

Pensionskassen aktuell

Im Fokus:
Global Custody

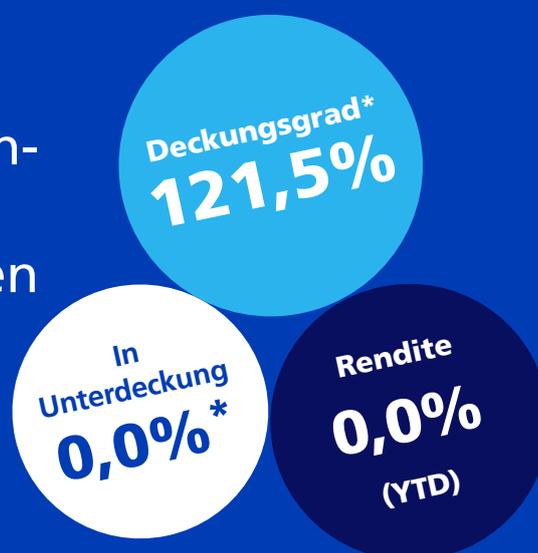


Zürcher
Kantonalbank

Inhalt

| | |
|--|----|
| Swisscanto Pensionskassen-Monitor | 7 |
| Das Custody-Geschäft ist zunehmend technikgetrieben. Neue Risiken – neue Marktplayer | 11 |
| Global Custody bei der ZKB: Innovative, massgeschneiderte Lösungen | 14 |
| Wirtschaft und Finanzmärkte | 16 |

Pensionskassen-Monitor: Aktuelle Zahlen



* der privatrechtlichen Vorsorgeeinrichtungen

Impressum

Herausgeberin: Zürcher Kantonalbank, Firmenkunden Markt Schweiz, Postfach, 8010 Zürich
Redaktion: Stefan Betschart, Andreas Dürrenberger, Stephan Aregger
Gesamtauflage: 2'900
Erscheint: vierteljährlich
Kontakt/Adressänderungen/Abo: pkberatung@zkb.ch



Stefan Betschart

Liebe Leserin, lieber Leser

Zur 25. Jubiläumsausgabe der Swisscanto Pensionskassenstudie bedanken wir uns bei über 500 Vorsorgeeinrichtungen für die Teilnahme, eine hervorragende Anzahl. Die Präsentation der Resultate findet in Zürich und Lausanne gleichzeitig am 28. Mai statt. Es freut mich, dass wir am 5. Juni zum ersten Mal auch in Genf unsere Erkenntnisse vorstellen dürfen.

Der Schweizer Custodian-Markt ist im Umbruch. Mit der Integration der Credit Suisse in die UBS fällt ein bedeutender Anbieter von Custody-Dienstleistungen weg. Inländische wie auch teils ausländische Anbieter profitieren von der neuen Konstellation. Längst geht es nicht nur um die Verwahrung der Vermögenswerte oder Reportingdienstleistungen: Die kontinuierliche Verfügbarkeit der Daten, stetige Entwicklung der Systeme, garantierte

Sicherheit und Zuverlässigkeit – die Messlatte liegt mittlerweile hoch. Die Zürcher Kantonalbank definiert die Custody Services als zentrales Element für institutionelle Kunden und unterstreicht die Wichtigkeit dieses Bereichs mit der Verankerung in der Konzern-Strategie. Es ist ihr ein Anliegen, die Anforderungen an einen Global Custodian mit massgeschneiderten Lösungen vollständig und ganzheitlich abzudecken.

Ich wünsche Ihnen eine inspirierende Lektüre.

Ihr Stefan Betschart
Kundenbetreuer Pensionskassen,
Zürcher Kantonalbank

Swisscanto

Pensionskassen-Monitor

Das erste Quartal 2025 an den Finanzmärkten war geprägt durch eine erhöhte Volatilität, mit US-Präsident Donald Trump im Auge des Sturms. Auf den anfänglichen Optimismus folgten, im Zuge der aggressiven Handelspolitik Trumps, bald einmal Rezessionsorgen. In Europa führte die trumpsche Politik zu einer wirtschaftlichen und sicherheitspolitischen Neuorientierung, die verstärkt die eigene Autonomie im Fokus hat. Die Aussicht auf zusätzliche Investitions- und Verteidigungsausgaben hat in Europa bis Ende März die Märkte beflügelt, genauso wie die Möglichkeit auf weitere Zinssenkungen. Gleichzeitig schürten die Unsicherheiten in den USA und die weltweiten Zölle Rezessionsängste und verstärkten die Flucht in sichere Staatsanleihen. Die Performance der Pensionskassen widerspiegelt dieses Auf und Ab. Am Ende resultiert eine schwarze Null im ersten Quartal und ein leicht gesunkener Deckungsgrad.

Roberto Stefano, Asset Management,
Zürcher Kantonalbank

Das erste Quartal 2025 an den Finanzmärkten war geprägt durch hohe Erwartungen und genauso grosse Enttäuschungen – mit dem US-Präsidenten Donald Trump im Zentrum des Zyklons. Zuerst herrschte unter den Anlegerinnen und Anlegern noch Zuversicht, dass die US-Wirtschaft mit der neuen republikanischen Regierung ihren Wachstumskurs würde fortsetzen und allenfalls noch verstärken können. Doch inzwischen scheint das Gegenteil der Fall: Die aggressive Handelspolitik von Donald Trump scheint mittlerweile vielmehr zu einer wirtschaftlichen Abschwächung zu führen und hat – allerdings erst am Anfang des zweiten Quartals – die Finanzmärkte zwischenzeitlich in die Tiefe gerissen. Die ersten drei Monate boten aber bereits einen süss-sauren Vorgeschmack auf das, was in den folgenden Wochen noch kommen würde.

In diesem Umfeld hat sich die US-Notenbank Fed als stabilisierender Faktor bestätigt. Die US-Leitzinsen verharrten entsprechend in der Spanne von 4,25 bis 4,50%. Reagiert haben stattdessen die Europäische Zentralbank EZB, die ihre Leitzinsen auf 2,9% reduzierte, sowie die Schweizerische Nationalbank SNB, die im März eine Zinssenkung von 0,5 auf 0,25% vornahm. Die europäischen Aktienmärkte starteten entsprechend erfreulich ins neue Jahr und konnten die Minderperformance

gegenüber den US-Werten aus dem Vorjahr zum Teil wieder wettmachen. Erwartet wird, dass weiter sinkende Zinsen im Euroraum den Konsum antreiben dürften, was dem Wirtschaftswachstum zugutekommt. Mit den zunehmenden, durch die präsidentiale Politik verursachten Unsicherheiten in den USA sind gleichzeitig auch Rezessionsorgen aufgekommen. Die US-Ankündigung weltweiter Zölle hat die Flucht in die sicheren Häfen von Staatsanleihen verstärkt.

