agierenden Investoren eröffnen sich im In- und Ausland interessante Möglichkeiten, sodass Obligationen ihren Stellenwert im Gesamtportfolio durchaus wieder zurückerobern könnten.



Schweizer Aktien – eine gute Wahl in unsicheren Zeiten

In der vergangenen Dekade hat das Tiefzinsumfeld einen regelrechten Run auf Aktien ausgelöst. Dass die extrem niedrigen, zeitweise gar negativen Zinsen zu einer hohen Nachfrage nach Aktien geführt haben, hat vielfältige Gründe. Wesentlich ist, dass Investorinnen und Investoren häufig eine bestimmte Mindestrendite erzielen wollen – Private zum Halten des eigenen Lebensstandards, Vorsorgeeinrichtungen zur Leistung der Pensionszahlungen. Um diese Zielrendite zu erwirtschaften, sehen sich Anlegerinnen und Anleger oftmals veranlasst, geringere Obligationenrenditen durch Umschichtungen ihrer Anlagen in risikoreichere Instrumente wie Aktien zu kompensieren. In der Schweiz ist das bereits heute wieder verstärkt der Fall. Schweizer Aktien sind im aktuellen Umfeld auch für uns eine gute Wahl.

Höhere Preise für Aktien lassen sich in einem Umfeld gesunkener Zinsen ausserdem fundamental begründen. In der Finanzmarkttheorie berechnet sich der heutige theoretische Preis einer Aktie aus den Werten sämtlicher in der Zukunft erwarteten Geldbezüge, die diesen im aktuellen Zeitpunkt beigemessen werden. Dieser sogenannte Gegenwartswert der künftigen Zahlungsströme wird durch eine Diskontierung ermittelt. Dabei spielt neben einem Risikoaufschlag der Zinssatz als Opportunitätskostenbelastung eine wesentliche Rolle: je niedriger der Zins, den man zwischenzeitlich auf einer sicheren Obligation verdienen könnte, desto höher der Gegenwartswert der künftigen Zahlungen der Aktie. Daher ist bei tieferen oder sinkenden Zinsen für den künftigen Zahlungsstrom einer Aktie ein höherer Preis gerechtfertigt als in einem Hochzinsumfeld. Bei tieferen Zinsen sinken zudem die Finanzierungskosten der Unternehmen, sodass dadurch Gewinnsteigerungen möglich sind. Zu beachten ist jedoch, dass ein Umfeld sinkender Zinsen meist durch schwierige wirtschaftliche Umstände gekennzeichnet ist: beispielsweise eine schwache Konjunktur, deflationäre Tendenzen oder eine zu starke Währung.

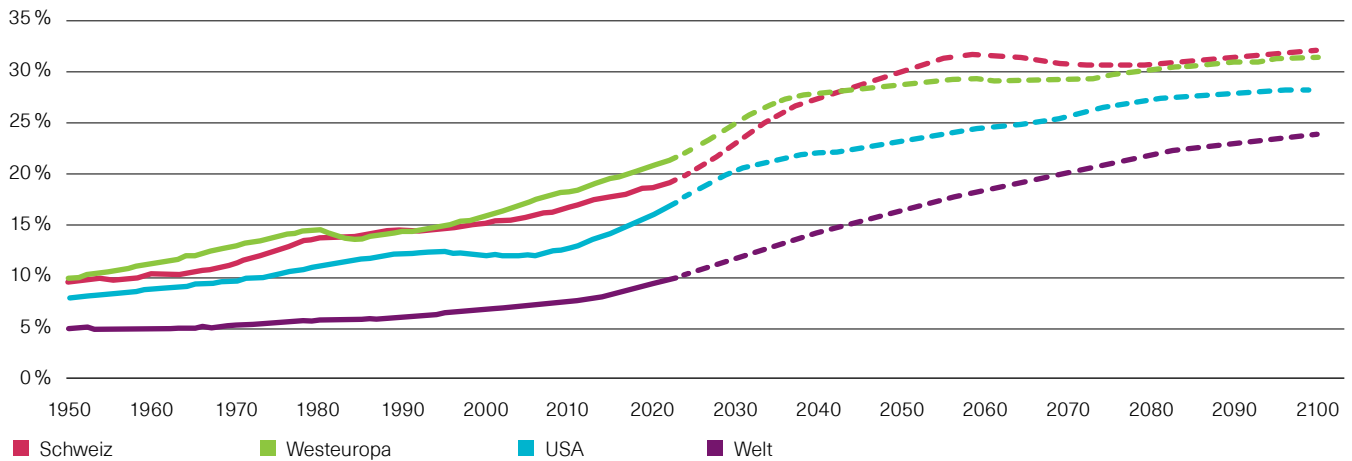
In den unterschiedlichen Segmenten des Aktienmarktes können Aktienkurse unterschiedlich auf das jeweilige Zins-

umfeld reagieren. Im Folgenden soll auf zwei Themen, Auswirkungen auf unterschiedliche Sektoren und Substanz vs. Wachstumswerte, kurz eingegangen werden:

1. Auswirkungen auf unterschiedliche Sektoren

Aktienmarktsektoren können unterschiedlich auf ein vorherrschendes Zinsumfeld reagieren. Defensive Branchen zeichnen sich durch wenig konjunktursensitive Geschäfte aus und verfügen demzufolge über vergleichsweise stabile Einkommensströme. Dazu zählen insbesondere Unternehmen aus den Sektoren Basiskonsumgüter, Gesundheitswesen, Immobilien, Telekommunikation und Versorger. Durch die relative Stetigkeit ihrer Einnahmen haben sie eine gewisse Ähnlichkeit mit Obligationen und profitieren wie diese besonders in einem Umfeld sinkender Zinsen vom Diskontierungseffekt. Zyklischer – beispielsweise Aktien aus den Bereichen Industrie oder Energie – sind dagegen stark konjunkturabhängig. Ihre Gewinne steigen in Phasen eines wirtschaftlichen Aufschwungs. Da Boomphasen häufig mit Gefahren wirtschaftlicher Überhitzung und Inflationsrisiken einhergehen, verfolgen die Zentralbanken dann für gewöhnlich eine restriktive Geldpolitik und erhöhen die Zinsen. Die Outperformance zyklischer Aktien fällt dementsprechend häufig mit steigenden Zinsen zusammen.

Wir erachten es als sinnvoll, Aktieninvestments nicht nur über eine grössere Zahl von Titeln, sondern auch über Sektoren und Regionen hinweg breit zu diversifizieren.

Abb. 5: Anteil der über 65-Jährigen an der Gesamtbevölkerung

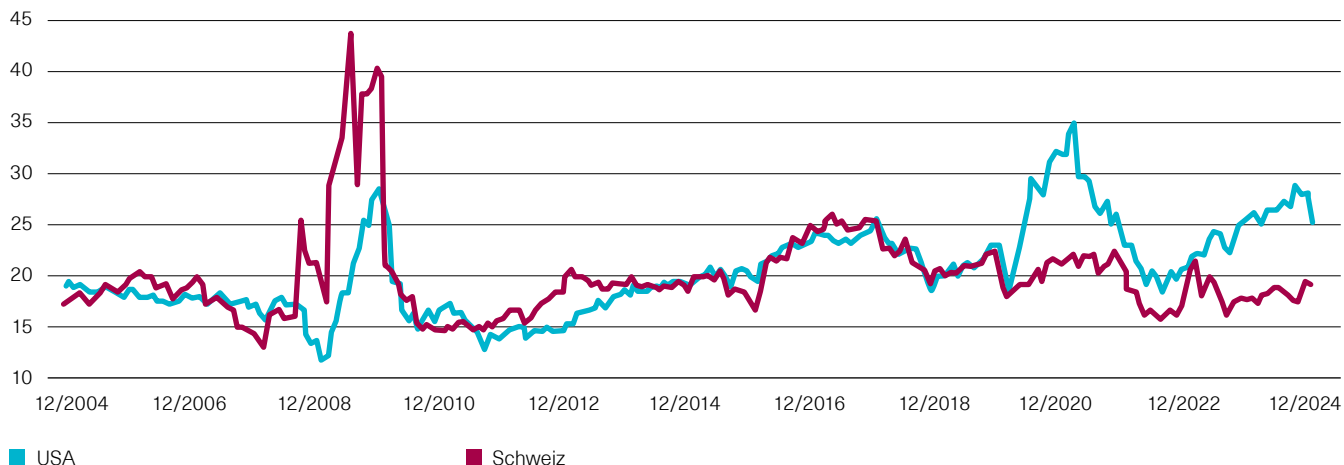
Quellen: BKB; United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2024). World Population Prospects 2024, Online Edition. Medium Variant Projection Scenario

2. Substanz- vs. Wachstumswerte

Eine weitere Segmentierung teilt das Aktienuniversum in Substanz- und Wachstumswerte ein, also in «Value» und «Growth». Während Substanzwerte (Value) einen Schutz vor Inflation bieten können, weisen Wachstumswerte (Growth) üblicherweise in einem Niedrigzinsumfeld eine bessere Wertentwicklung auf. Da bei Wachstumstiteln die hohen Zukunftserwartungen auf die Gegenwart abgezinst werden, profitieren sie von tiefen Zinsen. Wenn darüber hinaus die niedrigen Zinsen eine strukturelle Wachstumsschwäche ausdrücken, sind Unternehmen, die dennoch hohe Umsatz-, Margen- und Gewinnsteigerungen versprechen, besonders begehrt. Angesichts der rückläufigen demografischen Entwicklung in den Industrie-, aber auch vielen Schwellenländern werden Wachstumsstorys rarer und bleiben gesucht. Die hohen Bewertungsaufschläge, die insbesondere US-Wachstumsaktien in den vergangenen Jahren erreicht haben, sind dabei mit dem Risiko stärkerer Rückschläge verbunden.

Auswirkungen des demografischen Wandels auf den Aktienmarkt nicht eindeutig

Welche Auswirkungen der demografische Wandel (siehe Abb. 5) auf die Finanz- und insbesondere die Aktienmärkte haben wird, ist umstritten. Zum einen könnte man erwarten, dass die wachsende Zahl der Rentnerinnen und Rentner ihre Kapitalanlagen zur Finanzierung ihres Lebensunterhalts zunehmend auflöst. Der Verkaufsdruck könnte sich dann in fallenden Bewertungen niederschlagen. Auf der anderen Seite ist nicht sicher, ob die ältere Generation tatsächlich den Verbrauch ihres Vermögens beabsichtigt. Nicht selten stehen dem der Wunsch nach Vererbung an die folgende Generation oder das Sicherheitsbedürfnis angesichts einer ungewissen Lebensdauer entgegen. Entsprechend kann eine Vermögensakkumulation über die gesamte Lebensspanne, inklusive des Alters, hinweg erfolgen. Andere Hypothesen favorisieren angesichts des demografischen Wandels bestimmte Sektoren wie Gesundheit oder rechnen mit einer Vorliebe der älteren Generation für Dividendentitel. Aber auch hier liegen keine statistisch gesicherten Erkenntnisse über den Einfluss auf die Finanzmärkte vor.

