

Anlagepolitik



Miteinander

 **Luzerner
Kantonalbank**

Q4 | 2023

Unsere Markteinschätzung

Seite 7

Fokusthema

Warum es sich lohnt, langfristig auch
im Ausland zu investieren

Seite 10

Miteinander

Das Ganze ist grösser als die Summe seiner Einzelteile und das Gemeinsam-Anpacken erfolgversprechender als das Jeder-für-sich. Miteinander etwas anzustreben, verleiht Dynamik beim Erreichen des gemeinsamen Ziels. Wie im Leben allgemein ist Teamwork und Partnerschaftlichkeit auch in der Finanzwelt ein entscheidender Vorteil. Darum pflegen wir das Miteinander in unserer Bank intensiv. Nicht nur in unserem eigenen Interesse. Sondern vor allem auch im Interesse unserer Kundinnen und Kunden.

EDITORIAL

Geschätzte Investorin, geschätzter Investor

Von Flaute konnte an den Finanzmärkten zuletzt kaum gesprochen werden. So stiegen der Ölpreis und die Renditen von US-Staatsanleihen recht deutlich an. Hinzu kamen Sorgen um den Zustand von Chinas Wirtschaft. Die Aktienmärkte gaben nur leicht nach, was durchaus beachtenswert ist.

«Die Anstiege beim Ölpreis und den US-Renditen stellen wichtige Herausforderungen für die Finanzmärkte und Notenbanken dar.»

Für das Schlussquartal des Jahres wird entscheidend sein, ob die US-Konjunktur weiterhin Fliehkräften wie hohen Zinsen und steigenden Energiepreisen standhalten kann. Wir bleiben vorsichtig positioniert und empfehlen eine leichte Untergewichtung der Aktienquote.

Dass der Franken seit Jahrzehnten im Trend aufwertet, wird oft als Argument dafür verwendet, lediglich in Schweizer Vermögenswerte zu investieren. In unserem Fokustext beleuchten wir Argumente, warum dennoch ausländische Vermögenswerte in ein gemischtes Portfolio gehören.

Ich wünsche Ihnen eine interessante Lektüre.

Ihr Björn Eberhardt
Leiter Investment Office



Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

INHALT

- 4 | Highlights
- 6 | Basisszenario
- 7 | Markteinschätzung
- 8 | Konjunktur und Geldpolitik
- 10 | Fokus: Warum es sich lohnt, langfristig auch im Ausland zu investieren
- 14 | Festverzinsliche Anlagen
- 16 | Aktienmärkte
- 18 | Rohstoffe
- 20 | Immobilien
- 22 | Marktüberblick
- 23 | Makroprognosen



FOKUSTHEMA

Warum es sich lohnt, langfristig auch im Ausland zu investieren

Schweizer Wertpapiere und der Franken haben Investoren seit langem gut getan. Allerdings bieten auch Auslandsanlagen interessante Chancen. Wir beleuchten, warum es sich lohnt, auch ausländische Vermögenswerte im gemischten Portfolio zu halten.

AKTIEN

Bei den regionalen Märkten bevorzugen wir Japan und die USA. Schweizer Aktien sind wieder fairer bewertet, die Wachstumserwartungen moderat. Wir bevorzugen die Sektoren Energie, Gesundheitswesen und den nicht-zyklischen Konsum. Zyklische Konsumaktien und Immobilienwerte sollten untergewichtet werden.

ANLEIHEN

Kürzer laufende Anleihen sind weiterhin interessant, trotz Renditeanstiegs bei länger laufenden Anleihen. Wir empfehlen eine Übergewichtung von Staats- gegenüber Unternehmensanleihen, da die Risikoprämien unattraktiv sind. Schweizer Anleihen sollten leicht höher, Obligationen insgesamt aber leicht tiefer gewichtet werden.



ROHSTOFFE

Der Ölpreis ist dank der reduzierten Förderquoten der OPEC+ vorerst gut untermauert. Der Goldpreis ist unterstützt von Wachstumsorgen und der Hoffnung auf eine Leitzinspause.



IMMOBILIEN

Schweizer Wohnimmobilienfonds profitieren von steigenden Mieten beim Angebot (tiefe Leerstände) und Bestand (Anstieg Referenzzinssatz). Wir empfehlen ein leichtes Übergewicht in gemischten Immobilienfonds. Internationale Immobilienanlagen bieten ein ausgewogenes Chancen-Risiken-Verhältnis und sollten in der Anlage-taktik neutral gewichtet werden.