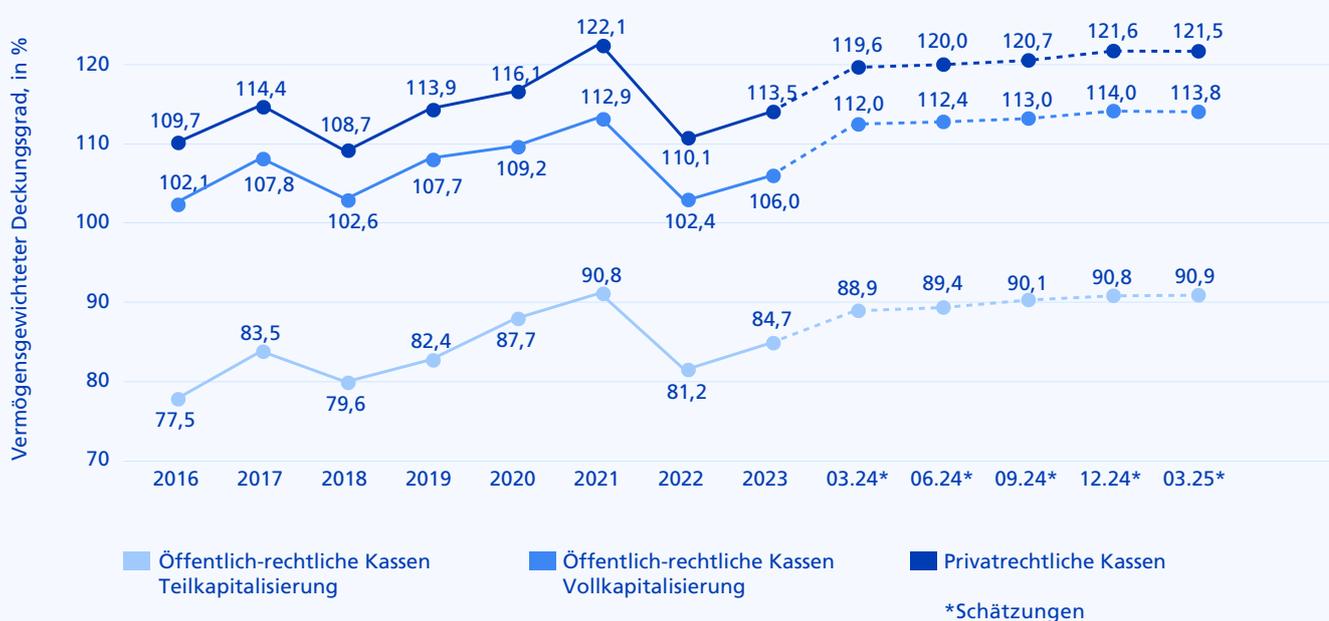
Tabelle 1: Indexrenditen ausgewählter Anlageklassen¹

| Anlageklasse | 1. Quartal 2025 |
|--|-----------------|
| Obligationen CHF | -1,4% |
| Obligationen Welt unhedged | 0,2% |
| Obligationen Welt hedged in CHF | 0,2% |
| Aktien Schweiz | 8,6% |
| Aktien Welt | -4,1% |
| Immobilien Schweiz direkt und indirekt | 1,2% |
| Hedge Funds | -0,4% |
| Rohstoffe | 6,3% |
| Rendite | 0,0% |

Quellen: Bloomberg Finance L.P., Prevanto AG und Zürcher Kantonalbank; Stand: 31.3.2025

² Obligationen CHF: SBI; Obligationen Welt unhedged: Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value ex CHF; Obligationen Welt hedged in CHF: Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value ex CHF hedged in CHF; Aktien Schweiz: SPI; Aktien Welt: MSCI AC ex CH; Immobilien Schweiz direkt und indirekt: 75% KGAST, 25% Rüd Blass Immo Index; Hedge Funds: HFRX Global Hedge Fund Index hedged in CHF; Rohstoffe: Bloomberg Commodity Index Swiss Franc Total Return

Abbildung 1: Entwicklung der Deckungsgrade, 2016 bis 31.3.2025



Quellen: Prevanto AG und Zürcher Kantonalbank; Stand: 31.3.2025

Das Auf und Ab an den Märkten widerspiegelt sich auch in der Performance der Pensionskassen im ersten Quartal 2025, die bei einer schwarzen Null zu liegen kam. Der geschätzte Deckungsgrad der privatrechtlichen Vorsorgeeinrichtungen bewegte sich entsprechend seitwärts und notiert 0,1 Prozentpunkte unter dem Vorquartal bei 121,5%. Für die öffentlich-rechtlichen Kassen mit Vollkapitalisierung resultiert per

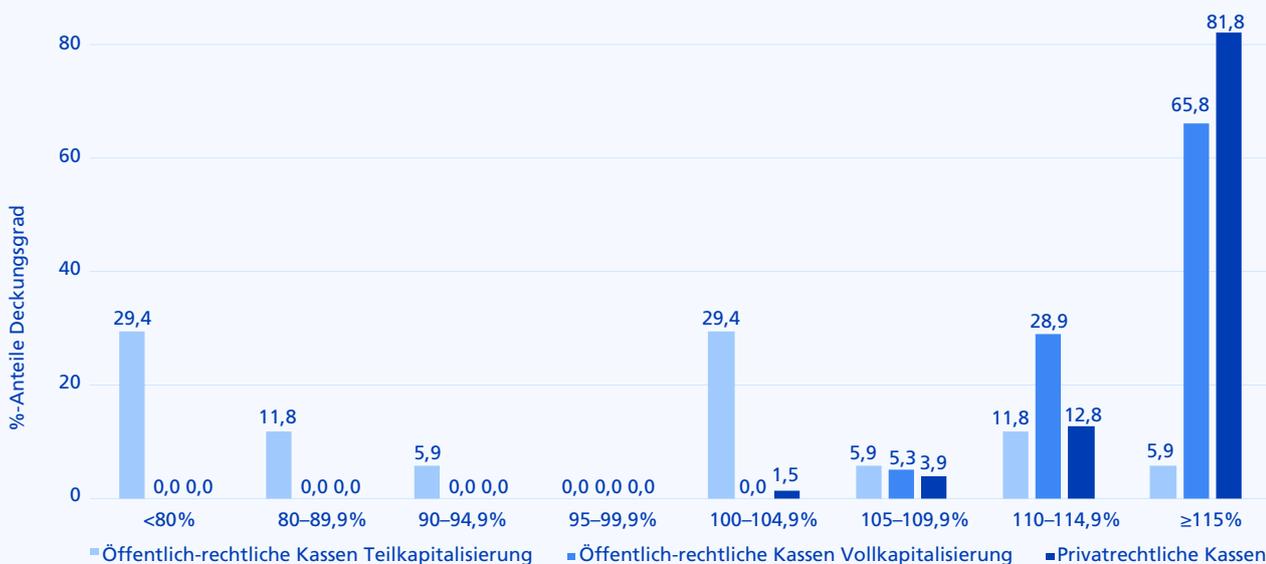
31. März 2025 ein Deckungsgrad von 113,8% respektive 90,9% der öffentlich-rechtlichen Kassen mit Teilkapitalisierung (Abbildung 1).