Abb. 6: Bewertungen (Kurs-Gewinn-Verhältnis) von Schweizer gegenüber US-Aktien attraktiv

Quellen: BKB, Bloomberg (MSCI). Monatliche Daten von 12/2004–03/2025

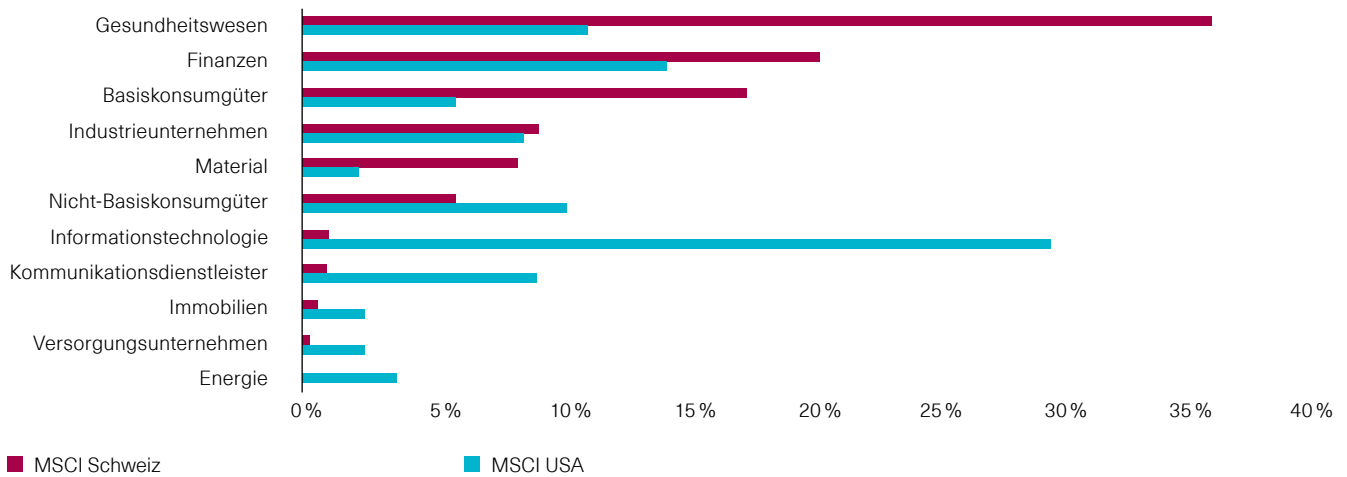
Der Schweizer Aktienmarkt verfügt über positives Kurspotenzial

An den US-Börsen wurde die Wertentwicklung in den vergangenen Jahren stark durch Aktien aus dem Kommunikations- und Technologiebereich geprägt. Entsprechend hat sich die längerfristige Performance von US-Aktien in Schweizer Franken zuletzt stark überdurchschnittlich entwickelt (Stand Ende März 2025): 10.8 % p.a. während der vergangenen zehn Jahre gegenüber einer durchschnitt-

lichen Zehnjahresperformance von 8.4 % p.a. seit 1979. Der Höhenflug der US-Aktien ist zum einen mit einem soliden Gewinnwachstum, zum anderen aber auch mit deutlich gestiegenen Bewertungskennziffern wie etwa dem Kurs-Gewinn-Verhältnis einhergegangen. Dagegen hat der eher defensive Schweizer Aktienmarkt mit 5.3 % p.a. über die vergangene Dekade signifikant weniger Wertzuwachs verzeichnet als die 8.7 % p.a., die im Mittel über Zehnjahreszeiträume erzielt wurden.



Schweizer Aktienmarkt: Die Bewertungen des Schweizer Aktienmarktes bewegen sich weiterhin im historischen Mittelfeld.

Abb. 7: Sektorallokation Schweizer versus US-Aktienmarkt mit deutlichen Unterschieden

Quellen: BKB, Bloomberg (MSCI). Stand 31.03.2025

Regelmässig folgten auf Phasen mit unterdurchschnittlicher Wertentwicklung solche mit einer überdurchschnittlichen Performance und vice versa. Unseres Erachtens verfügt deshalb der Schweizer Aktienmarkt in den kommenden Jahren über ein entsprechend positives Kurspotenzial. Des Weiteren bewegen sich die Bewertungen des Schweizer Aktienmarktes weiterhin im historischen Mittelfeld (siehe Abb. 6). Der in den USA von Bewertungsexzessen betroffene Technologiesektor ist am Schweizer Aktienmarkt kaum vorhanden, und die Branchenverteilung ist defensiv ausgerichtet.

Dabei dominiert der Gesundheits- und Pharmasektor, der möglicherweise vom demografischen Wandel profitieren kann (siehe Abb. 7). Darüber hinaus zeichnet sich der Schweizer Aktienmarkt durch eine stabil hohe Dividendenrendite aus. Wir erachten es als sinnvoll, Aktieninvestments nicht nur über eine grössere Zahl von Titeln, sondern auch über Sektoren und Regionen hinweg breit zu diversifizieren. Auch bei Schweizer Aktien sind Fondsinvestments deshalb für uns die erste Wahl.



Schweizer Aktien: das Fondsangebot der Basler Kantonalbank

Die Basler Kantonalbank bietet drei Schweizer Aktienfonds mit unterschiedlich aktiven Investmentansätzen an. Der BKB Sustainable – Swiss Equities SPI ESG Fonds bildet am passiven Ende des Spektrums den SPI ESG Index ab. Der BKB Sustainable – Equities Switzerland Fonds investiert in Titel aus dem nach den BKB Nachhaltigkeitskriterien gefilterten Schweizer Aktienuniversum. Dabei wird ein stärkerer Aktivitätsgrad, jedoch innerhalb begrenzter Risikobandbreiten gegenüber dem SPI, verfolgt. Den höchsten Abweichungsgrad gegenüber seinem Vergleichsindex SPI verzeichnet der BKB Sustainable – Swiss Equities Momentum Select Fonds. Dieser stützt sich ebenfalls auf das nach BKB Nachhaltigkeitskriterien gefilterte Aktienuniversum. Dabei erfolgen die Anlageentscheide regelbasiert durch die Kombination der drei Strategiemodule Trend, Rebalancing und Volatilität.



Schweizer Immobilien dürften als Anlageklasse auch künftig glänzen

Immobilien werden als Anlageform meist dann interessant, wenn die Attraktivität anderer Anlagemöglichkeiten abnimmt – wie in Krisenzeiten oder während Perioden mit hoher Inflation. Immobilien gewinnen in solchen Zeiten auch deshalb an Attraktivität, da sie über Eigenschaften verfügen, die in sogenannten normalen Zeiten oftmals als langweilig belächelt werden. Dies, um beim nächsten Börsenboom wieder ins Hintertreffen zu geraten. Lohnt es sich im Jahr 2025, erneut auf Immobilien auszuweichen? Für die Beantwortung dieser Frage beleuchten wir die Situation bei Renditeliegenschaften und Immobilienfonds.

Im Jahr 2015 begannen die Zinsen massiv und für lange Zeit zu sinken. Betroffen waren sämtliche Anlageklassen: Seien es Obligationen mit langen Laufzeiten, der Geldmarkt oder Hypotheken. Geld war billig, Renditen negativ, aber dennoch risikobehaftet und Investorinnen sowie Investoren mehr oder minder ratlos. Der Ausfall der bis dato beliebten Obligationen als Renditebringer trieb Investorinnen und Investoren notgedrungen in andere Anlageklassen, unter anderen in Immobilien. Letztere boten attraktive Renditen, ohne dass man sich in die Wirren des Aktienmarktes begeben musste. Allen voran die Pensionskassen erhöhten damals ihren Immobilienbestand massiv. Ab 2024, nach überstandener Pandemie und Inflationsschub, senkten die Zentralbanken ihre Zinsen mit der Folge tiefer Kapitalmarktzinsen.



Was umfasst der Immobilienmarkt?

Der Immobilienmarkt umfasst Wohn- und Gewerbeflächen, wobei der Wohnsektor in der Schweiz fünfmal grösser ist. Bei direkten Investitionen in Immobilien ist das investierte Kapital langfristig in schwer handelbaren Sachwerten gebunden, mit wenig Möglichkeiten, diese in kurzer Frist wieder zu verflüssigen. Wer direkt Immobilien kauft, betrachtet daher zuerst die längerfristigen Einflussgrössen auf Angebot und Nachfrage von Wohn- und Gewerbeflächen. Unberücksichtigt bleiben persönliches Wohneigentum, die soziale Komponente des Wohnungsbaus oder der Mietsituation sowie lokale Strukturen und politische Initiativen.

Immobilien in der Schweiz:

welche Faktoren die Nachfrage antreiben

Die wichtigste Variable für die Nachfrage nach Immobilien ist die Bevölkerungsentwicklung. Die Schweiz ist ein Einwanderungsland mit derzeit neun Millionen Einwohnern. Laut dem Bundesamt für Statistik (BfS) kommt alle 5.5 Minuten eine weitere Person hinzu. Die beliebteste Wohnform ist mit 2.2 Personen pro Wohnung der Kleinhaushalt. Eine weitere relevante Variable ist die Arbeitslosenrate. So führt eine geringe Arbeitslosigkeit zu steigendem Vermögen der Haushalte, die dann entweder für sich selbst oder als Anlage Immobilien nachfragen. Eine hohe Beschäftigung deutet auch auf eine höhere Nachfrage nach Gewerbeflächen hin. Auch ein starkes Konsumenten- und Produzentenvertrauen führt wiederum zu mehr Nachfrage nach Gewerbeflächen.

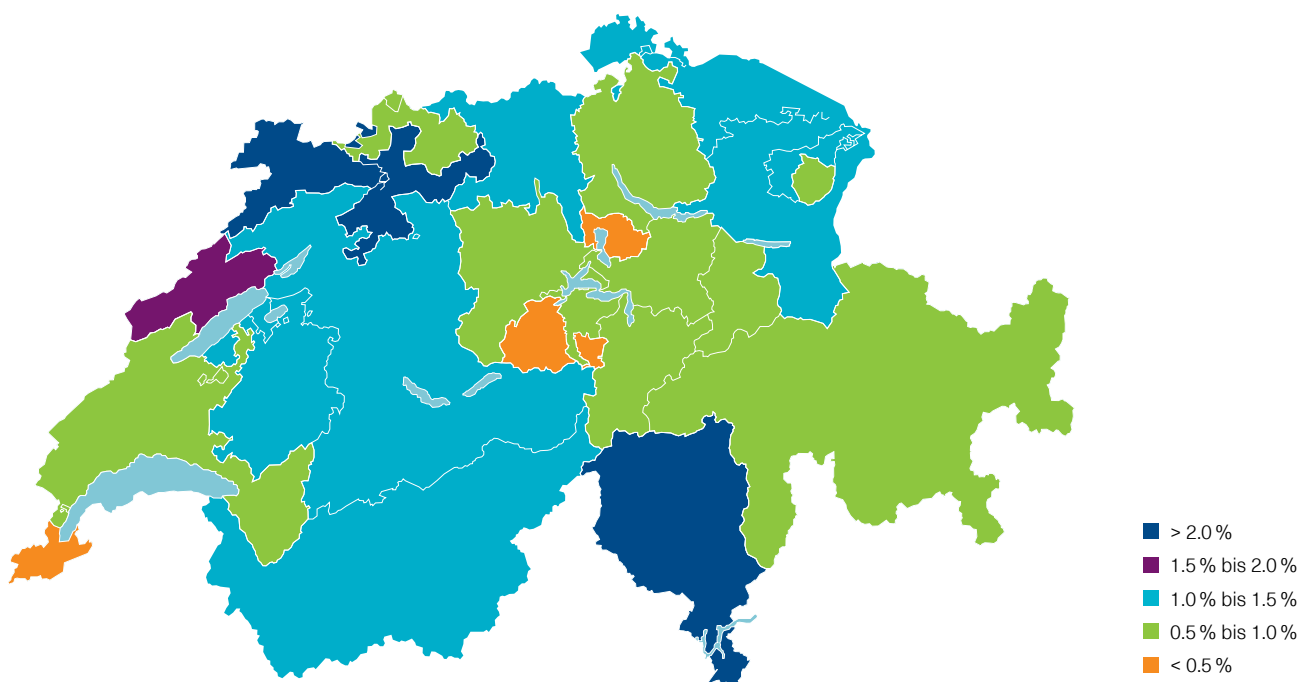
Allgemein wirken sich die Lage und die Ausstattung auf die Nachfrage aus. Gut sanierte Flächen in der Stadt sind gefragter als alte Liegenschaften auf dem Land. Dabei werden Immobilien in Regionen mit attraktiven Steuersätzen oder Subventionen eher nachgefragt als andere. Dies gilt sowohl für Wohn- als auch für Gewerbeflächen. Auch die Zeit hat einen Einfluss. In Phasen tiefer Zinsen, tiefer Inflation oder lockerer Finanzierungsmöglichkeiten steigt die Nachfrage nach Flächen aller Art an.

