

## Mai 2025

### US-Handelspolitik hemmt das Wachstum

Die hohe Kadenz und die geringe Halbwertszeit von neuen Informationen bezüglich Massnahmen der US-Regierung verunsichern die Märkte. Und Unsicherheit ist Gift für die Wirtschaft, denn sie führt zu reduzierter Planbarkeit, was wiederum Unternehmen von Investitionen abhält. Viele Research-Häuser und Zentralbanken haben ihre Prognosen zum Wirtschaftswachstum und zur Inflation revidiert: Die Wachstumserwartung wurde nach unten angepasst und die Inflationsprognosen wurden tendenziell erhöht. Somit steigt die Gefahr für das Schreckensszenario eines jeden Notenbankers: Stagflation, was Stillstand des Wirtschaftswachstums bei gleichzeitiger Geldentwertung bedeutet. Auch die Wahrscheinlichkeit einer Rezession, beispielsweise in den USA, ist deutlich gestiegen. Im ersten Quartal 2025 fiel das US-Bruttoinlandsprodukt (BIP) mit  $-0,3\%$  gar negativ aus. Der Grund für das negative Wachstum sind die sehr stark gestiegenen Importe. US-Unternehmen haben aufgrund der drohenden, potenziell noch höheren Zölle ihre Importe vorgezogen und damit das BIP des 1. Quartals 2025 schwächer ausfallen lassen. Die Gesundheit der US-Wirtschaft dürfte demnach deutlich besser sein, als es die Wachstumswahlen auf den ersten Blick suggerieren mögen. Weiter sollte berücksichtigt werden, dass es sich aktuell nicht um einen plötzlichen, exogenen Schock handelt, wie es in der Vergangenheit beispielsweise der Ausbruch der Covid-Pandemie oder die Finanzkrise waren. Wie bereits angedeutet, darf ein grosser Teil der Marktunsicherheit dem politischen Willen der US-Regierung zugeschrieben werden. Im Umkehrschluss heisst dies, dass die Entscheidungsträger rund um US-Präsident Donald Trump bei erfolgreichen Verhandlungen wieder für bessere Planbarkeit sorgen könnten. Betroffene Handelspartner, wie die Eurozone oder auch die Schweiz, reagierten bisher mehrheitlich zurückhaltend, vermieden eine Eskalation des Zollstreits und fokussieren sich auf diplomatische Mittel. Demgegenüber ist der Handelskonflikt zwischen den USA und China deutlich angespannter.

### Obligationen leiden unter der Unsicherheit

Nachdem bereits volatilen März war auch der April von Unsicherheit geprägt und brachte sogar bei den langfristigen Zinsen eine hohe Volatilität mit sich, was als weiterer Hinweis auf eine Ausnahmesituation interpretiert werden darf. Mindestens für den 90-tägigen Zollaufschub rechnen wir damit, dass ein gewisser Abwärtsdruck auf den langfristigen Zinsen lasten wird. Der weitere Verlauf wird stark davon abhängig sein, wie die Ergebnisse der Verhandlungen zwischen den USA und ihren wirtschaftlichen Pendanten aussehen und wie sie sich auf die globale Konjunktur auswirken werden. Infolge der tiefen Renditen bleiben wir untergewichtet. Innerhalb der Obligationen finden wir die höhere Realrenditen bei Schwellenländeranleihen attraktiv. Zusätzlich halten wir in unseren Portfolios weiterhin Wandelanleihen, die mit ihren asymmetrischen Eigenschaften und dem bedingten Kapitalschutz durch den Bond Floor eine wertvolle Absicherung bieten und zur Diversifikation beitragen.

### Bei Aktien ist eine defensive Ausrichtung angebracht

Aufgrund des wirtschaftspolitischen Umfelds wurden die Aktienmärkte ordentlich durchgeschüttelt – es ging im letzten Monat mal deutlich runter und mal schnell wieder hoch – und noch ist unklar, wann die Schwankungen wieder abnehmen werden. Wie oftmals in solchen Phasen schlugen sich defensivere Werte deutlich besser als zyklische. Seit Jahresbeginn performten beispielsweise die defensiven Märkte der Schweiz und Grossbritanniens positiv. Aber auch die eher zyklische Eurozone entwickelte sich bisher erfreulich, was unter anderem auf die Aufhebung der Schuldenobergrenze unter der neuen deutschen Regierung und das damit verbundene 500-Milliarden-Euro-Infrastrukturprogramm zurückzuführen ist. US-Aktien befinden sich dagegen deutlich im Minus – sie waren zu Jahresbeginn hoch bewertet und leiden vorerst auch am meisten unter den neuen Zollpolitik. Die Unsicherheit bleibt bestehen. Somit dürfte auch die Marktvolatilität hoch bleiben und die Unternehmensmargen belasten. Aus diesen Gründen bleiben wir vorsichtig und halten ein moderates Untergewicht in dieser Anlageklasse. Innerhalb der Aktienquote bevorzugen wir binnenmarktorientierte Small Caps, die weniger stark von der Zollpolitik betroffen sein dürften und weiterhin günstig bewertet sind.