Vorsorgeeinrichtungen nach Deckungsgrad

Die starke Performance an den Finanzmärkten im Jahr 2024 hat es den Pensionskassen erlaubt, ihre finanziellen Reserven weiter auszubauen – die

Turbulenzen seit Anfang Jahr fallen derzeit noch kaum ins Gewicht. Mit 81,8% weisen inzwischen vier Fünftel der privatrechtlichen Vorsorgeeinrichtungen eine Deckung von 115% und mehr aus. Bei 12,8% der Kassen liegt der Deckungsgrad zwischen 110% und 114,9%. Die öffentlich-rechtlichen Pensionskassen mit Vollkapitalisierung verfügen allesamt über einen Deckungsgrad von mehr als 105%. Von diesen Kassen erreichen 28,9% einen

Abbildung 2: Anteile privat- und öffentlich-rechtlicher Vorsorgeeinrichtungen pro Deckungsgrad-Bandbreite per 31.3.2025



Quellen: Prevanto AG und Zürcher Kantonalbank; Stand: 31.3.2025

Wert zwischen 110% und 114,9%, bei 65,8% liegt der Deckungsgrad gar bei über 115%. (Abbildung 2).

Renditen der Anlageklassen im 1. Quartal 2025

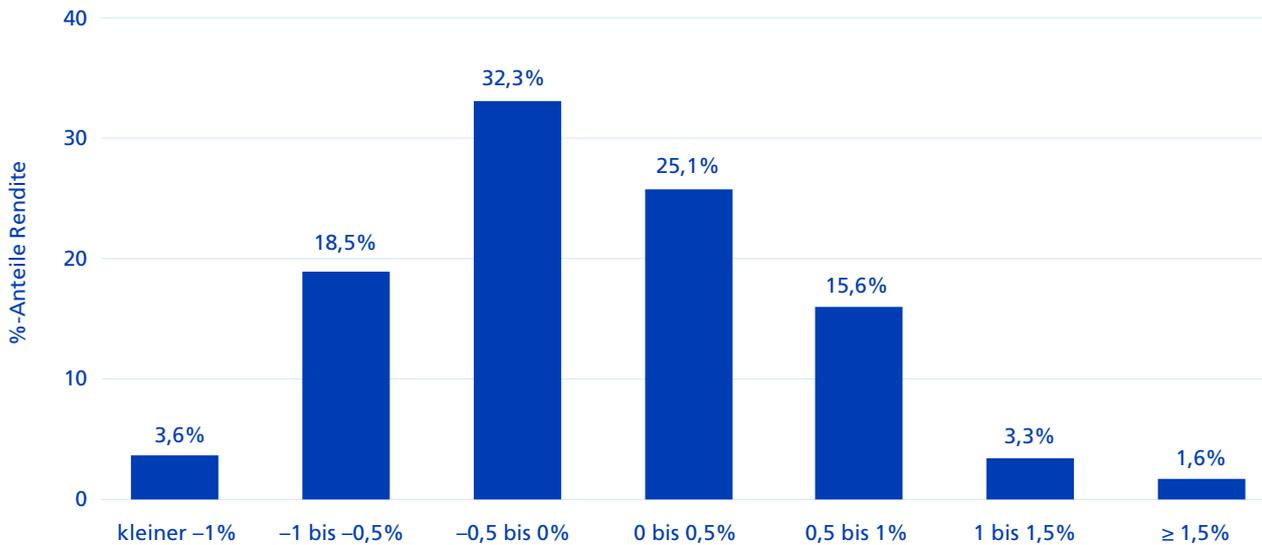
Die geschätzte vermögensgewichtete Rendite der in der Erhebung erfassten Pensionskassen betrug im ersten Quartal 2025 0,0%. Die grössten Renditebeiträge lieferten die Anlageklassen Aktien Schweiz mit 8,6% und Rohstoffe mit 6,3%. Im Gegensatz dazu verzeichneten Aktien Welt mit –4,1% die schwächste Performance, gefolgt von Obligationen Schweiz mit –1,4%. Über das Gesamtjahr 2024

zeigten Obligationen Welt, abgesichert in Schweizer Franken, mit –1,0% als einzige Anlageklasse eine negative Entwicklung. Eine ausserordentlich positive Performance resultierte hingegen in der Anlageklasse Aktien Welt, die über zwölf Monate ein geschätztes Plus von 27,6% erreichte. Auch die Rohstoffe verzeichneten im Jahr 2024 einen zweistelligen Wertzuwachs von 13,5%. (Tabelle 1).

Abbildung 3 zeigt die Verteilung der geschätzten kumulierten Renditen ohne Abzug von Kosten über das Gesamtjahr 2025. Die vermögensge-

wichtete Rendite aller Kassen beträgt seit Anfang Januar 2025 0,01%, die ungewichtete Rendite 0,47%. Die Rendite jeder Vorsorgeeinrichtung wird aufgrund von Indexrenditen fortgeschrieben. Die Berechnungen basieren auf der Vermögensallokation der Vorsorgeeinrichtungen am 31. Dezember 2023 und gehen von der Annahme aus, dass seitdem keine wesentlichen Änderungen in der Allokation vorgenommen worden sind. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Rendite der nicht kotierten Anlagen aufgrund der Approximierung zuletzt nach oben verzerrt wurde.

Abbildung 3: Verteilung der kumulierten Renditen der Vorsorgeeinrichtungen, 1.1.2025 bis 31.3.2025



Quellen: Prevanto AG und Zürcher Kantonalbank; Stand: 31.3.2025

Der **Swisscanto Pensionskassen-Monitor** beruht auf den Daten der Umfrage «Schweizer Pensionskassen» von Swisscanto managed by Zürcher Kantonalbank. Die Berechnungen werden von der Prevanto AG erstellt.