Immobilien in der Schweiz:

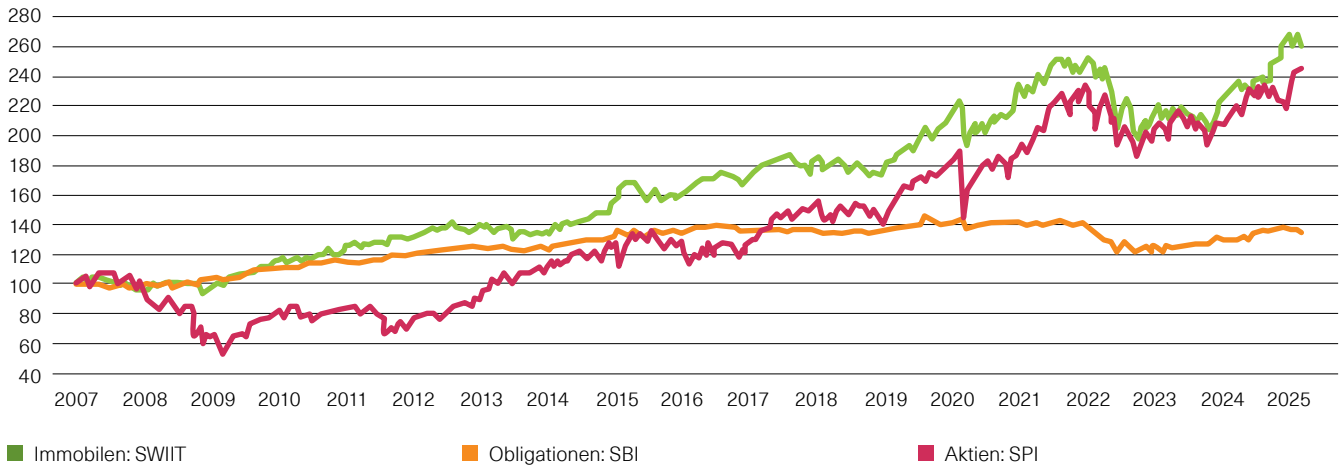
Angebot hinkt hinter der Nachfrage hinterher

Die klassischen Angebotsindikatoren beziehen sich auf Boden und Bautätigkeit. Der einschränkende Faktor im Angebot ist der vorhandene Boden, da nur 7.5 % der Schweizer Fläche als Siedlungsfläche gilt. Knappes Bauland, strenge Bauvorschriften und eine sinkende Anzahl an Baubewilligungen halten das Flächenangebot klein. Die gegenwärtige Bautätigkeit schafft es gerade, mit der Bevölkerungsentwicklung Schritt zu halten, ohne den vorhandenen Mangel zu beheben. Dies führt inzwischen zu sehr tiefen Leerständen – in beinahe allen Kantonen (siehe Abb. 8). Neben der Neubautätigkeit versucht die Politik, das Angebot durch das Verdichten von vorhandenen Flächen oder den Umbau von nicht mehr benötigten Bürogebäuden zu erhöhen. Weitere Angebotsindikatoren sind beispielsweise die Entwicklung zwischen Angebots- und Bestandsmieten, Insertionsdauer von Anzeigen sowie die Häufigkeit und die Schärfe politischer Regulierung. Einschränkend auf das Wohnungsangebot wirken die Verschärfung von Finanzierungsbedingungen wie Zinsanstiege oder Kreditknappheit sowie die Preissteigerungen für Bautätigkeiten durch die Inflation. Aktuell beschreiben die Indikatoren eine Schweiz, in der eine riesige Flächennachfrage auf ein mangelndes Angebot trifft, ohne Anzeichen einer schnellen Verbesserung der Situation.

Abb. 8: Die Leerstandsziffern sind in den meisten Kantonen tief bis sehr tief



Quelle: BfS. Stand: 2024

Abb. 9: Aktien, Obligationen und Immobilien – Marktentwicklungen im Vergleich (seit 2007)

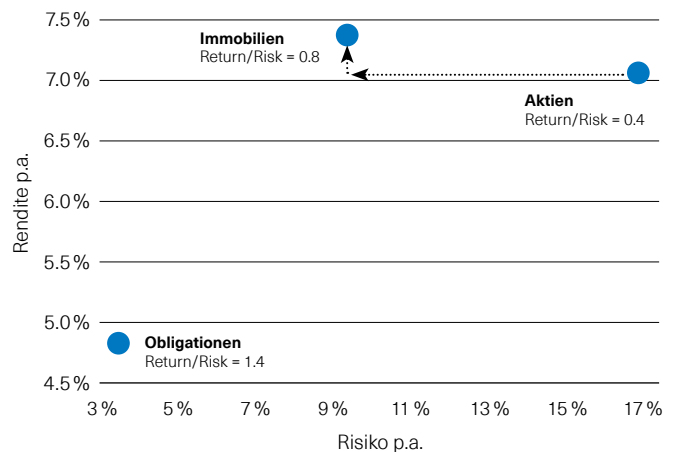
Quellen: BKB, Bloomberg

Indirekte Investitionen:

Situation der Anlageprodukte für Immobilien

Indirekte Anlagen sind Fonds, Aktien und Anlagestiftungen, die in Immobilien investieren. Der Kunde kauft das Anlagevehikel und darüber indirekt die Immobilien. Dies verlangt von Investorinnen und Investoren weitere Überlegungen, unabhängig von den Fundamentaldaten. Wer spart oder vorsorgt, fragt sich zuerst, ob die Chancen und Risiken möglicher Anlagen im Portfolio zueinander passen. Der erste Schritt ist somit eine Art Konkurrenzvergleich. Die Abbildung 9 zeigt die Wertentwicklung von kotierten Schweizer Aktien, Obligationen und Immobilien von 2007 bis 2025.

In den vergangenen rund zwei Jahrzehnten bildeten Immobilienfonds einen attraktiven Baustein in einem Portfolio. Es wurden attraktive Renditen bei vergleichsweise geringen Schwankungen erzielt. Die Abbildung 10 zeigt ein ähnliches Renditeverhalten zwischen Aktien und Immobilienfonds, allerdings mussten Anlegerinnen und Anleger in Immobilien weniger Risiken eingehen. Eine Allokation in Obligationen war dagegen nur aus einer Risikoperspektive interessant.

Abb. 10: Rendite-Risiko-Verhältnis (2007–2025)

Quellen: BKB, Bloomberg

Dies erklärt, warum Pensionskassen in den vergangenen Jahren die Anlageklasse Immobilien deutlich zulasten der Anlageklasse Obligationen aufgestockt haben. Ein weiteres Argument für die Präferenz von sogenannten alternativen Anlagen, wie Immobilien, ist die Höhe der Ausschüttungen, auch relativ zum Kurs. Sowohl Aktien als auch Immobilien erreichten hier über die Jahre eine durchschnittliche Rendite von 2.5 %, während Obligationen aufgrund der langen Niedrigzinsphase deutlich weniger Renditen generierten. Weiter sinkende Anlagezinsen machen daher Immobilien attraktiv. Die Anlagekäufe, wie auch -empfehlungen von Banken und Medien, erzeugen eine zusätzliche Nachfrage, die nicht fundamental begründet ist. Dies führt zu zwei Effekten:

Kommt dieses Geld den Fonds durch Kapitalerhöhungen zugute, fliesst es direkt in den Flächenmarkt. Sie können damit Objekte erwerben, renovieren oder neu bauen. Das frische Kapital verändert zudem den inneren Immobilienwert des Fonds, den sogenannten Net Asset Value. Wird die zusätzliche Nachfrage unter Anlegern geregelt, verpufft sie in Preissteigerungen, ohne auf den Immobilienmarkt durchzuschlagen. Der Kaufpreis steigt dann mit einem Aufschlag (Agio) über den inneren Wert. Das Agio lag lange Zeit bei 15 %, schwankte jedoch in den letzten Jahren stark und war zum Teil sehr hoch. Ob sich eine Portfolioumschichtung in Immobilien lohnt, hängt auch davon ab, wie Investoren die Entwicklung dieser Agios einschätzen.

Aktuell tritt in der Schweiz eine riesige
Flächennachfrage auf ein mangelndes
Angebot, ohne Anzeichen einer
schnellen Verbesserung der Situation.

Schweizer Immobilien:**Fazit für Anlegerinnen und Anleger**

Immobilienanlagen haben sich in der Vergangenheit bewährt und als gute Alternative zu anderen Anlageklassen erwiesen. Als Sachwert zeigen sie sich in inflationären Phasen robust und bieten attraktive Ausschüttungen. Getrieben wird dies durch die Knappheit der Immobilien selbst, die sowohl steigende Preise als auch steigende Mieten mit sich bringt. Dieser Angebotsmangel kann nur über eine sehr lange Zeit behoben werden. Kurzfristig können sich unerwartete Preisschwankungen zwar jederzeit einstellen. Setzen sich jedoch die fundamentalen Kräfte wieder durch, hat das sogenannte Betongold das Potenzial, auch weiterhin zu glänzen.

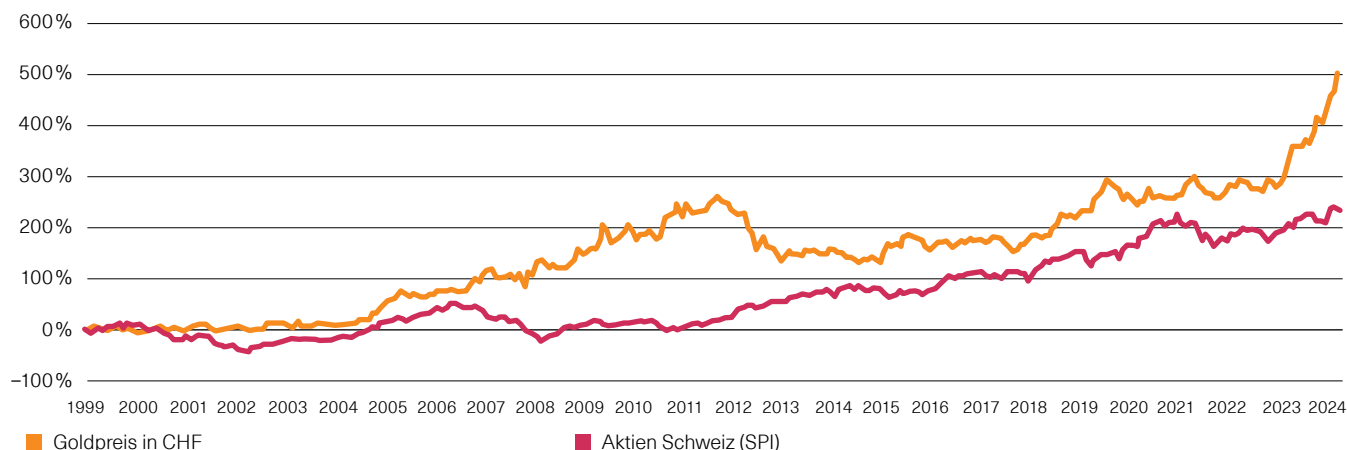


Schweizer Immobilien: Als Sachwert zeigen sich Immobilienanlagen in inflationären Phasen robust und bieten attraktive Ausschüttungen.



Gold – seit Jahrtausenden ein sicherer Hafen

In der Schweiz ist es gute Tradition, Kindern und Enkelkindern zur Geburt, Taufe oder anderen traditionellen Festen ein Goldvreneli zu schenken. Dabei spielen verschiedene Faktoren eine Rolle. Zum einen die positiven Emotionen, die mit dem gelben Edelmetall in Verbindung gebracht werden. Zum anderen die Gewissheit, dass Gold selbst nach Jahrzehnten noch ein werthaltiges Geschenk darstellt. Gerade die langfristige Werthaltigkeit macht Gold auch für viele private und professionelle Anlegerinnen und Anleger interessant. Das gilt auch für uns als Basler Kantonalbank: Entsprechend haben wir Gold bereits seit vielen Jahren in der strategischen – also langfristigen – Asset Allocation unserer Vermögensverwaltungsmandate verankert.