BASISSZENARIO

Die globale Wirtschaft wächst langsamer. Dämpfende Effekte werden dabei auch in den nächsten Monaten von der Industrie ausgehen. Dagegen dürfte der Dienstleistungssektor u.a. davon profitieren, dass sich Beschäftigung und Einkommen positiv entwickeln. Wir erwarten zudem, dass die Inflation ihren Rückgang fortsetzt. Damit und wegen der wirtschaftlich unsicheren Aussichten gehen wir davon aus, dass die Notenbanken ihre Leitzinsen nicht weiter anheben werden.

Erwartete Marktauswirkungen

Aktien und Unternehmensanleihen aufgrund hoher Bewertungen anfällig für Rückschläge. Renditen angesichts erhöhter Leitzinsen vorerst seitwärts. Gold gut unterstützt v.a. bei rückläufigen Realzinsen. Rohstoffpreise mit konjunkturellem Gegenwind.

ALTERNATIVSZENARIEN

1. Scharfe Rezession

Mögliche Auslöser: zu restriktive Geldpolitik, erneute Bankenkrise, geopolitische Eskalationen, Rohstoff-Preisschocks u. Ä.

Erwartete Marktauswirkungen

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

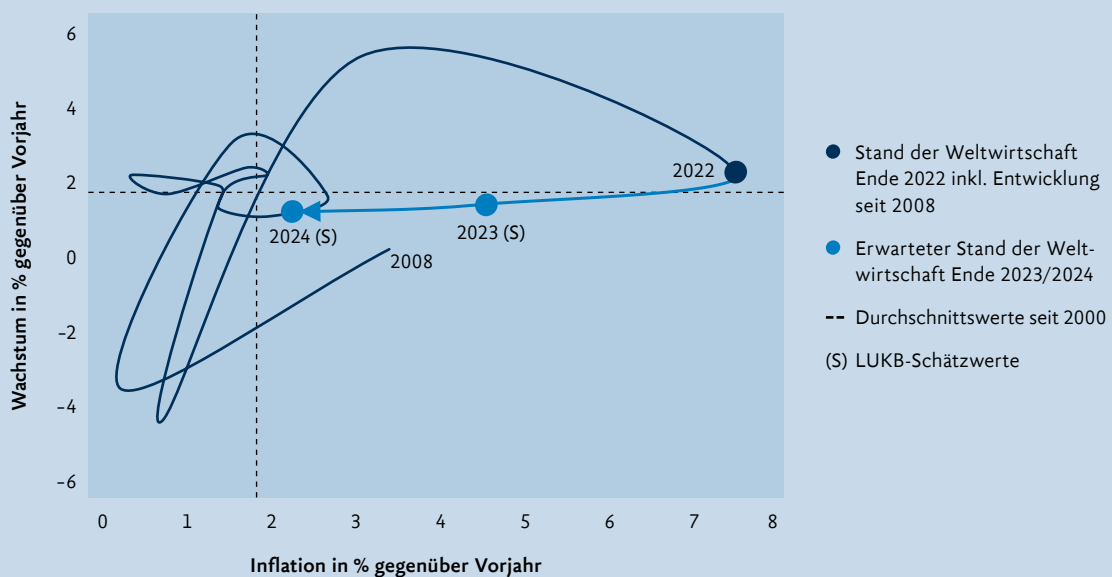
2. Globale Erholung

Mögliche Auslöser: Rascher Inflationsrückgang, Senkung der Leitzinsen, Fiskalstimulus (z.B. in China), Produktivitäts-Boom dank künstlicher Intelligenz u. Ä.

Erwartete Marktauswirkungen

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

Wirtschaftswachstum und Inflation in den Industrieländern seit 2008



MARKTEINSCHÄTZUNG

Die globalen Konjunkturaussichten sind durchgezogen. Der gestiegene Ölpreis und die straffe Geldpolitik stellen Abwärtsrisiken dar. Im Vergleich zur Verzinsung am Geldmarkt und den Obligationenrenditen erscheinen Aktien relativ hoch bewertet. Aus diesem Grund empfehlen wir ein leichtes Untergewicht bei Aktien, wobei unsere

bevorzugten Märkte der Raum Pazifik und Nordamerika sind. Anleihen sollten noch leicht untergewichtet werden. Auf der Gegenseite empfehlen wir bei Liquidität, Schweizer Immobilienfonds und Gold ein leicht höheres Gewicht als in der Strategie.