Grundlage für die Schätzungen zum 31. März 2025 bilden die effektiven Angaben per 31. Dezember 2023, die im Rahmen der Schweizer Pensionskassenstudie 2024 erhoben wurden. Die Schätzungen sind Hochrechnungen aufgrund der Marktentwicklungen und der von den Umfrageteilnehmerinnen

und -teilnehmern per Ende des Jahres 2023 gemeldeten Asset Allocation.

Die Performance gewisser illiquider Anlageklassen wie bspw. Private Equity wird mittels Indexdaten approximiert, welche mit einer zeitlichen Verzögerung publiziert werden. Deshalb beruhen die Performance-Berechnungen dieser Anlageklassen bis zur Veröffentlichung der neusten Performancezahlen auf projizierten Werten. Die Performance der vergangenen Monate kann sich somit rückwirkend ändern, wenn neue Performancedaten

publiziert werden. Wie erwähnt hat die Approximierung bei den nicht kotierten Anlagen eine Verzerrung der Rendite nach oben bewirkt.

Die aktuelle Swisscanto Pensionskassenstudie 2024 finden Sie auf unserer Webseite:

zkb.ch/pensionskassenstudie

Das Custody-Geschäft ist zunehmend technikgetrieben.

Neue Risiken – neue Marktplayer

Der Schweizer Custodian-Markt ist im Umbruch: Beziehungen werden auf den Prüfstand gestellt und allenfalls neu ausgeschrieben. Kosten spielen dabei eine Rolle – aber nicht nur. Aktuell gelten auch Geopolitik und Innovationskraft der Anbieter als wichtige Faktoren. Die Anforderungen an einen Custodian steigen und verändern die Bestenliste.

Susanne Kapfinger,
SDA/AWP Multimedia

Das Finanzsystem kennt zwei komplementäre Rollen, Global Custodian und Asset Manager. Während erstere als neutrale Hüter der Vermögenswerte dafür sorgen, dass die Vermögenswerte physisch und rechtlich intakt bleiben, sorgen die Asset Manager für maximierte Renditen. Sie können die Aufgaben der Custodians weder regulatorisch noch operativ übernehmen. Die Trennung dieser Bankbeziehungen ist eine zentrale Säule des modernen Finanzsystems.

Veränderte Marktkonstellation

Seit der Integration der Credit Suisse in die UBS gibt es auf dem Schweizer Finanzplatz einen grossen Player weniger. Diese Konzentration hat dazu geführt, dass sich viele Pensi-

onskassen im letzten Jahr neu orientiert haben, mit dem Ziel, Klumpenrisiken, die sich aus der Fusion ergaben, zu vermeiden und die Diversifikation zu stärken. Dabei sind sie neue Beziehungen eingegangen oder sind derzeit dabei, diese zu etablieren. Entsprechend werden die Karten auf dem Schweizer Finanzplatz neu gemischt. Einige Anbieter sowohl im Bereich Global Custody als auch in der Vermögensverwaltung haben im vergangenen Jahr einen grossen Schub an Anfragen erlebt. Davon profitierten verschiedene Schweizer Finanzmarktplayer und sie konnten bei den verwalteten oder verwahrten Vermögen einen Anstieg im zweistelligen Bereich bekannt geben.

Preisgefüge unter der Lupe

Die Neugelder im Custody-Business flossen zum grossen Teil aus aufgelösten CS oder UBS-Verträgen. Nebst dem Klumpenrisiko überprüfen einige Pensionskassen auch das Preisgefüge. Es gab zahlreiche Medienberichte über starke Preiserhöhungen nach der Fusion. Die Wettbewerbskommission spricht in einer Untersuchung über eine marktbeherrschende Stellung in mehreren Bereichen. Und der Preisüberwacher nimmt aktuell das Asset Management für institutionelle Kunden unter die Lupe. Darunter

fällt die Division Global Custody, der die Fondsleitungen der Anlageklasse Schweizer Immobilien, des passiven Asset Managements oder auch Einanlegerfonds umfasst. Der entsprechende Bericht steht noch aus.

Sanktionen nicht ausgeschlossen

Von der neuen Marktkonstellation konnten aber auch ausländische Custodians Vorteile ziehen. Im vergangenen Jahr vergab beispielsweise Compenswiss die globale Administration der Gelder an die US-amerikanische State Street Bank International. Zuvor übte die UBS das Mandat aus. Das hat für Unruhe auf dem politischen Parkett gesorgt. Die Wirtschaftskommission des Nationalrats (WAK-N) forderte das Mandat wieder in der Schweiz zu vergeben. Sie befürchtet, dass die Trump-Administration die Schweiz mit Sanktionen belegen könnte.

Nach Ansicht der WAK-N müsste die US-Depotbank allfällige Weisungen der USA, die sich zu Ungunsten der Schweiz auswirkten, befolgen. Dieses Risiko würde sich mit einer Schweizer Bank minimieren. Das Anliegen blieb erfolglos. Eine Mehrheit von SP, FDP, Grünen und GLP stellte sich wie der Bundesrat gegen die Kommission: Die Wahl der Depotbank liege klar in der Kompetenz von Compenswiss, so das Fazit. Der Vorstoss ist damit erledigt.



Nicht erledigt ist hingegen eine Motion der Zürcher Parlamentarierinnen und Parlamentarier. Für sie sind die Sanktionsbefürchtungen nicht aus der Luft gegriffen. Die USA habe die Schweiz im Gegensatz zu Deutschland oder Frankreich nicht als «trusted country» eingestuft. Es stehe nun die Frage im Raum, wie hoch dieses Sanktionsrisiko ist und ob sich daraus ein Handlungsbedarf ergibt.

Konkret sorgen sich die Politiker im Kanton Zürich um die Gelder der Pensionskasse BVK. Sie lässt 32 Milliarden Franken von der US-Bank JP Morgan (Suisse) verwahren. Diese agiert als Global Custodian (Depotbank) für die BVK. Das heisst, die Gelder werden nicht von der Bank verwaltet, sondern nur verwahrt. «Eine Depotbank ist eine administrative Dienstleisterin für die Verwaltung von Wertschriften, mehr nicht», sagt Christian Brüttsch, Kommunikationschef der BVK. Der Regierungsrat will dennoch abklären, was bei US-Sanktionen gegen die Schweiz passieren würde.