Abb. 11: Entwicklung von Goldpreis und Aktienkursen im Vergleich

Quellen: BKB, Bloomberg. Monatliche Daten 12/1999–03/2025

Heute ist das Bedürfnis nach Sicherheit deutlich grösser als noch vor wenigen Jahren. Denn wir leben in einer Welt, die uns vor grosse Herausforderungen stellt. So hat der Krieg in der Ukraine neue geopolitische und geostrategische Unwägbarkeiten heraufbeschworen. Gleichzeitig fordert der Aufstieg Chinas zur ökonomischen und militärischen Weltmacht das Selbstverständnis der USA heraus. Zudem haben die Inflationserfahrungen der vergangenen Jahre in vielen westlichen Staaten das Vertrauen in die lange Zeit herrschende Preisniveaustabilität zumindest geschwächt. Sie waren ein wichtiger Faktor für den Ausgang der jüngsten US-Präsidentschaftswahlen. Des Weiteren schürt die neue US-Administration Zweifel an der Verlässlichkeit jahrzehntelanger Partnerschaften, sowohl im wirtschaftlichen als auch im militärischen Bereich. Es kommt deshalb nicht von ungefähr, dass das Bedürfnis nach einem sicheren Hafen Investitionen in Gold zuletzt wieder verstärkt in den Fokus gerückt und der Goldpreis neue Rekordniveaus erreicht hat.

Dabei ist die Preisentwicklung des gelben Edelmetalls alles andere als eine (aufwärts gerichtete) Einbahnstrasse: Es gab in den vergangenen Jahrzehnten einige Phasen, in denen der Goldpreis stärker korrigierte oder sich über etliche Jahre seitwärts bewegte, während beispielsweise Aktienanlagen substanziell an Wert zulegten (siehe Abb. 11). Über die vergangenen sechs Jahre vermochte Gold jedoch mit den Renditen von Aktieninvestments Schritt zu halten.

Langfristig in Gold investieren – drei mögliche Kaufargumente

Trotz des jüngsten starken Anstiegs der Notierungen raten wir Anlegerinnen und Anlegern weiterhin dazu, Gold aus strategischen Gründen in ihren Portfolios zu berücksichtigen. Dabei sind es unter anderem drei Gründe, die aus unserer Sicht ein langfristiges Engagement in Gold – trotz teils starker Preisschwankungen – rechtfertigen:

1. Inflationsschutz
2. steigende Staatsverschuldungen
3. geopolitische Unsicherheiten

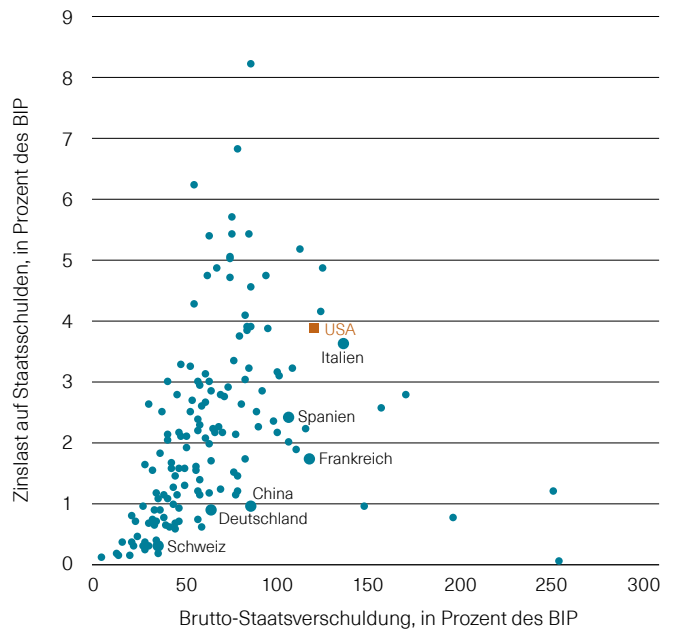
Kaufargument 1: Inflationsschutz

Ähnlich wie Aktien und Immobilien gilt Gold als eine Anlageform, die einen realen Vermögenserhalt verspricht. Auch wir gehen davon aus, dass das gelbe Edelmetall diesem Anspruch langfristig gerecht wird. Kurz- und mittelfristig können die Entwicklungen des Goldpreises und der Teuerungsraten jedoch deutlich voneinander abweichen. Mit den Inflationserfahrungen der vergangenen Jahre – also der Lieferkettenproblematik in der Corona-Krise und dem starken Anstieg der Energiepreise im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine – ist Gold wieder in den Fokus gerückt. Die Zollpolitik der Trump-Administration führt zudem dazu, dass die Inflation zumindest in den USA zurückkehren könnte. Entsprechend bleibt die Inflationsthematik für künftige Investitionsentscheide relevant.

Kaufargument 2: steigende Staatsverschuldungen

Während in Europa die Staatsverschuldung in den vergangenen Jahren gemessen an der Schuldenquote (Schuldenstand im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt) gesunken ist, nahm diese in den USA und in China langsam, aber stetig zu. Heute liegt die Schuldenquote der Vereinigten Staaten deutlich über dem Niveau der EU und der Eurozone, von der Schweiz ganz zu schweigen. Die Verschuldungsquote der chinesischen Volksrepublik hat zwischenzeitlich das Niveau vieler europäischer Länder erreicht. Momentan gibt es keine Anzeichen dafür, dass sich diese Entwicklung umkehren wird. Für die USA werden anhaltend hohe Defizitquoten für die kommenden Jahre vorhergesagt. Die unter der Trump-Administration beschlossenen Sparmassnahmen dürften die weiter steigenden US-Staatsschulden nicht stoppen. Zwar stellt die heutige Schuldenquote der Vereinigten Staaten noch keinen Grund zu erhöhter Sorge dar (je nach Abgrenzung liegt diese bei über 100 % bzw. 120 % des BIP), jedoch rückt sie aufgrund der projizierten Entwicklung zunehmend in den Fokus von Anlegerinnen und Anlegern. Auch weil die Zinslast aufgrund der vergleichsweise hohen US-Renditen weiter steigen dürfte und bereits heute mit über 3 % ein im Vergleich zu vielen anderen Ländern hohes Niveau erreicht hat (siehe Abb. 12).

Abb. 12: Schuldenquote und Zinslast der USA sind im Ländervergleich recht hoch



Quellen: BKB, IWF. Daten für das Jahr 2023



Gold: Die sogenannte Super Pit im australischen Kalgoorlie ist ein im Tagebau betriebenes Goldbergwerk. Die offene Mine (Länge: 3.5 Kilometer; Breite: 1.5 Kilometer; Tiefe: über 600 Meter) ist die flächenmässig grösste Goldmine Australiens.

Kaufargument 3: geopolitische Unsicherheiten

Geopolitisch und geostrategisch ist mit der Wahl von Donald J. Trump zum 47. US-Präsidenten vieles in Bewegung geraten, das lange Zeit als unverrückbar galt. Die Bestrebungen der Brics-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika) sowie weiterer Länder des globalen Südens, unabhängiger vom US-Dollar als dominantem globalem Zahlungsmittel zu werden, erhalten neue Nahrung. Und das von einer unerwarteten Seite: Denn mit der zumindest medialen Infragestellung des Nato-Bündnisses und der Gefährdung der wirtschaftlichen Partnerschaften mit den westlichen Demokratien durch die Zoll- und Handelspolitik werden auch in Europa die Abhängigkeiten von den USA zunehmend kritischer beurteilt. Das gilt nicht nur in Bezug auf die militärischen Abhängigkeiten, sondern auch auf die Funktion des US-Dollar als Weltleitwährung und seine Funktion als zentrale Devisenreserve. Entsprechend ist damit zu rechnen, dass Anlegerinnen und Anleger aus den Industrienationen

ihre Portfolios währungstechnisch breiter diversifizieren wollen und Gold vermehrt als strategisches Investment beimischen.

Gold als strategisches Investment

Die Inflationserfahrungen der vergangenen Jahre, steigende globale Staatsschuldenquoten und geopolitische Risiken bestärken auch uns in der Ansicht, dass Gold nach wie vor eine sinnvolle Beimischung in jedem Portfolio darstellt. Zusätzlich eignet es sich als sinnvoller Diversifikator in einem Portfolio. Die tiefen Schweizer Leitzinsen und das unattraktive Niveau der nominalen Renditen in der Schweiz führen zudem dazu, dass Schweizer Investorinnen und Investoren bei einem Goldinvestment nur geringe Opportunitätskosten in Kauf nehmen müssen. Die Renditeeinbussen beim Verzicht auf «sichere» Obligationenanlagen sind verhältnismässig gering. Wir haben entsprechend in unseren Vermögensverwaltungsmandaten eine strategische Quote von 5 % festgelegt.

Das Bedürfnis nach einem sicheren Hafen hat Investitionen in Gold zuletzt wieder verstärkt in den Fokus gerückt und der Goldpreis hat neue Rekordniveaus erreicht.

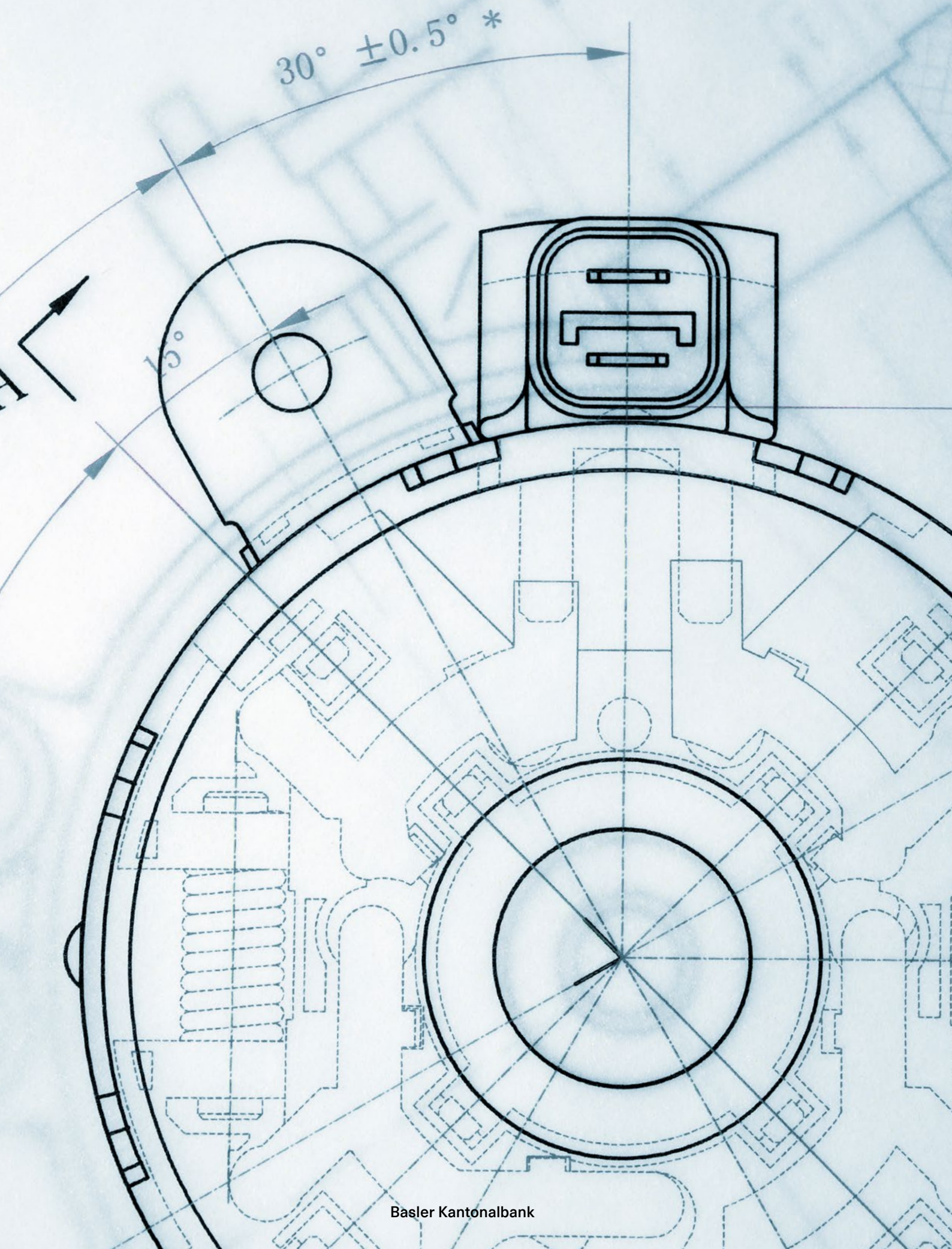


Nachhaltig in Gold investieren

Der Fonds BKB Physical Gold Fairtrade Max Havelaar (CH118505048) ist der erste und bislang einzige Anlagefonds, der in Fairtrade-zertifiziertes Gold investiert. Das Gold für den Fonds stammt aus Fairtrade-zertifizierten Minenorganisationen, darunter etwa von der peruanischen Minenorganisation Limata im Südosten Perus. Sämtliches Gold mit dem Fairtrade-Label lässt sich zurückverfolgen. Die Minenbetreiber werden durch die unabhängige Zertifizierungsstelle FloCERT in regelmässigen Prüfungen kontrolliert.