### Im volatilen Umfeld sind alternative Anlagen bedeutend

Obwohl die Agios der Immobilienfonds inzwischen angestiegen sind, bieten sie im Vergleich zu Obligationen attraktive Renditen. Die Finanzierungsbedingungen sind ebenfalls wieder etwas günstiger geworden und die Nachfrage nach Wohnimmobilien ist ungebrochen. Wir sehen noch ein moderates Aufwärtspotenzial. Im Sog der Marktturbulenzen hat die Feinunze Gold im April einen neuen Allzeithöchstwert von USD 3'425 erreicht. Einerseits wurde das Edelmetall von Anlegern aufgrund seiner Schutzfunktion gesucht und andererseits transferierten Marktteilnehmer vermehrt USD-Bestände in Gold. Dies führte insgesamt zu einer Abwertung des USD und einer höheren USD-Notierung von Gold. Wir rechnen mit einem anhaltenden, aber begrenzten Aufwärtstrend. Als weitere Möglichkeit zur Ertragsdiversifikation investieren wir in hybride Anleihen. Im Vergleich zu normalen Anleihen bieten sie ein ansprechendes Risiko-Ertrags-Verhältnis.

# GLKB-Marktprognose

Der Anlageausschuss hat am 02. Mai 2025 folgende Einschätzungen abgegeben:

## Zinsen

- Die inländische Inflation hat sich in der Schweiz auf tiefem Niveau stabilisiert. Die Zölle und der drohende Handelskrieg belasten jedoch das Wirtschaftswachstum und insbesondere der deutlich schwächere USD hat für importierten Deflationsdruck gesorgt. Weil die aktuelle US-Regierung potenzielle Interventionen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) am Devisenmarkt als Währungsmanipulation betrachten dürfte, steigt die Wahrscheinlichkeit für weitere Zinssenkungen. Deshalb gehen wir davon aus, dass die Schweizerische Nationalbank im Juni den Leitzins um weitere 25 BPS senken wird.
- Die US-Notenbank Fed sieht sich mit inflationsfördernden und wachstumshemmenden Zöllen konfrontiert. Gleichzeitig sprechen diverse Vorlaufindikatoren, wie beispielsweise der immer noch robuste Arbeitsmarkt, für eine weiterhin resistente Wirtschaft. Die Fed dürfte deshalb das Zinsniveau vorerst stabil halten und erst im 2. Halbjahr die Zinsen um insgesamt 50 BPS senken.
- Die Sistierung der US-Zölle gegenüber Europa und die damit obsolet werdenden Gegenzölle sorgten für eine Entspannung der Inflationserwartungen. Wir rechnen mit einer weiteren Zinssenkung von 0,25% durch die Europäische Zentralbank (EZB).

Leitzinsen	aktuell	Prognose 3Mt.	Prognose 12Mt.
SNB (Schweizerische Nationalbank)	0,25%	0,00%	-0,25%
EZB (Europäische Zentralbank)	2,25%	2,00%	2,00%
Fed (US-Notenbank)	4,25%–4,50%	4,25%–4,50%	3,75%–4,00%

- Nach dem starken Anstieg der Langfristzinsen im März haben sich die Zinsniveaus vor allem in der Schweiz wieder deutlich gesenkt. Damit ist auch die Entwicklung der langfristigen Zinsen grösseren Schwankungen ausgesetzt – was eher unüblich ist und eine unsichere Marktlage bestätigt. Diese Unsicherheit dürfte bis zum Abschluss der ersten Verhandlungen zwischen den USA und ihren wirtschaftlichen Pendanten anhalten und einen gewissen Abwärtsdruck auf die Renditen von Staatsanleihen ausüben.

Renditen-Staatsleihen	aktuell	Prognose 3Mt.	Prognose 12Mt.
10 Jahre CHF	0,41%	0,45%	0,45%
10 Jahre EUR	2,44%	2,40%	2,40%
10 Jahre USD	4,18%	4,10%	4,00%

## Aktien

- Die Aktienmärkte waren auch im April in erster Linie politisch getrieben und sehr volatil. Donald Trumps Zollankündigung am Liberation Day schockierte die Märkte und führte weltweit zu deutlichen Korrekturen. Die Gewährung diverser Ausnahmen und die vorübergehende Zollausschüttung lösten wiederum eine kurze Rallye aus, womit ein Teil der Verluste wieder wettgemacht wurde.
- Insgesamt dürfte die anhaltende politische Unsicherheit weiterhin für Schwankungen an den Aktienmärkten sorgen, wobei inzwischen die Wahrscheinlichkeit für positive Überraschungen gestiegen ist. Wir rechnen mit keiner Rezession, können eine solche jedoch auch nicht vollständig ausschliessen, weshalb wir defensiv positioniert bleiben.