Markt ist zunehmend technikgetrieben

Die Beispiele zeigen, dass bei der Auswahl eines Global Custodian ein besonderes Augenmerk auf der

Zuverlässigkeit und Sicherheit des Anbieters liegen muss. Daneben spielen indes noch weitere Kriterien eine Rolle. So muss der Custodian etwa über die Fähigkeit verfügen, komplexe Vermögenswerte zu verwahren und spezifische Kundenanforderungen zu erfüllen. Verstärkt rücken auch die technologischen Kapazitäten einer Anbieterin in den Fokus. Die Frage lautet: Werden moderne Technologien zur Verbesserung der Effizienz und Sicherheit genutzt? Denn das Spektrum eines Global Custodian geht oft über die reine Verwahrung von Wertpapieren hinaus. Weitere Dienstleistungen können Transaktionsabwicklung (Settlement), Einkommensverwaltung, Corporate Actions, Steuerdienstleistungen, Reporting & Analytics oder Risikomanagement sein. Diese Services erfordern technische Infrastruktur wie Settlement-Plattformen oder KI-basierte Compliance-Tools.

Solche Systeme brauchen viele Kundinnen und Kunden, damit Skalenerträge entstehen können und es sich lohnt, sie zu betreiben. Im Custody-Markt findet deshalb eine zunehmende Konzentration statt nach dem Prinzip «the winner takes it all». So wird beispielsweise der

Schweizer Custody-Markt von UBS und SIX dominiert – trotz den jüngsten Marktveränderungen. Doch das ist nicht in Stein gemeisselt. Denn Veränderungen durch Digitalisierung und regulatorische Anpassungen können den Markt neu aufmischen.

Hohe Innovationskraft

Branchenkennner sind überzeugt: Die Integration von KI, Blockchain und Datenplattformen wird zum entscheidenden Wettbewerbsvorteil. Wer diesbezüglich die Marktführung haben könnte, lässt sich anhand Branchenrankings wie die «Leaders in Custody Awards» erahnen. Schweizer Anbieter signalisieren hierbei eine hohe Innovationskraft: Für das bevorstehende Ranking im Mai 2025 nominierte die Jury beispielsweise die Schweizer Börsen- und Datenplattform SIX. Dies zeigt: Bei der Suche nach den besten globalen Depot- und Wertpapierdienstleistungen muss man nicht weit gehen, sie können auch hierzulande gefunden werden.

Global Custody bei der ZKB: Innovative, massgeschneiderte Lösungen

Institutionelle Anleger stehen vor einer Reihe von spannenden Herausforderungen und Chancen, die durch technologische, regulatorische und marktbezogene Entwicklungen geprägt sind. Diese Entwicklungen betreffen auch die Schweizer Pensionskassen. Die Zürcher Kantonalbank hat sich in den letzten Jahren erfolgreich als bedeutende Anbieterin im Global Custody etabliert.

Florian Aschwanden,
Zürcher Kantonalbank

Aktuelle Herausforderungen

Die Welt befindet sich in einem stetigen Wandel. Informationen sind jederzeit und überall verfügbar, Social Media und Technologien wie AI/KI entwickeln eine Dynamik und Geschwindigkeit, die kaum kontrollierbar sind. Diese Entwicklungen bringen sowohl Risiken als auch neue Investitionsmöglichkeiten und Chancen mit sich. Diese und weitere Faktoren stellen unsere Kunden und uns als Global Custodian kontinuierlich vor neue Herausforderungen.

Global Custody: Die Lösung für institutionelle Kunden?

Definitiv ja! Der technologische Wandel, insbesondere Blockchain-Technologien, bietet erhebliche Chancen. Diese Technologien helfen,

den oben beschriebenen Herausforderungen und Chancen mit neuen Produkten und Services zu begegnen und diese optimal zu nutzen. Genau hier setzt das Geschäftsmodell des Global Custodian an: Es bietet den Kunden eine agile und adaptive Plattform, die sich kontinuierlich weiterentwickelt und sich den Anforderungen, Risiken und Chancen anpasst.

Welche Strategie verfolgt die ZKB als Global Custodian für Pensionskassen?

Unsere Aufgabe als Global Custodian besteht darin, unseren Kunden die Mittel und Wege zur Verfügung zu stellen, um diese Herausforderungen und Chancen zu meistern. Wir sehen uns als Tor zur Anlagewelt, quasi das Fundament des «Anlagehauses». Unsere Infrastruktur und Prozesse



«Dank unseres umfassenden Serviceangebotes und unserer langjährigen Expertise sind wir hervorragend positioniert, um Interessenten für die Custody-Dienstleistungen der Zürcher Kantonalbank zu gewinnen.»



Florian Aschwanden ist seit Oktober 2015 bei der Zürcher Kantonalbank. Seit fünf Jahren leitet er das Custody Sales & Development Team. Nach Abschluss seiner Bankausbildung arbeitete er in verschiedenen Wertpapierbereichen bei der Bank Vontobel AG. Als Kundenberater im Global Custody bei der Bank Julius Bär war Florian Aschwanden für Family Offices, Stiftungen und institutionelle Kunden verantwortlich.

sind entscheidend. Der Ausbau und die Weiterentwicklung der IT-Systeme ist ein fortlaufender Prozess, bei dem wir uns gemeinsam mit unseren Kundinnen und Kunden weiterentwickeln. Das institutionelle Geschäft, zu dem auch das Global Custody zählt, leistet oft Pionierarbeit.

Eine agile Organisation, das strategische Commitment zum Global Custody und ausreichend Ressourcen innerhalb der Bank sind die Grundpfeiler für den Erfolg. Das Global Custody ist vergleichbar mit «einer Bank in der Bank». Unsere Kundinnen und Kunden nutzen das volle Spektrum der Wertschöpfungskette, und dies jeweils als massgeschneiderte Lösung für deren spezifisches Setup.

E-Tools, Schnittstellen in die IT-Systeme des Kunden, Digital Assets, individuelle

Investment Reportings und Compliance Monitoring gehören dazu, wie auch Fondslösungen – etwa Einanlegerfonds – mit spezifischen Merkmalen. So konnten wir zum Beispiel einem Kunden ermöglichen, innerhalb seines Einanlegerfonds, direkte Repo-Geschäfte über die SNB-Plattform zu tätigen, um Assets und Cash optimal zu bewirtschaften. Gerade auch im Bereich Nachhaltigkeit ist viel in Bewegung. Die Rede ist hier aber nicht von spezifischen Anlageprodukten, sondern von regulatorischen Bestrebungen und Compliance-Anforderungen. Auch hier ist unser ständiges Bestreben, unseren Kundinnen und Kunden als unabhängiger Global Custodian die passenden Services anzubieten, um diesen Anforderungen gerecht zu werden. Sei es über unseren Nachhaltigkeitsreport, vielfältige Compliance-Überwachungen bis zur

individuellen Umsetzung in einem Fondsgefäss.