Goldmünzen aus aller Welt (v.l.n.r.): Gold Maple Leaf (Kanada), American Eagle (USA), American Gold Buffalo (USA), Britannia (Grossbritannien), Gold China Panda (China), Vreneli (Schweiz), Krugerrand (Südafrika), Wiener Philharmoniker (Österreich), Australian Kangaroo (Australien)



Portfoliokonstruktion – Diversifikation als entscheidender Erfolgsfaktor

Über viele Jahre hinweg liessen sich mit konventionellen, einfach konstruierten Portfolios aus Aktien und Obligationen überzeugende Anlageergebnisse erzielen. Aktien und Obligationen galten lange Zeit als nahezu «unschlagbares Duo». Beide Anlageklassen lieferten ansprechende Renditen – sowohl absolut (nominal) als auch real, also im Vergleich zur globalen Inflationsentwicklung. Zudem waren sie nur gering miteinander korreliert und ergänzten sich dadurch hervorragend. Doch dieser Zusammenhang gilt nicht für alle Marktphasen. Was Anlegerinnen und Anleger beim Thema Portfoliokonstruktion berücksichtigen sollten.

Seit 2020 hat sich das Bild für Anlegerinnen und Anleger bezüglich der Korrelation zwischen Aktien und Obligationen deutlich gewandelt. Während Aktien ihren Aufwärtstrend fortsetzten, stieg nun auch das globale Zinsniveau von den Tiefständen der Vorjahre an. Darunter litt die Performance von Obligationenanlagen spürbar. Gleichzeitig nahm die Korrelation zwischen Aktien und Obligationen stark zu: Von nahezu null (kaum korreliert) kletterte sie auf rund 0.7 (stark korreliert). Die jahrelang bewährte Kombination der Anlageklassen Aktien und Obligationen verlor dadurch an Diversifikationskraft. Und auch für Anlagen in der Referenzwährung Schweizer Franken ist das Zinsniveau nach langen Jahren mit Negativzinsen wieder positiv, aber noch immer tief und wenig attraktiv.

Portfoliokonstruktion:

Zusätzliche Diversifikationsquellen sind sinnvoll

Aktien zählen zu den renditetreibenden Anlagekategorien. Obligationen, speziell Staatsanleihen, sind dagegen grundsätzlich eine zu Aktien komplementäre Anlageklasse, die stabilisierend auf ein Portfolio wirken kann. Aktien sind eine Anlageklasse mit einer hohen Risikoprämie. Das bedeutet, dass in Phasen geringer Risikoaversion unter den Marktteilnehmern gute Renditen erzielt werden können, was sich in der Regel in tiefer Marktvolatilität widerspiegelt. Diese kann jedoch schlagartig steigen, sobald sich Risiken abzeichnen – etwa geopolitische Spannungen oder konjunkturelle Abschwächungen. In solchen Phasen sucht die Investorengemeinschaft sogenannte sichere Häfen, Staatsanleihen zählen typischerweise dazu.

In Zeiten konjunktureller Abschwächungen sinken sowohl die Wachstums- als auch häufig die Inflationserwartungen. Darauf reagieren die Zentralbanken oft mit Zinssenkungen, was wiederum das Zinsniveau von Staatsanleihen beeinflusst. Die Wertentwicklung von Anleihen ist invers zur Zinsentwicklung. Entsprechend steigen die Anleihekurse. Gleichzeitig werden auch die Wachstumsaussichten von Aktien neu beurteilt, was zu tieferen Aktienbewertungen führen kann.

Diese hohe Komplementarität von Aktien und Staatsanleihen ist aber nicht dauerhaft gegeben. Es gibt Marktphasen, in denen beide Anlageklassen gleich gerichtet laufen. Die Korrelation schwankt langfristig zwischen -0.8 und $+0.8$. Diese Schwankungen beeinflussen massgeblich das Risiko von Verlusten eines Portfolios bestehend ausschliesslich aus Aktien und Obligationen. Das Jahr 2022 verdeutlicht exemplarisch, dass ein Portfolio, das ausschliesslich aus diesen beiden Anlageklassen besteht, nicht in jedem Fall ausreichend ausbalanciert ist. Das Jahr 2022 war geprägt von geopolitischen Krisen (Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine), stark steigenden Energiepreisen, einem stark zunehmenden Inflationsdruck und zugleich einer sinkenden Konjunkturendynamik. Ein Umfeld, in dem Aktien- und Obliga-

tionenanlagen deutliche Wertverluste hinnehmen mussten. Vor diesem Hintergrund erscheint es sinnvoll, zusätzliche Diversifikationsquellen in einem Portfolio zu berücksichtigen.

Umgang mit Wahrscheinlichkeiten als Erfolgsfaktor

Beim Investieren agiert der Anlegende unter Unsicherheit. Und zwar umso mehr, je höher der angestrebte Renditebedarf ist. Der Zusammenhang von mehr Rendite durch mehr Risiko – und umgekehrt – lässt sich für viele Anlageklassen langfristig beobachten, gilt jedoch nicht ausnahmslos. Ausserdem kann die Abhängigkeit von Rendite und Risiko durch eine geschickte Portfoliokonstruktion bis zu einem gewissen Grad reduziert werden.

Die für den Erfolg einer Anlagestrategie massgebenden Parameter sind neben dem Renditepotenzial auch das Verlustrisiko – also das Risiko, die angestrebten Anlageziele zu verfehlen. In der Wunschvorstellung sollen die Ziele ohne jegliches Risiko von Abweichungen erreicht werden. Dies ist in der Realität bekanntermassen nicht möglich. Deshalb ist es empfehlenswert, beim Investieren ein guter «Risk Manager» zu sein. Was das konkret bedeutet, lässt sich anhand eines stark vereinfachten Beispiels veranschaulichen (siehe Box, Seite 37).



Wahrscheinlichkeiten als Erfolgsfaktor: Die statistischen Verlustwahrscheinlichkeiten liefern Anlegerinnen und Anlegern wertvolle Hinweise in Bezug auf die Portfoliozusammensetzung.



Gleiche Renditeerwartungen, aber unterschiedliche Verlustwahrscheinlichkeiten

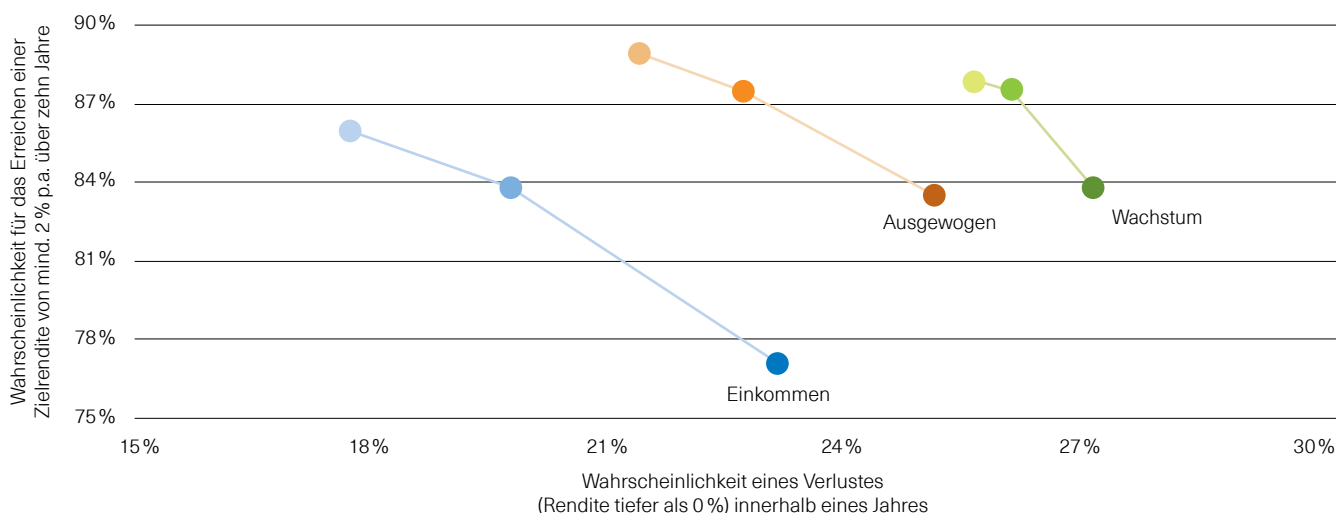
Drei Investitionsoptionen mit identischer Renditeerwartung:

Portfolio	max. Verlust	max. Gewinn	Volatilität	Verlustwahrscheinlichkeit über ein Jahr
A – geringe Risikokontrolle	-15 %	20 %	5.8 %	33 %
B – moderate Risikokontrolle	-5 %	10 %	2.5 %	16 %
C – gute Risikokontrolle	-2 %	7 %	1.5 %	5 %

Der Erwartungswert für die Rendite ist bei allen drei Portfolios +2.5 %. Die Rendite ist jedoch nicht garantiert und die Verlustrisiken sind unterschiedlich hoch. Basierend auf den obigen Parametern und unter der Annahme einer Normalverteilung der Renditen lassen sich statistische Verlustwahrscheinlichkeiten ableiten. Für das Portfolio A liegt die Wahrscheinlichkeit eines negativen Anlageergebnisses innerhalb eines Jahres bei 33 % (das

entspricht etwa sechs von 20 Jahren). Beim Portfolio B ist das Verlustrisiko mit 16 % (drei von 20 Jahren) nur rund halb so hoch und für Portfolio C ist das Verlustrisiko nochmals deutlich geringer: nur etwa 5 % – also in einem von 20 Jahren. Unter der Berücksichtigung der statistischen Verlustwahrscheinlichkeit ist für Anlegerinnen und Anleger das Portfolio C somit die empfehlenswerteste Variante.

Abb. 13: Erfolgs- und Verlustwahrscheinlichkeiten



	Einkommen	Ausgewogen	Wachstum
Nur Aktien und Obligationen	● 75 % Obl. / 25 % Akt.	● 50 % Obl. / 50 % Akt.	● 25 % Obl. / 75 % Akt.
20 % nicht traditionelle Anlagen	● 60 % Obl. / 20 % Akt. / 20 % Alt.	● 35 % Obl. / 45 % Akt. / 20 % Alt.	● 10 % Obl. / 70 % Akt. / 20 % Alt.
über 20 % nicht traditionelle Anlagen	● 50 % Obl. / 15 % Akt. / 35 % Alt.	● 25 % Obl. / 40 % Akt. / 35 % Alt.	● 10 % Obl. / 65 % Akt. / 25 % Alt.

Quellen: BKB, Bloomberg, Morningstar Direct

Erläuterungen: Basierend auf historischen Daten der vergangenen 20 Jahre zeigt die Abbildung für Anlagestrategien in den Risikoprofilen Einkommen, Ausgewogen und Wachstum die Wahrscheinlichkeit kurzfristiger Verluste (Verlustrisiko) auf der horizontalen Achse und auf der vertikalen Achse die Erfolgswahrscheinlichkeit für das Erreichen eines definierten Renditeziels (im vorliegenden Fall 2 % p.a. über zehn Jahre).