Markteinschätzungen und Positionierung per 27. September 2023

Anlageklasse		Kommentar
Liquidität		Die Liquidität sollte trotz Reduktion leicht erhöht sein u.a. wegen der mittlerweile besseren Verzinsung
Festverzinsliche Anlagen		Anleihen sind durch den Renditeanstieg in einigen Märkten etwas interessanter bewertet. Wir empfehlen eine nur leicht tiefere Gewichtung
CHF		Trotz niedriger Renditen sehen wir im Heimmarkt die geringsten Risiken eines Renditeanstiegs und Opportunitäten ausserhalb von Staatsanleihen
EUR		Die Attraktivität von EUR-Anleihen hat sich verbessert, das Risiko eines weiteren EZB-Zinsschritts klein. Der EUR selbst könnte jedoch unter Druck geraten
GBP		GBP-Anleihen weisen interessantere Renditen auf und der Inflations- sowie geldpolitische Ausblick hat sich verbessert, bleibt aber recht unsicher
USD		Anleihen in USD auf leichtes Übergewicht aufbauen. Nach jüngstem Anstieg sind die Renditen auf interessante Niveaus gestiegen
Schwellenländer		Hart- und Lokalwährungsanleihen z.T. weniger von strafferer Geldpolitik betroffen und bieten interessante Diversifikationsmöglichkeiten
Aktienmärkte		Bei Aktien raten wir zu einem Untergewicht, da wir davon ausgehen, dass die Konjunkturverlangsamung Druck auf die Bewertungen auslösen wird
Schweiz		Die Bewertung im Heimmarkt hat sich etwas verbessert. Wir finden andere Märkte derzeit aber interessanter, weshalb wir einen leichten Abbau vornehmen
Eurozone		Aktien der Eurozone gewichten wir tiefer, da die Konjunktur bereits unter Druck ist und die Region gegenüber hohen Energiepreisen stark exponiert ist
Grossbritannien		Der UK-Markt konnte sich zuletzt besser entwickeln. Trotz tiefer Aktienbewertungen sehen wir wenig Perspektiven und raten zu einem Untergewicht
Nordamerika		Die Gewinnrevisionen im US-Markt sind substantiell positiv und für uns ein wesentlicher Grund, neu ein kleines Übergewicht am US-Markt zu empfehlen
Pazifik		Japans Aktien erlebten einen erneuten Aufwärtsschub, während sich der JPY auf tiefem Niveau stabilisierte. Für uns bleibt es der bevorzugte Aktienmarkt
Schwellenländer		Schwellenländer-Aktien dürften v.a. wegen China vorerst unter Druck bleiben. Trotz tiefer Bewertung fehlt die Fantasie, wir erhöhen das Untergewicht
Realwerte		
Immobilienfonds Schweiz		Schweizer Immobilienfonds werden z.T. noch unter Inventarwert gehandelt und sind für uns eine attraktive Alternative zu CHF-Aktien und -Anleihen
Immobilien global (REITs)		Die globalen REITs-Märkte stabilisierten sich zuletzt. Die Bewertungen erscheinen günstig, für ein grösseres Engagement ist es aber noch zu früh
Gold		Dollarerholung und steigende Realzinsen belasteten nur wenig. Als Absicherung gegenüber Ereignisrisiken raten wir zu einer leichten Übergewichtung
Rohstoffe (ohne Agrar)		Rohstoffe sollten neutral gewichtet werden. Die Rally des Ölpreises ist ein Konjunkturrisiko und könnte anderen zyklischen Rohstoffen schaden
Fremdwährungen vs. Franken		Wir raten zu einem leicht höheren Anteil von Fremdwährungen im Portfolio, da die SNB ihren Zinserhöhungszyklus beendet haben dürfte

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

Konjunktur und Geldpolitik

Der globale Konjunkturzug rollt langsamer. Bremsen tut die Industrie. Die Inflation sinkt, aber die Leitzinsen bleiben vorerst unverändert.