Im Sommer 2024 hat die ZKB einen führenden Anbieter im Investment Reporting, die Complementa AG, akquiriert. Dies ist ein wichtiger Meilenstein in unserer Asset Servicing-Strategie und ein klares Bekenntnis zu diesem institutionellen Geschäft.

Die Anlagewelt wird immer komplexer und schneller, als Global Custodian muss man neue Technologien und Asset Services vereinen und diese den Kundinnen und Kunden bedürfnisgerecht zur Verfügung stellen.

Unsere Ambition ist es, den Custody Markt in der Schweiz mitzuprägen und den Finanzplatz zu stärken, innovativ zu sein und Technologien optimal einzusetzen.

Wirtschaft und Finanzmärkte



Einschätzung der Zürcher Kantonalbank zur Konjunktur- und Marktentwicklung

Dr. David Marmet,
Investment Solutions,
Zürcher Kantonalbank

«Liberation Day» sorgt für Unruhe

Im Rahmen des «Liberation Day» verkündete US-Präsident Trump Anfang April unerwartet hohe Importzölle zwischen 10% und 50% für nahezu alle Länder, was zu rasch wachsenden Rezessionssorgen und grossen Turbulenzen an den Finanzmärkten geführt hat. Offiziell sollen mit den weitreichenden Zollplänen unfaire Handelspraktiken anderer Länder beseitigt, das Handelsbilanzdefizit der USA reduziert und die US-Industrie gestärkt werden. Ausserdem sollen die daraus generierten Staatseinnahmen für die geplanten Steuersenkungen verwendet werden. Faktisch handelt es sich dabei aber um einen groben und willkürlichen Angriff auf die globale regelbasierte Handelsordnung. Und im Inland wirken die Zölle wie eine markante Steuererhöhung, die vor allem die ärmeren Haushalte über-

durchschnittlich stark trifft. In Kombination mit dem grossen Vertrauensverlust in den US-Dollar und den gestiegenen Zinsen am Kapitalmarkt stellt das forsche Vorgehen letztendlich ein klares wirtschaftspolitisches Eigentor dar. Zu dieser Erkenntnis dürfte auch die US-Regierung gekommen sein, indem sie nur eine Woche später eine 90-tägige Zollpause sowie einen Pauschalzoll von 10% für alle Länder angekündigt hat. Trotz dieser leichten Entspannung bleibt die politische Unsicherheit jedoch stark erhöht, zumal die Fronten zwischen den USA und China mit gegenseitigen Zöllen von 145% bzw. 125% vorerst verhärtet bleiben.

Europa: Unsicherheit belastet

Die Konjunkturdaten werden in den kommenden Wochen kaum als Orientierungshilfe dienen, da sie wegen der US-Handelspolitik teilweise stark verzerrt und deshalb wenig aussagekräftig sind. Es wird somit noch einige Monate dauern, bis sich der konjunkturelle Nebel wieder lichtet. In der europäischen Wirtschaft war die Stimmungsaufhellung nur von kurzer Dauer. Seit der Ankündigung der «reziproken» US-Zölle hat sich der Ausblick für Unternehmen und Konsumenten

wieder eingetrübt. In der Industrie fiel der Rückschlag geringer aus als befürchtet, weil einige Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes von vorgezogenen US-Exporten und -Aufträgen profitiert haben. Dieser temporäre positive Effekt wird später im Jahresverlauf wegfallen; wir haben unsere BIP-Prognose für dieses und nächstes Jahr entsprechend leicht nach unten revidiert. Nachdem sich die Europäische Zentralbank (EZB) die letzten drei Jahre der Inflationsbekämpfung gewidmet hat, stehen aktuell die konjunkturellen Risiken im Vordergrund. Die vom Markt und den meisten Ökonomen erwartete Zinssenkung am 17. April war bereits die siebte in diesem Zyklus und wird auch nicht die letzte gewesen sein. Denn der globale Handelskonflikt war für die Eurozone bisher klar deflationär: Der Euro hat handelsgewichtet deutlich aufgewertet, was die Güterimporte für europäische Unternehmen vergünstigt. Gleichzeitig sind die Energiepreise im zweistelligen Bereich gesunken. Am Markt notieren die einjährigen Inflation Swaps aktuell ein halbes Prozent tiefer als noch Ende März. Wir gehen von einer zusätzlichen Zinssenkung im Juni aus und sehen aktuell grössere Risiken für noch mehr Lockerungsschritte. Anders

Abbildung 1: Die Zinsdifferenz zwischen USA und Eurozone vergrössert sich
Geldpolitische Leitzinsen in Prozent



Quellen: Zürcher Kantonalbank, LSEG Datastream

sieht die Lage in den USA aus. Die neuen US-Importzölle und die markante Abwertung des US-Dollar werden in den USA in den kommenden Monaten zu einem erneuten Anstieg der Inflation führen. Damit sind der US-Notenbank Fed kurzfristig die Hände gebunden, und die nächste Zinssenkung dürfte erst im Herbst erfolgen. Die bereits heute grosse Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone wird weiter zunehmen (Abbildung 1).

Schweiz: Zaghafte Erholung – Fortsetzung ungewiss

Gemäss den Unternehmensgesprächen der SNB-Regionaldelegierten nahm die Wachstumsdynamik der Schweizer Wirtschaft jüngst zu. Die befragten Unternehmen verzeichneten im Startquartal ein solides Umsatzwachstum (Abbildung 2). Im Dienstleistungssektor und in der Bauwirtschaft bleibt die Wachstumsdynamik robust. Eine niedrige Inflation und eine akkommodierende

Geldpolitik stützen die Wirtschaft im weiteren Ausblick. Die Wachstumsaussichten hellen sich etwas auf, sind aber mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Denn ob sich die zaghafte Konjunkturbelebung fortsetzt, hängt auch von den weiteren Entwicklungen im Ausland ab. Während der umfangreiche Fiskalstimulus in Europa mittelfristig die Schweizer Konjunktur ankurbeln könnte, würden zunehmende Handelsbarrieren zu einer Abschwächung

Abbildung 2: Solides Umsatzwachstum im Startquartal
SNB-Konjunktursignale, 1. Quartal 2025



Quellen: Zürcher Kantonalbank, SNB

der internationalen Wirtschaftsentwicklung führen – was wiederum negative Auswirkungen auf den Schweizer Aussenhandel und die hiesige Konjunktur hätte. Auch wenn ein eskalierender Handelskrieg abgewendet werden kann, ist gleichwohl mit bremsenden Effekten der internationalen Handelspolitik zu rechnen. Die Unsicherheit erschwert Investitionsentscheide und bremst die Konjunktur.