Aktienmärkte	aktuell	Prognoseband 3Mt.	Prognoseband 12Mt.
Schweiz	12'117	–	+
Europäische Währungsunion	174	–	+
USA	5'569	–	+
Japan	36'045	–	+
Schwellenländer	1'113	–	+

## Devisen

- Der CHF wurde seiner Rolle als sicherer Hafen einmal mehr gerecht und wertete gegenüber allen drei unten aufgeführten Währungen auf. Eine besonders grosse Divergenz entwickelte sich gegenüber dem USD, der deutlich absackte. Dies ist eher untypisch, da der USD historisch in volatilen Marktphasen zur Erstarung tendierte. Die aktuelle Schwäche ist eine kurzfristige Folge der Unberechenbarkeit der US-Regierung in globalen Handelsfragen. Wir rechnen mit einer moderaten Erholung der US-Währung.
- Gegenüber dem EUR und dem GBP dürfte der CHF wieder in den längerfristigen Aufwertungskorridor zurückgekehrt sein. Entsprechend erwarten wir einen stark bleibenden bis leicht aufwertenden CHF.

Devisen	aktuell	Prognoseband 3Mt.	Prognoseband 12Mt.
EUR/CHF	0.9356	0.92–0.94	0.91–0.93
USD/CHF	0.8259	0.83–0.85	0.84–0.86
GBP/CHF	1.0994	1.10–1.12	1.09–1.11

## Alternative Anlagen

- Trotz des Anstiegs der langfristigen Zinsen in der Schweiz bieten Immobilienfonds im Vergleich zu Obligationen weiterhin attraktive Ausschüttungen. Gleichzeitig sind jedoch die Agios und die Bewertungen angestiegen und befinden sich im Vergleich zu den Zinsen auf fairem Niveau, weshalb wir keinen weiteren Kursanstieg erwarten.
- Der Goldpreis hat die magische Grenze von USD 3000.– pro Unze überschritten. Die weitere Preisentwicklung dürfte von der Zentralbankennachfrage – insbesondere aus China – abhängig sein und zusätzlich durch die generell herrschende Unsicherheit gestützt bleiben. Wir rechnen mit einem anhaltenden Aufwärtstrend.

Alternative Anlagen	aktuell	Prognoseband 3Mt.	Prognoseband 12Mt.
Schweizer Immobilienfonds	541	550–555	555–560
Gold pro Unze in USD	3'288	3'400–3'500	3'500–3'600

# Anlagestrategie

## Aktuelle Anlagepositionierung basierend auf der Anlagestrategie « Ausgewogen » in CHF

		---	--	-	=	+	++	+++
<b>Liquidität</b>	Total					█		
<b>Obligationen</b>	Total	█	█	█				
	Schweiz							
	Europa*		█	█				
	Nordamerika			█				
	Pazifik		█	█				
	Emerging Markets					█		
<b>Aktien</b>	Total			█				
	Schweiz		█	█				
	Europa**					█	█	
	Nordamerika							
	Pazifik			█				
	Emerging Markets							
<b>Alternative Anlagen</b>	Total					█	█	█
	Gold							
	Immobilien Schweiz							
	Liquide Hedge Funds					█	█	█
	Nachrangige Anleihen					█	█	█

- Untergewichtet

= Neutral

+ Übergewichtet

\* EUR und GBP

\*\* Europäische Währungs- und Wirtschaftsunion sowie Vereinigtes Königreich

# Rechtlicher Hinweis

## Disclaimer

Dieses Dokument ist ausschliesslich für Informations- und Marketingzwecke verfasst worden und beinhaltet keine Empfehlung, kein Ansuchen oder Angebot, ein Finanzinstrument zu kaufen oder zu verkaufen. Es richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten und erfüllt auch nicht die Funktion eines Prospekts für Finanzinstrumente, die öffentlich zur Zeichnung angeboten werden. Die Informationen in diesem Dokument stammen aus Quellen, welche die Glarner Kantonalbank als zuverlässig erachtet. Die Glarner Kantonalbank hat dieses Dokument nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Sie kann jedoch keine Gewähr für die Vollständigkeit, Richtigkeit, Genauigkeit und Aktualität der enthaltenen Informationen übernehmen. Anlegerinnen und Anleger muss bewusst sein, dass die enthaltenen Informationen sich in Anbetracht einer Veränderung des wirtschaftlichen Umfeldes jederzeit verändern können. Ein positiver Verlauf eines Finanzinstruments in der Vergangenheit ist kein Garant für eine ebenso positive Entwicklung in der Zukunft. Die Glarner Kantonalbank haftet daher nicht für Verluste, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Dieses Dokument darf nicht ohne Zustimmung der Glarner Kantonalbank vervielfältigt oder an andere Personen verteilt werden. Das Dokument enthält allgemeine Informationen. Es geht nicht auf individuelle Gegebenheiten des Lesers ein. Die Lektüre des Dokuments entbindet den Empfänger also nicht davon, die Verwendung dieser Informationen kritisch zu prüfen und/oder Rat einzuholen.

Copyright © 2025 Glarner Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.