Industrie als globale Wachstumsbremse

Die globale Wirtschaft hat in der 1. Hälfte dieses Jahres an Fahrt verloren. Als Wachstumsbremse erwies sich dabei die Industrie. Sie dürfte das Wachstum auch in den nächsten Monaten dämpfen. Grund hierfür ist u.a., dass Händler und Produzenten weltweit ihre Lagerbestände an Vor- und Fertigprodukten abbauen. Sie hatten diese nach den coronabedingten Lieferengpässen über das normale Mass aufgestockt. Gleichzeitig leidet die Industrie darunter, dass die globale Nachfrage der Konsumenten vor allem nach langlebigen Gütern, wie z.B. Möbeln und Einrichtungsgegenständen, nachgelassen hat. Stattdessen fragen sie verstärkt Dienstleistungen nach. Insbesondere solche sind gefragt, die den Menschen während der Lockdowns verwehrt blieben, wie beispielsweise Reisen und Restaurantbesuche.

Heterogene Wirtschaftsentwicklung

Aufgrund des industriellen Abschwungs haben nun die Länder das Nachsehen, deren Industrie einen verhältnismässig grossen Anteil an der Bruttowertschöpfung hat. Das trifft beispielsweise auf Deutschland zu. Dagegen profitieren Länder wie Frankreich und die USA von

der Konsumverschiebung, deren Dienstleistungssektoren einen hohen Anteil an der Wirtschaftsleistung haben.

Normalisierung zeichnet sich ab

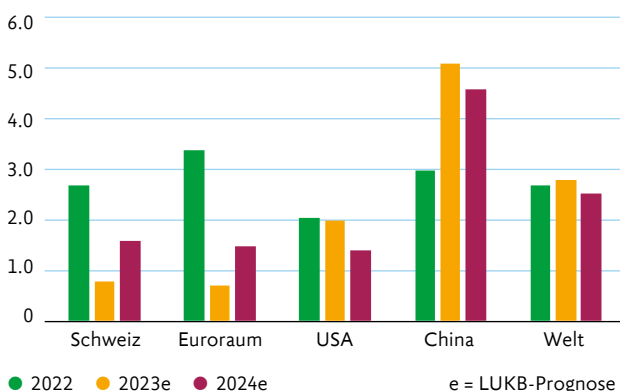
Wir gehen davon aus, dass der Abschwung in der Industrie nicht bis ins nächste Jahr tragen wird. So deutet sich an, dass der Lagerabbau dem Ende entgegenstrebt. Hierbei berichten US-Firmen, dass ihre Kunden nun über wieder angemessene Lagerbestände verfügen. Auch die aktuell noch kräftige Nachfrage nach Dienstleistungen relativ zu Gütern sollte sich wieder zu Gunsten des Güterkonsums normalisieren. Darüber hinaus gibt es einen hohen Bedarf von Investitionen u.a. in die Senkung des Energieverbrauchs, die Automatisierung und Digitalisierung von Produktionsprozessen sowie in die Umstrukturierung von Lieferketten. Das sollte der Industrie mittel- bis langfristig Rückenwind geben.

US-Wirtschaft wächst moderat

Die restriktive Geldpolitik der Notenbank (Fed) scheint an der Wirtschaft abzuperlen. Eine kräftige Kontraktion blieb bislang aus. Im Gegenteil: so deuten die Einzelhandelsumsätze für Juli und August darauf hin, dass die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben auch im 3. Quartal deutlich steigern. Die Konsumenten profitieren dabei davon, dass die Lage am Arbeitsmarkt positiv ist und die Einkommen steigen. Doch längst nicht in allen Wirtschaftsbereichen läuft es rund. Die Industrie schwächelt und der Hausbausektor leidet unter den Zinsanstiegen der Fed. Allerdings zeichnet sich ab, dass der Wohnbaubereich seinen Boden gefunden haben könn-