Interpretationshilfe am Beispiel «Einkommen»: Es ist damit zu rechnen, dass in knapp einem von vier Jahren eine negative Rendite resultiert. Dieses Risiko lässt sich durch eine verbesserte Portfoliokonstruktion deutlich auf weniger als eins von fünf Jahren reduzieren. Zugleich steigt auch die Wahrscheinlichkeit der Erfüllung der langfristigen Anlageziele signifikant.

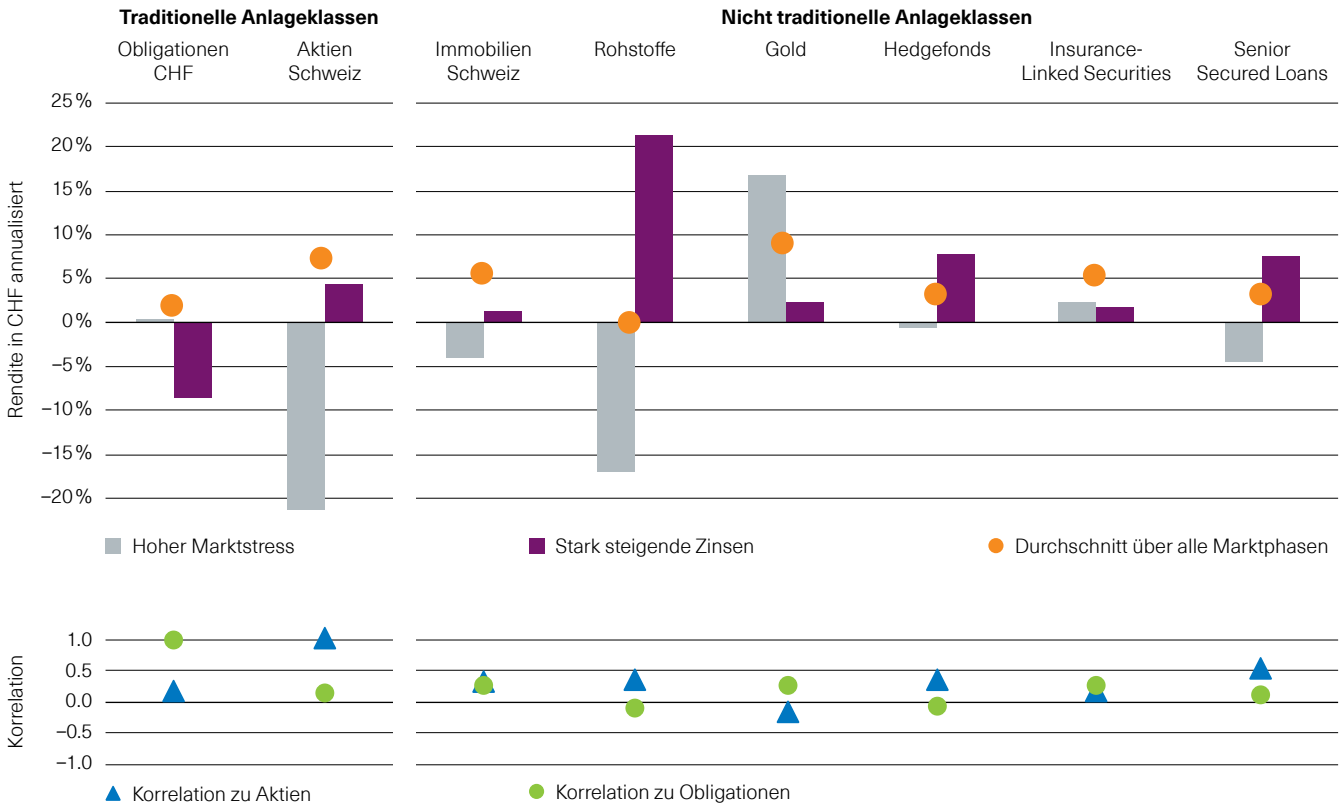
Extremrisiken nicht unterschätzen

Das Beispiel in der Box veranschaulicht den Nutzen einer ausgewogenen, risikokontrollierten, gut austarierten Vermögensallokation. Zudem basiert die Beispielrechnung auf der Normalverteilung. In der Realität ist die Wahrscheinlichkeit von extrem negativen Ereignissen aber höher, als sie unter der Prämisse der Normalverteilung wäre. Das ist insbesondere von Bedeutung, weil eine Abfolge von minus 50 % in einer Periode und plus 50 % in der nächsten bei einem Anfangsinvestment von 100 lediglich 75 ergibt. Die Schlussfolgerung: Extrem negative Ereignisse – sogenannte Tail-Risiken – können das Anlageergebnis massiv beeinträchtigen. In besonders ungünstigen Fällen kann ein einmaliger starker Verlust die Erreichung langfristiger

Anlageziele dauerhaft gefährden. Während man solche Extremrisiken in gewissen Lebenssituationen nicht beeinflussen kann, bieten sich beim Investieren sehr wohl Möglichkeiten, diese durch gezielte Diversifikation und sorgfältiges Risikomanagement deutlich zu begrenzen.

Anlageklassen harmonisieren in einem Portfolio wie die Teammitglieder einer Sportmannschaft

Die Anlageklassen sind unterschiedlichen Risikofaktoren ausgesetzt, die sich nicht gleichzeitig manifestieren müssen. Dasselbe gilt für das Aufwärtspotenzial. Jeder Anlageklasse liegen andere Werttreiber zugrunde. Im unrealistischen Fall einer perfekten Vorhersagefähigkeit wäre eine Diversifikation eines Portfolios über mehrere

Abb. 14: Performance von Anlageklassen in zwei unterschiedlichen Marktphasen


Quellen: BKB, Bloomberg, Morningstar Direct

Erläuterungen: Die Abbildung zeigt basierend auf den Daten der vergangenen 20 Jahre die durchschnittliche annualisierte Performance der Anlageklassen in zwei extremen Marktphasen und das annualisierte Mittel ungeachtet der Marktphasen.

Die historischen monatlichen Renditen der aufgeführten Anlageklassen wurden unterschiedlichen Marktphasen zugewiesen. Die 20 % stärksten

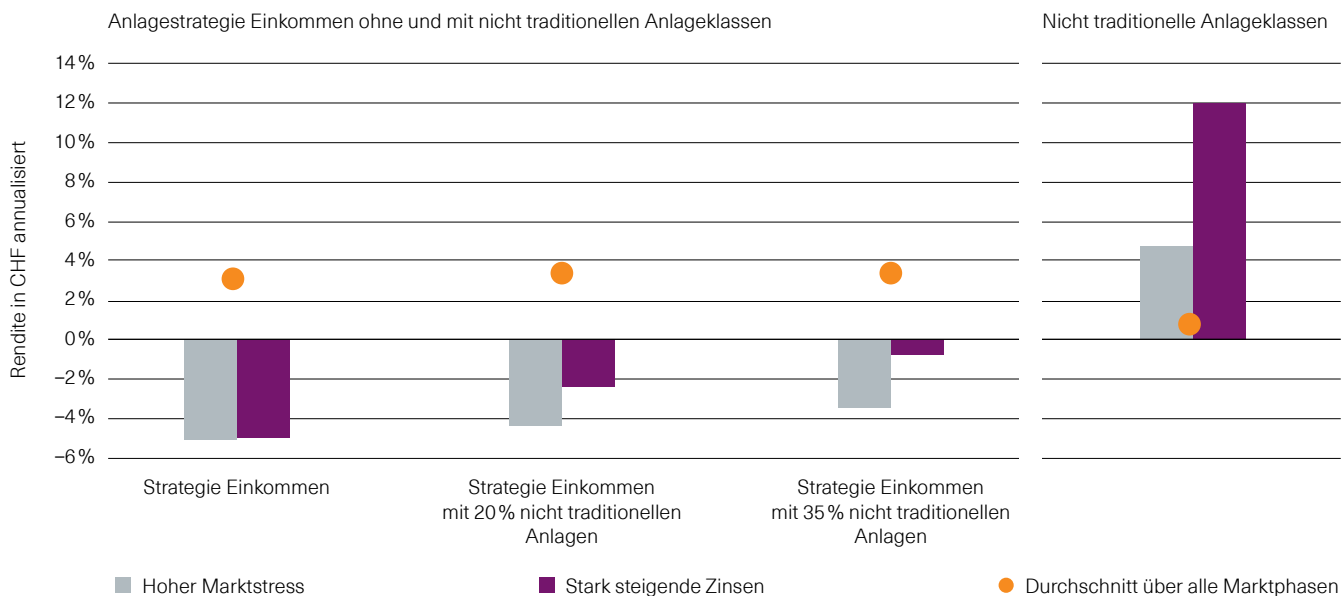
positiven und negativen Beobachtungen bildeten die Extremwerte und die 60 % dazwischen liegenden Beobachtungen wurden als normale Marktphasen eingestuft. Der Grad des Marktstress wurde vom Chicago Board Options Exchange Volatility Index abgeleitet. Dabei sind die Niveaus der impliziten Marktvolatilität von über 25 % als Phasen mit hohem Marktstress eingestuft. Die Veränderung des Zinsniveaus wurde anhand der Verfallrendite des Bloomberg Barclays Global Aggregate Government Index ermittelt.

Anlageklassen nicht notwendig. Man würde sich einfach diejenige Anlageklasse aussuchen, die das grösste Renditepotenzial bietet. Da jedoch niemand eine Glaskugel besitzt, empfiehlt es sich, insbesondere das Verlustrisiko durch geschickte Portfoliokonstruktion und gute Diversifikation im Zaum zu halten und zugleich das Renditepotenzial zu konservieren. Nicht traditionelle Anlageklassen spielen dabei eine wichtige Rolle (siehe Abb. 13).

Portfoliorisiken im Griff zu haben, zahlt sich aus

Werfen wir einen Blick auf die zwei bedeutenden Risikofaktoren: «stark steigendes Zinsniveau» und «Finanzmarktstress». Aktien und Obligationen weisen eine hohe Sensitivität gegenüber diesen beiden Faktoren auf. Langfristige

Daten zeigen, dass stark steigende Zinsen im Durchschnitt nicht nur mit deutlichen Verlusten bei einer Obligationen-anlage einhergegangen sind. Auch eine Aktienanlage schnitt in solchen Marktphasen unterdurchschnittlich ab. Stark steigende Zinsen gehen oft mit steigenden Inflationserwartungen einher, was zu Leitzinserhöhungen der Zentralbanken führen kann, konjunkturdämpfende Wirkungen entfaltet und die Gewinnerwartungen von Unternehmen belastet. In Zeiten von Finanzmarktstress ist hervorzuheben, dass die Wertentwicklung von Staatsanleihen nicht in jedem Fall den sinkenden Aktienmärkten entgegenwirkt. Wenn eine derartige Marktphase mit deutlich zunehmendem Inflationsdruck einhergeht (wie beispielsweise 2022), geraten auch Staatsanleihen unter Druck (siehe Abb. 14, linke Seite).

Abb. 15: Performance der Anlagestrategie Einkommen in zwei unterschiedlichen Marktphasen

Quellen: BKB, Bloomberg, Morningstar Direct. Erläuterungen siehe Abb. 14

Nicht traditionelle Anlageklassen haben Renditequellen, die sich von Aktien und Obligationen unterscheiden. Sie sind zudem anderen Risikofaktoren ausgesetzt. Dies spiegelt sich in tiefen bzw. sogar negativen Korrelationen. Rohstoffe konnten in der Vergangenheit besonders in Zeiten von stark steigenden Zinsen bei zugleich stark steigenden Inflationserwartungen deutlich an Wert gewinnen. Sie verloren dagegen in Zeiten von erhöhtem Marktstress deutlich an Wert, ein Marktumfeld in dem besonders der «sichere Hafen» Gold zu profitieren vermochte. Die übrigen aufgeführten nicht traditionellen Anlageklassen weisen eine geringe bis negative (d.h. vorteilhafte) Risikosensitivität gegenüber den beiden Risikofaktoren auf (siehe Abb. 14, rechte Seite).