Wieder Nullzinsen in der Schweiz erwartet

Die Deflationsrisiken in der Schweiz haben mit der starken Frankenaufwertung im April zugenommen, so dass die Inflation mittelfristig niedriger ausfallen dürfte als bisher erwartet. Wir gehen deshalb von einer Zinssenkung der Schweizerischen Nationalbank (SNB) im Juni auf 0% aus. Die Terminmärkte haben diese Zinssenkung der SNB bereits

antizipiert. Nach Bekanntgabe der US-Zölle am «Liberation Day» ist der Saron-Future mit Fälligkeit September 2025 gar unter die Nullmarke gefallen. Die Zinskurven sind zwischen kurzen und langen Maturitäten insgesamt steiler geworden. Die längerfristigen Staatsanleihen-Renditen haben einen Grossteil der Abwärtsbewegung bei den Zinserwartungen allerdings nachvollzogen. Obschon die Zinssenkung der SNB in

der Zinskurve mehr als genug eingepreist ist, bleiben die Risiken für die längerfristigen Renditen abwärtsgerichtet, insbesondere wenn sich die Konjunkturabschwächung durch die Handelsbarrieren beschleunigen sollte.

**Anlagepolitik:
Gewinnerwartungen eilen
Konjunktur voraus**

Wir erwarten, dass sich die US-Regierung in den kommenden Monaten mit den meisten Handelspartnern auf deutlich tiefere als die Anfang April angekündigten Importzölle einigen wird. Wir halten an unserer taktischen Ausrichtung fest und bevorzugen weiterhin Aktien gegenüber Obligationen.

In einem schwankungsanfälligen Marktumfeld hat sich in der Vergangenheit gezeigt, dass unter den Währungen vor allem die sicheren Häfen von Investoren nachgefragt werden. Dazu zählen vor allem der Schweizer Franken und der japanische Yen. Bei letzterem sehen wir zusätzliche Chancen durch eine restriktivere Geldpolitik der Bank of Japan (BOJ), so dass japanische Staatsanleihen aufgrund der Währung

weiter attraktiv bleiben. Die Verfallsrenditen am Schweizer Obligationenmarkt sind zwar verhältnismässig tief, das Nachfrageinteresse bleibt aber nicht zuletzt aufgrund des stabilen Schweizer Frankens erhöht. Kurzfristig bieten CHF-Obligationen deshalb ein gutes Diversifikationspotenzial. Währungen wie der kanadische Dollar, das britische Pfund oder der australische Dollar, die vor allem in einem stabilen Konjunkturumfeld bevorzugt sind, bieten aktuell weniger Diversifikation im Portfolio-kontext. Bei hoher Volatilität verläuft deren Kurs oft parallel zum Aktienmarkt. Die Währungsabwertung übersteigt dabei den Kursgewinn bei Obligationen. CAD-Staatsanleihen erscheinen uns in diesem Trio als am wenigsten attraktiv, da die Bank of Canada die Leitzinsen bereits mehrmals gesenkt hat und das Renditeniveau in Kanada stark gefallen ist.

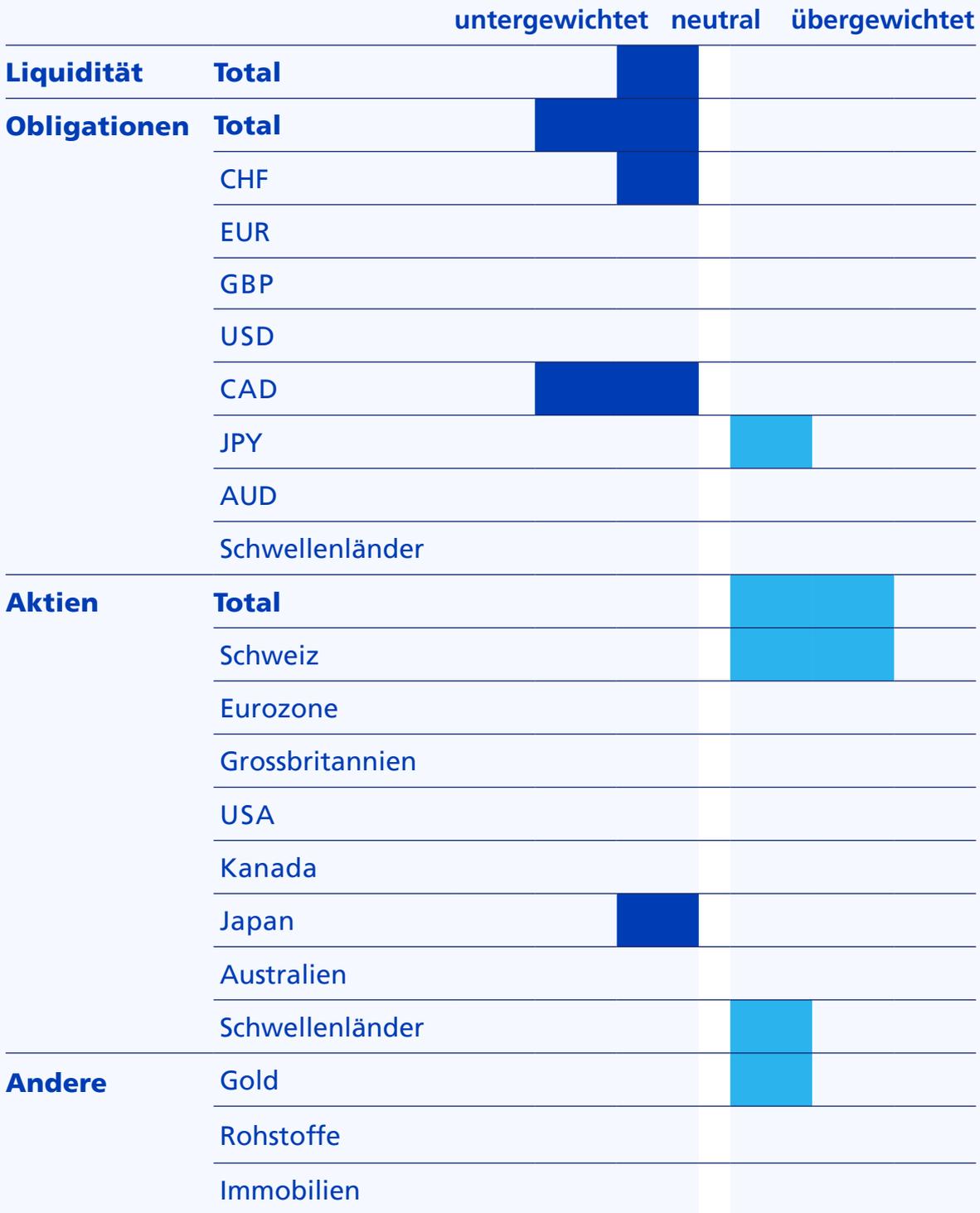
Im aktuellen politischen Umfeld sind die Obligationenmärkte nicht risikolos. Die steigende Verschuldung, die inflationäre US-Zollpolitik und damit verbundene Währungsschwankungen schränken die Gewinnchancen ein. Nach dem Rücksetzer an den Aktienmärkten sehen wir durchaus