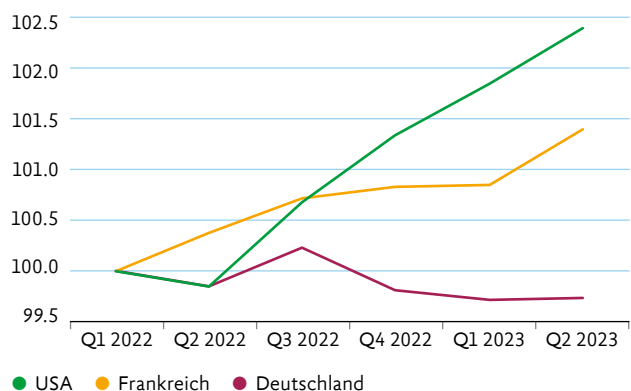
Wirtschaftswachstum

Bruttoinlandsprodukt in % gegenüber Vorjahr, preisbereinigt



Bruttoinlandsprodukt im Vergleich

preisbereinigt, indexiert, 1. Quartal 2022=100



te. Per Saldo erwarten wir für dieses Jahr ein Wachstum der Wirtschaftsleistung (BIP) um 2% zum Vorjahr. Für 2024 gehen wir von einem Wachstum von 1.4% aus. Da wir gleichzeitig mit einem weiteren Rückgang der Inflation rechnen, erwarten wir seitens der Fed keinen weiteren Zinsanstieg. Sie dürfte den Leitzins für längere Zeit auf dem aktuellen Niveau von 5.5% lassen.

Euroraum mit wenig Pepp

Auch wenn die Wirtschaft im Euroraum im 1. Halbjahr kaum vorangekommen ist, so hat sie sich doch positiv entwickelt. Bremsklotz am europäischen Konjunkturzug bleibt in den nächsten Monaten die Industrie. Sie leidet u.a. unter der globalen Nachfrageschwäche. Dagegen gehen wir davon aus, dass der private Konsum allmählich aus seinem Dornröschenschlaf erwacht und das Wirtschaftswachstum stützt. Die Voraussetzung hierfür erachten wir als positiv. So ist die Arbeitslosenquote mit zuletzt 6.4% auf einem historischen Tief. Gleichzeitig steigen die Nominallöhne und die Inflation nimmt, wenn auch langsam, tendenziell ab. Das stärkt die Kaufkraft der privaten Haushalte. Insgesamt rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von 0.7% für dieses und 1.5% für nächstes Jahr. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat ihre Leitzinsen im September nochmals angehoben. Sie signalisierte jedoch, dass sie damit das Zinshoch erreicht haben dürfte. Wir erwarten, dass sie die Leitzinsen in den nächsten Monaten unverändert lässt.

Schweiz entwickelt sich robust

Allen Widrigkeiten zum Trotz entwickelt sich die heimische Wirtschaft solide. Doch auch hierzulande gehen die positiven Impulse auf das BIP hauptsächlich vom privaten Konsum aus, während die Unternehmensinvestitionen bremsen. Doch für Letztere zeichnet sich Besserung ab. Zumindest erwarten die Hersteller von Investitionsgütern für die nächsten Monate zusätzliche Aufträge. Schliesslich ist der Bedarf, in erneuerbare Energien sowie in die Digitalisierung und die Automatisierung von Prozessen zu investieren, nach wie vor vorhanden. Für dieses Jahr zeichnet sich eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums auf 0.8% ab. Für 2024 erwarten wir eine Erholung auf 1.6%. Der Inflationsrückgang sollte sich im Trend fortsetzen, auch wenn u.a. höhere Mieten die Teuerung kurzfristig belasten dürften. Seitens der Schweizerischen Nationalbank erwarten wir keine weiteren Zinsschritte mehr.



Brian Mandt
Chefökonom

China wächst verhalten

China wuchs in den letzten Quartalen verhalten und hat die globale Konjunktur dieses Jahr damit weder positiv noch negativ beeinflusst. Zwar wird das Land davon profitieren, dass sich die globale Nachfrage im kommenden Jahr erholt, doch hat es strukturelle Probleme, die verhindern, dass die Wirtschaft nachhaltig kräftig wachsen wird. Unter anderem wird die Bevölkerung Chinas älter. Der Anteil der Menschen über 65 Jahren beträgt jetzt schon über 14% an der gesamten Bevölkerung. Gleichzeitig ist der private Konsum noch kein wichtiger Wachstumsträger. Der Abschwung am Hausmarkt und die gestiegene Arbeitslosigkeit vermiesen die Kaufkraft der privaten Haushalte. Für dieses Jahr erwarten wir, dass die Wirtschaft um gut 5% wächst. Für 2024 rechnen wir mit einem Zuwachs um 4.6%. ■

IN KÜRZE

Globale Konjunktur verliert an Schwung

Die Industrie bremst noch

Positive Impulse kommen vom Dienstleistungssektor

Die Inflation nimmt tendenziell ab

Die Zentralbanken halten Zinsen vorerst unverändert

Warum es sich lohnt, langfristig auch im Ausland zu investieren



Schweizer Wertpapiere und der Franken haben Investoren seit langem gut getan. Wir beleuchten, warum es sich trotzdem lohnt, auch ausländische Vermögenswerte im Portfolio zu halten.