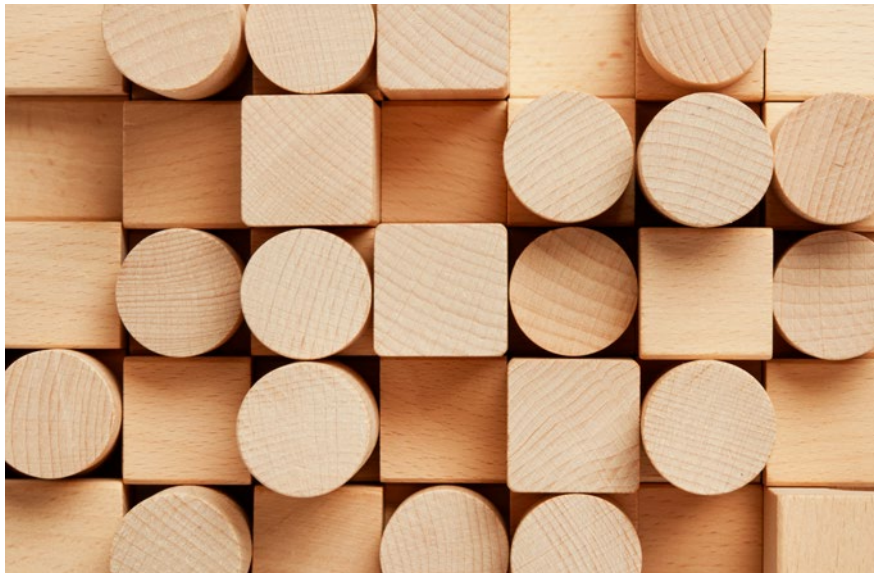
Konsequenzen für die Anlagestrategie

Daraus ergeben sich die folgenden Schlussfolgerungen für eine Anlagestrategie:

1. Mit zunehmendem Anteil nicht traditioneller Anlageklassen sinkt das Risiko eines negativen Einflusses einzelner Risikofaktoren auf den Anlageerfolg eines Portfolios. Zugleich bleibt die durchschnittlich erzielte Rendite auf vergleichbarem Niveau. Das rührt daher, dass nicht traditionelle Anlageklassen anderen Risikofaktoren ausgesetzt sind und in den für Aktien und Obligationen kritischen Marktphasen historisch im Durchschnitt vorteilhafter abschnitten (siehe Abb. 15).
2. Die geringere Exposition zu einzelnen Risikofaktoren aufgrund besserer Diversifikation senkt das Risiko für das Gesamtportfolio. Dies führt, wie in der Box anhand eines fiktiven Beispiels dargestellt, auch in einem realen Portfolio zu einer geringeren Verlustwahrscheinlichkeit und zugleich zu einer höheren Erfolgswahrscheinlichkeit für die Erreichung der Anlageziele (siehe Abb. 13).

Portfoliokonstruktion bei der BKB

Auch in unseren Delegationslösungen legen wir grossen Wert auf eine gute Portfoliodiversifikation. So setzen wir in den Vermögensverwaltungsmandaten für Privatkunden bis zu 20 % nicht traditionelle Anlagen ein (Immobilien Schweiz, Rohstoffe, Edelmetalle und tägliche liquide, gut regulierte Hedgefonds). Im Rahmen von massgeschneiderten Mandatslösungen sind auch individuell abgestimmte Quoten möglich, wobei auch die Auswahl der eingesetzten nicht traditionellen Anlagen variieren kann.



Diversifikation: Die geringere Exposition zu einzelnen Risikofaktoren aufgrund besserer Diversifikation senkt das Risiko für das Gesamtportfolio.



Finanzmarktausblick

Mit der Ankündigung hoher US-Importzölle schickte US-Präsident Donald J. Trump anfangs April 2025 die Börsen rund um den Globus auf Talfahrt. Die globalen Implikationen für Wirtschaft und Finanzmärkte sind weitreichend, unabhängig davon, was am Ende aus dieser Politik resultiert. So hat es die US-Administration innerhalb kürzester Zeit geschafft, sich als vertrauenswürdiger Partner zu diskreditieren. Die Konjunkturaussichten haben sich entsprechend eingetrübt und das Umfeld für die Finanzmärkte ist anspruchsvoller geworden. Die veränderte Lage verlangt von Anlegerinnen und Anlegern neben einer breiten Diversifikation der Anlagen auch den Mut, Opportunitäten zu ergreifen. Es gilt gerade in schwierigen Phasen, das mit den Anlagen verbundene mittel- und langfristige Ziel im Auge zu behalten.

Auch mehr als drei Wochen nach der Verkündung der drastischen US-Zölle hatten sich die möglichen Auswirkungen auf die Konjunktur der Vereinigten Staaten nur moderat in den verfügbaren Konsensprognosen niedergeschlagen. Der Median der Prognose lag noch bei 1.4 %. Dabei stellen die Zölle, unabhängig davon wie sie am Ende ausgestaltet werden, den Bruch einer jahrzehntelangen Entwicklung dar. Diese zielte möglichst auf einen Verzicht von Handelshemmnissen zur Stärkung der internationalen Arbeitsteilung und damit auf einen allgemeinen Wohlstandsgewinn der beteiligten Länder. Dass der Freihandel auch Verlierer beispielsweise als Folge eines einsetzenden Strukturwandels kennt, ist unbestritten. Mittel- und langfristig hatten jedoch speziell für die Industrienationen – und damit auch für die USA – die Vorteile überwogen.

Für die Weltwirtschaft bedeutet die Zollpolitik der USA eine erhöhte Unsicherheit.

Dass Arbeitsteilung insgesamt zu einem Anstieg an Produktivität und damit zu mehr Wohlstand führt, ist keine neue Erkenntnis. Bereits Adam Smith hat dies 1776 in seinem berühmten Werk «The Wealth of Nations» eindrücklich am Beispiel der Herstellung einer Stecknadel beschrieben. Arbeitsteilung ermöglichte die heute nicht mehr wegzudenkende Technologisierung der Produktionsprozesse und zunehmende nationale und internationale Spezialisierungen. Zudem ermöglichte sie den Unternehmen, arbeitsintensive Produktionsprozesse in Länder mit tieferen Arbeitskosten zu verlagern und stellte somit eine insgesamt kostengünstigere Produktion sicher. Ohne die positiven Folgen der Arbeitsteilung könnten sich viele Menschen einen Grossteil der heute hergestellten Güter nicht leisten, der materielle Wohlstand wäre ohne Zweifel deutlich geringer.

Der von der Trump-Administration eingeschlagene Weg zu mehr Protektionismus dürfte deshalb besonders für die US-Wirtschaft steinig werden. Die internationale Arbeitsteilung der Vereinigten Staaten mit dem Rest der Welt wird zurückgefahren, die Herstellungskosten in den USA dürften steigen und die Importzölle die Güterpreise vieler Waren auf einen Schlag erhöhen. Zweitundeneffekte infolge höherer Lohnforderungen oder ineffizienterer – sprich im internationalen Handel nicht wettbewerbsfähiger – Produktionsverfahren sind dabei noch nicht berücksichtigt. Die

Leidtragenden einer solchen Wirtschaftspolitik sind in erster Linie die Verbraucherinnen und Verbraucher. Importzölle wirken faktisch wie eine zusätzliche Konsumsteuer, die Preise steigen, die Nachfrage nach Gütern sinkt.

Neben dem privaten Verbrauch belastet eine solche Politik aber auch die Stimmung der Unternehmen und damit die Bereitschaft für Investitionen. Denn es ist alles andere als sicher, wie lange die Zölle Bestand haben werden und wie hoch diese am Ende ausfallen. Um eine deutlichere Verlagerung von Produktionsstätten in die USA zu initiieren, müssten die Zölle auf Dauer angelegt sein. Das Risiko für Unternehmen besteht nun darin, dass sie international nicht wettbewerbsfähige Strukturen aufbauen. Kommt ein neuer US-Präsident an die Macht und senkt die Zölle bzw. hebt diese gänzlich auf, dann drohen Investitionsruinen und hohe Abschreibungen.

US-Zölle: mögliche Konsequenzen für die US-Wirtschaft ...

Für die Weltwirtschaft bedeutet die Zollpolitik der USA ebenfalls eine erhöhte Unsicherheit. Denn noch ist völlig offen, wohin die Reise am Ende gehen wird. Die durch die erratische US-Handelspolitik ausgelösten Anpassungsprozesse werden Jahre dauern. Die Konsensprognose 2025 für die globale Konjunktur wurde entsprechend gesenkt. Sie liegt mit 2.6 % deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt, aber auch unter dem arithmetischen Mittel der vergangenen zehn Jahre. Nimmt man für den Rest des Jahres als Basisszenario den Median der Prognosen (auf Basis der Ende April 2025 verfügbaren Werte), so liegt die Konsensprognose bei der Wachstumsrate des realen BIP (YoY, in %)

- für China bei +4.5 % (Bandbreite: 3.1 % bis 5.0 %),
- für die USA bei +1.4 % (Bandbreite: 0.5 % bis 3.0 %),
- für die Eurozone bei +0.8 % (Bandbreite: 0.0 % bis 1.3 %)
- und für die Schweiz bei +1.1 % (Bandbreite: 0.6 % bis 1.8 %).

Wir erwarten für alle vier Länder bzw. Regionen, dass die Wachstumsraten sich im Jahr 2025 zwischen dem Median und dem unteren Ende der Bandbreiten einstellen werden. Für die USA ist auch eine Stagflation (Stagnation der Wirtschaft bei gleichzeitig hoher Inflation) oder gar eine Rezession nicht auszuschliessen.

... und die globalen Inflationszahlen

Nachdem sich die Inflationsraten im vergangenen Jahr deutlich abgeschwächt haben, bleiben sie in der Schweiz und in Europa weiter unter Druck. Während sich die Teuerung in der Schweiz an der unteren Bandbreite der Schweizerischen Nationalbank (die Bandbreite reicht von 0 % bis 2 %) bewegt, dürfte die Marke von 2 % in der Euro-

zone getestet werden. In den USA rechnen wir dagegen infolge der Zölle mit deutlich steigenden Preisen und einer Inflationsrate von über 4 %. Stand Ende April zeichnet sich dies in der Konsensprognose (Median) so noch nicht ab (siehe Abb. 16).

Aktien: langfristiger Anstieg jährlich rund 7 %

Wir haben während der an den Finanzmärkten turbulenten Tage Anfang April Opportunitäten genutzt und Aktien zugekauft. Grundlage für den Entscheid war unsere Überzeugung, dass die US-Administration den skizzierten und eingeschlagenen Weg so nicht durchhalten kann und Donald J. Trump mit dem Verweis auf sich abzeichnende Deals gesichtswahrend einen anderen Weg einschlagen wird. Wir gehen davon aus, dass das laufende Jahr auch weiterhin von einer erhöhten Volatilität geprägt sein wird. Mittel- und langfristig rechnen wir aber weiterhin mit einer durchschnittlichen Wertentwicklung bei Aktien. Als Orientierungsgrösse gilt der langfristige Anstieg der Aktienkurse von jährlich rund 7 %. Wichtig ist wie immer eine breite Diversifikation der Anlagen über Länder, Regionen und Sektoren. Dies erreicht man am einfachsten über aktive oder indexnahe Fondsinvestments.