die Chancen für eine Erholungsbewegung, falls Verhandlungslösungen im US-Zollstreit erzielt werden. Im Vergleich zum Tiefzinsumfeld im CHF-Währungsraum erachten wir die erwartete Gewinnrendite am Schweizer Aktienmarkt immer noch als attraktiv. Die Schwellenländer profitieren von der US-Dollar-Schwäche und einer positiven Gewinndynamik. Dagegen dürfte der starke Yen die Gewinnaussichten japanischer Unternehmen belasten.

Gold hat sich in den vergangenen Wochen als gute Absicherung in einem politisch unsicheren Umfeld erwiesen. Es scheint, dass sich die Goldnachfrage im Vergleich zu Obligationen gar als stabiler erweist. Die Nachfrage seitens der Zentralbanken und der globalen Investoren ist überdurchschnittlich hoch. Die Bestände von Goldfonds (ETF) steigen beträchtlich, liegen aber noch deutlich unter dem Höchststand nach Ausbruch der Corona-Pandemie.

Unsere aktuelle Prognose finden Sie unter: zkb.ch/blog-anlegen

Abbildung 3: Taktische Asset-Allokation der Anlagestrategie «Balance»
(Stand: 1.5.2025)



Rechtliche Hinweise

Die Zürcher Kantonalbank hat sich bei der Erstellung dieser Publikation an den Anlagebedürfnissen und -spezifika schweizerischer Vorsorgeeinrichtungen orientiert. Dieses Dokument dient Informations- und Werbezwecken. Es ist für die Verbreitung in der Schweiz bestimmt und richtet sich nicht an Anleger in anderen Ländern. Das Dokument stellt weder ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Dienstleistungen dar, noch bildet es eine Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Die in diesem Dokument beschriebenen Produkte und Dienstleistungen sind für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen (insbesondere Regulation S des US Securities Act von 1933) nicht verfügbar. Es wird empfohlen, die Informationen allenfalls unter Beizug einer Beraterin oder eines Beraters auf die Vereinbarkeit mit den persönlichen Verhältnissen sowie auf rechtliche, regulatorische, steuerliche und andere Auswirkungen zu prüfen. Das Dokument wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsüblicher Sorgfalt erstellt und kann Informationen aus sorgfältig ausgewählten Drittquellen enthalten. Die Meinung von Gastautoren muss sich nicht mit derjenigen der Zürcher Kantonalbank decken. Die Zürcher Kantonalbank bietet keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung des Dokuments oder von Informationen daraus ergeben. Jede Investition ist mit Risiken, insbesondere in Bezug auf Wert-, Ertrags- und allenfalls Währungsschwankungen, verbunden. Es wird darauf hingewiesen, dass allfällige Angaben über die historische Performance keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance darstellen und dass allfällig ausgewiesene Performancedaten die bei der Ausgabe und Rücknahme von Fondsanteilen erhobenen Kommissionen und Kosten unberücksichtigt lassen können. Allfällige im Dokument enthaltene Schätzungen bezüglich zukünftiger Wertentwicklungen, Renditen und Risiken dienen lediglich Informationszwecken. Sie sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Hinsichtlich allfälliger Angaben bezüglich Nachhaltigkeit wird darauf hingewiesen, dass es in der Schweiz kein allgemein akzeptiertes Regelwerk und keine allgemeingültige Liste von Faktoren gibt, die es zu berücksichtigen gilt, um die Nachhaltigkeit von Anlagen zu gewährleisten.

Wo nicht anders angegeben, beziehen sich die Angaben in diesem Dokument auf Swisscanto Fonds mit Domizil Schweiz («Swisscanto (CH)») und/oder Luxemburg («Swisscanto (LU)») und/oder auf Anlagegruppen der Swisscanto Anlagestiftungen und/oder Vermögensverwaltungsmandate bei der Zürcher Kantonalbank. Alleinverbindliche Grundlage für den Erwerb von Swisscanto Fonds sind die aktuellen Fondsdokumente (z. B. Fondsverträge/Vertragsbedingungen, Prospekte, wesentliche Anlegerinformationen beziehungsweise Basisinformationsblätter sowie Geschäftsberichte), welche unter swisscanto.com, bei der Swisscanto Fondsleitung AG, Bahnhofstrasse 9, CH-8001 Zürich (ebenfalls Vertreterin der luxemburgischen Swisscanto Fonds) und in allen Geschäftsstellen der Zürcher Kantonalbank bezogen werden können. Die Zahlstelle für die luxemburgischen Swisscanto Fonds in der Schweiz ist die Zürcher Kantonalbank, Bahnhofstrasse 9, CH-8001 Zürich. Alleinverbindliche Grundlage für Anlagen in Anlagegruppen der Swisscanto Anlagestiftungen sind die Statuten, Reglemente, Anlagerichtlinien und allfällige Prospekte der Swisscanto Anlagestiftung beziehungsweise der Swisscanto Anlagestiftung Avant. Diese können bei den Swisscanto Anlagestiftungen, Bahnhofstrasse 9, 8001 Zürich, bezogen werden.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können von der Zürcher Kantonalbank jederzeit ohne vorgängige Ankündigung geändert werden. Dieses Dokument wurde nicht von der Abteilung «Finanzanalyse» im Sinne der von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» erstellt und unterliegt folglich nicht diesen Richtlinien.



Bereits jetzt den Mittwoch, 20. August 2025, im Kalender eintragen!

16. Pensionskassentag der Zürcher Kantonalbank

Türöffnung 8.30 Uhr

SOHO, Zürich

Es erwarten Sie interessante Referate, Diskussionen und Meinungen von Expertinnen und Experten aus Wirtschaft und der Pensionskassenwelt.

Melden Sie sich jetzt an unter zkb.ch/pensionskassentag.



Zürcher
Kantonalbank