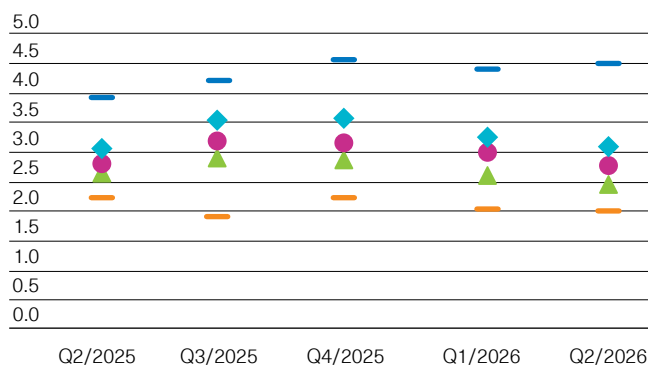
Obligationen: laufende CHF-Renditen wenig attraktiv

Infolge der Leitzinssenkungen wichtiger Notenbanken sind die Renditen der Obligationen von ihren Höchstständen der letzten zwei Jahre teils deutlich gesunken. Eine Ausnahme bilden hier – Stand Ende April 2025 – die Renditen in den USA. Die zehnjährigen Schweizer Staatsanleihen notierten dagegen Ende April nur noch nahe 0.3 %. Es ist durchaus möglich, dass die Schweizerische Nationalbank wieder auf das Instrument der Negativzinsen zurückgreifen wird. Für Anlegerinnen und Anleger mit Fokus auf Zinserträgen aus Schweizer Obligationen bedeutet das die Rückkehr des Anlagenotstands. Laufende Renditen sind wenig attraktiv. Höhere Renditen sind nur durch das Eingehen zusätzlicher Risiken, beispielsweise von Währungsrisiken, erzielbar.

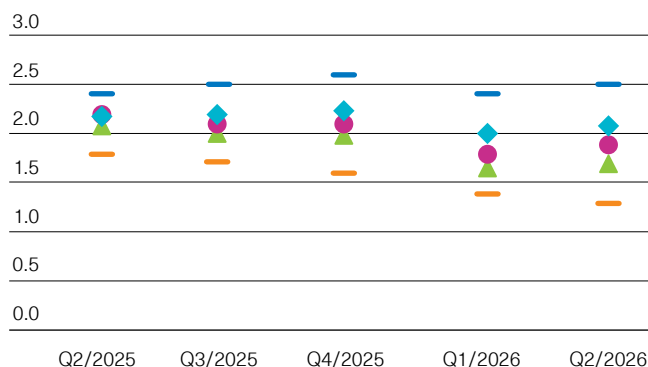
Wir empfehlen deshalb weiterhin eine breit diversifizierte Anlagestrategie und die Berücksichtigung unterschiedlicher Anlagekategorien. Neben Aktien und Obligationen gehören auch Schweizer Immobilienfonds, Gold, Rohstoffe und täglich liquide Hedgefonds in ein ausbalanciertes Portfolio. Insbesondere in Krisenphasen kann eine breite Diversifikation zu einer Abfederung von Verlusten führen, ohne dass die langfristigen Renditeeigenschaften deutlich geschmälert werden.

Abb. 16: Inflationsprognosen für die USA, die Eurozone und die Schweiz – deutliche Unterschiede

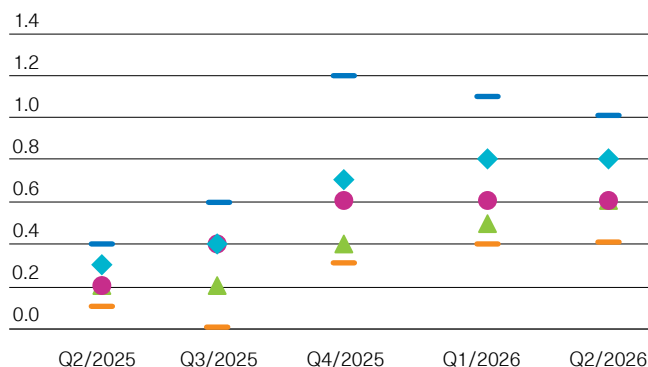
Inflation YoY USA in Prozent



Inflation YoY Eurozone in Prozent



Inflation YoY Schweiz in Prozent



■ Min. ▲ 25 %-Quantil ● Median ◆ 75 %-Quantil ■ Max.

Quellen: BKB, Bloomberg

Best-in-Class-Fonds und eigene Fondsprodukte – eine Auswahl



Gold als sinnvolle Diversifikation



BKB Physical Gold Fairtrade Max Havelaar
ISIN: CH1185050486

Geopolitische Unsicherheiten, eine unberechenbare US-Handelspolitik, steigende globale Staatsverschuldungen – all das spricht für eine Beimischung von Gold in den Portfolios. Wir haben in unseren Vermögensverwaltungsmandaten eine strategische Quote von 5 % gewählt.

Der Fonds BKB Physical Gold Fairtrade Max Havelaar (CH1185050486) ist nicht nur in einem nachhaltigen Portfolio eine sinnvolle Ergänzung.

Technischer Fortschritt und Digitalisierung



iShares Nasdaq 100 UCITS ETF
ISIN: IE00B53SZB19

Fidelity Global Technology Fund
ISIN: LU1560650563

Digitalisierung und Künstliche Intelligenz werden unseren Alltag auch in Zukunft verändern.

Mit einem ETF auf den Nasdaq-100 (IE00B53SZB19) oder dem aktiv verwalteten Fidelity Global Technology Fund (LU1560650563) haben Sie die Chance, an dieser Entwicklung zu partizipieren.

Nachhaltigkeit



BKB Sustainable – Equities Switzerland
ISIN: CH0496872323

Klimawandel, Umweltverschmutzung oder Artensterben sind neben den geostrategischen Unwägbarkeiten die zentralen Themen unserer Zeit. Wir sind überzeugt, dass nachhaltiges Investieren im Vergleich zu konventionellen Anlagen mittel- und langfristig ähnlich gute Anlageergebnisse liefert.

Unsere breit diversifizierten nachhaltigen Anlagelösungen und der Schweizer Aktienfonds BKB Sustainable – Equities Switzerland (CH0496872323) haben dies unter Beweis gestellt.

«In schwierigen Phasen gilt es, einen kühlen Kopf zu bewahren und im Rahmen der gewählten Anlagestrategie Opportunitäten zu nutzen.»

Dr. Sandro Merino, Chief Investment Officer



Disclaimer

Allgemein

Die BKB hat in Übereinstimmung mit den geltenden gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen (bzw. den Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse) interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und der Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. In diesem Rahmen trifft die BKB insbesondere die geeigneten Massnahmen, um die Unabhängigkeit und die Objektivität der Mitarbeitenden, die an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligt sind oder deren bestimmungsgemässe Aufgaben oder wirtschaftliche Interessen mit den Interessen der voraussichtlichen Empfängerinnen und Empfänger der Finanzanalyse in Konflikt treten können, sicherzustellen.

Verbot bestimmter Mitarbeitendengeschäfte

Die BKB stellt sicher, dass ihre Finanzanalystinnen und Finanzanalysten sowie die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligten Mitarbeitenden keine Geschäfte mit Finanzinstrumenten, auf die sich die Finanzanalysen beziehen, oder damit verbundenen Finanzinstrumenten tätigen, bevor die Empfängerinnen und Empfänger der Finanzanalysen oder Anlageempfehlungen ausreichend Gelegenheit zu einer Reaktion hatten.

Hinweis auf Bewertungsgrundlagen und -methoden – Sensitivität der Bewertungsparameter

Die Analysen des Investment Research der BKB im sekundären Research beruhen auf allgemein anerkannten qualitativen und quantitativen Bewertungsgrundlagen und Bewertungsmethoden. Zur Unternehmens- und Aktienbewertung werden Methoden wie Discounted-Cashflow-Analyse, KGV-Analyse sowie Peer-Group-Analyse angewandt. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstrumentes sind das Ergebnis einer Momentaufnahme und können sich jederzeit ändern. Die Einschätzung der zugrunde liegenden Parameter wird mit grösster Sorgfalt vorgenommen. Dennoch beschreibt das Ergebnis der Analyse immer nur eine aus einer Vielzahl möglicher zukünftiger Entwicklungen. Es ist die Entwicklung, der das Investment Research der BKB zum Zeitpunkt der Analyse die grösste Eintrittswahrscheinlichkeit beizumisst.

Hinweis auf Empfehlung

Die in den Empfehlungen des Investment Research der BKB enthaltenen Prognosen, Werturteile oder Kursziele stellen, soweit nicht anders angegeben, die Meinung der Verfasserin oder des Verfassers dar. Die verwendeten Kursdaten beziehen sich auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung, soweit nicht anders angegeben.

Hinweis auf Zuverlässigkeit von Informationen und Veröffentlichung

Diese Veröffentlichung ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe. Alle Angaben stammen aus öffentlich zugänglichen Quellen, welche die BKB für zuverlässig hält, ohne aber alle diese Informationen selbst verifiziert zu haben. Eine Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit wird insofern seitens der BKB sowie der mit ihr verbundenen Unternehmen nicht übernommen. Die Veröffentlichung dient lediglich einer allgemeinen Information und stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Erwerb oder zur Veräusserung von Finanzinstrumenten dar. Sie ersetzt keinesfalls die persönliche Beratung durch unsere Kundenberaterinnen und -berater vor einem allfälligen Anlage- oder anderen Entscheid. Haftungsansprüche aus der Nutzung der dargebotenen Informationen sind ausgeschlossen, insbesondere für Verluste einschliesslich Folgeschäden, die sich aus der Verwendung dieser Veröffentlichung beziehungsweise ihres Inhalts ergeben. Eine Vervielfältigung oder Verwendung von Grafiken und Texten in anderen elektronischen Medien ist ohne ausdrückliche Zustimmung der BKB nicht gestattet. Eine inhaltliche Verwertung ist nur mit Quellenangabe zulässig, wobei um vorherige Übersendung eines Belegexemplars gebeten wird.

MSCI ESG Research – Hinweis und Disclaimer

Zu den Emittenten, die in den Materialien von MSCI ESG Research LLC erwähnt werden oder darin enthalten sind, können MSCI Inc., Kundinnen und Kunden von MSCI oder Lieferantinnen und Lieferanten von MSCI gehören, und sie können auch Research oder andere Produkte oder Dienstleistungen von MSCI ESG Research erwerben. Die Materialien von MSCI ESG Research, einschliesslich der Materialien, die in MSCI-ESG-Indizes oder anderen Produkten verwendet werden, wurden weder bei der United States Securities and Exchange Commission noch bei einer anderen Aufsichtsbehörde eingereicht, noch von dieser genehmigt. MSCI ESG Research LLC, ihre verbundenen Unternehmen und Informationsanbieterinnen und -anbieter geben keine Garantien in Bezug auf solche ESG-Materialien. Die hierin enthaltenen ESG-Materialien werden unter Lizenz verwendet und dürfen ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI ESG Research LLC nicht weiterverwendet, verteilt oder verbreitet werden.

Aufsicht

Die Basler Kantonalbank unterliegt der Aufsicht durch die Eidg. Finanzmarktaufsicht (Finma), Laupenstrasse 27, 3003 Bern.

Basler Kantonalbank, Postfach, 4002 Basel
Telefon 061 266 33 33, welcome@bkb.ch, www.bkb.ch

Diese Angaben dienen ausschliesslich Werbezwecken. Die Basler Kantonalbank (BKB) übernimmt keine Gewähr für deren Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit. Sie stellen weder ein Angebot noch eine Empfehlung dar, noch sind sie als Aufforderung zur Offertstellung zu verstehen. Bevor Sie Entscheidungen treffen, sollten Sie eine professionelle Beratung in Anspruch nehmen. Die jederzeitige Änderung der Angebote bzw. Leistungen der BKB sowie die Anpassung von Preisen bleiben vorbehalten. Einzelne Produkte oder Dienstleistungen können rechtlichen Restriktionen unterworfen sein und sind daher unter Umständen nicht für alle Kundinnen und Kunden bzw. Interessentinnen und Interessenten verfügbar. Die Verwendung von Inhalten dieser Broschüre durch Dritte, insbesondere in eigenen Publikationen, ist ohne vorgängige schriftliche Zustimmung der BKB nicht gestattet.

600 9671 Redaktionsschluss: Mittwoch, 30. April 2025. Änderungen sind jederzeit möglich.
Bildauswahl: Glutz Kommunikation AG, Basel, und Marketing der Basler Kantonalbank. Gedruckt auf 100%-Recyclingpapier.

Unsere Welt ist fair.



Jetzt informieren



Investieren Sie mit gutem Gewissen
in unser Fairtrade-zertifiziertes Gold.
www.bkb.ch/fairtradegold



**Basler
Kantonalbank**