Josh Bouchard Investment-Strategie

Schweizer Anlagen: keine schlechte Option

Die Frage «Warum sollte ich mein Geld im Ausland investieren?», beschäftigt Investoren in den meisten Ländern. Doch aus einer Schweizer Perspektive klingt sie besonders dringlich. Das hat einen guten Grund: Die Schweiz hat Anlegenden über die Jahre u.a. dank einer stabilen Geld- und Fiskalpolitik einen sicheren Hafen geboten, die die zahlreichen Krisen der jüngeren Vergangenheit abfederte. Auch in den letzten drei Jahren war dieser Vorteil deutlich spürbar, denn die Schweiz litt viel weniger unter der Inflation und den Verwerfungen der Pandemie als andere Länder.

Folgt daraus aber zwangsläufig, dass Schweizerinnen und Schweizer immer nur auf den Heimmarkt setzen sollten? Die Antwort ist nicht so einfach, wie es scheint. Denn es gibt gute Gründe Für und Wider.

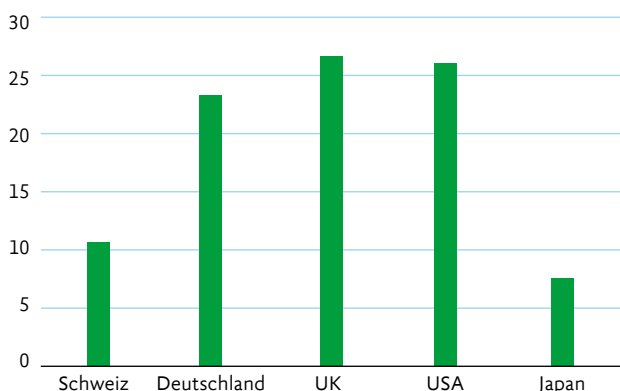
Sinnvoll ist es aus Schweizer Sicht in jedem Fall, dem Heimmarkt ein grosses Gewicht im Portfolio einzuräumen, der sogenannte «Home Bias». Und damit ein grösseres, als sein Anteil an den globalen Finanzmärkten ausmacht. Denn der Schutz der Kaufkraft des Ersparten und damit des eigenen Lebensstandards ist bei den meisten Investoren eines der wichtigsten Ziele. Und hier haben die Schweiz und Schweizer Vermögenswerte eine klare Erfolgsgeschichte.

Aber dennoch hat ein angemessenes Gewicht von ausländischen Vermögenswerten wie Aktien, Anleihen und Rohstoffen in vielen Portfolios ihre Berechtigung, auch wenn die Referenzwährung Schweizer Franken heisst, denn:

- sie bieten Diversifikation, indem sie länder-, unternehmens-, sektorenspezifische sowie makroöko-

Gewinnpotenzial bei 10-jährigen Staatsanleihen

Gesamtrendite im Fall einer starken Rezession, in %



Marktanteile der Aktiensektoren

in Prozent vom jeweiligen Gesamtmarkt

	Schweiz	Welt	Differenz
Gesundheitswesen	35%	12%	23%
Nicht-zyklischer Konsum	23%	7%	16%
Industrie	15%	10%	5%
Finanzen (inkl. Immobilienwerte)	17%	18%	-1%
Roh- und Grundstoffe	2%	5%	-2%
Versorger	0%	3%	-2%
Energie	0%	5%	-5%
Zyklischer Konsum	5%	11%	-6%
Telekommunikation	1%	8%	-7%
Informationstechnologie	1%	22%	-21%

nomische Risiken verringern, was letztendlich zu einem besseren Rendite-Risiko-Verhältnis führt.

- sie ermöglichen es Investoren, direkter an Trends wie beispielsweise Künstliche Intelligenz (KI) zu partizipieren, als dies am Heimmarkt möglich ist.
- sie bieten teilweise bessere langfristige Gewinnmöglichkeiten, wie z.B. Anlagen in Schwellenländern.

Diversifikation hat Priorität

In der Anlageberatung wird oft die hohe Bedeutung der «Diversifikation» betont. Was aber verbirgt sich hinter diesem vielschichtigen Begriff? Diversifikation ist zunächst nichts anderes, als das Vermögen auf viele unterschiedlich wirkende Gefässe aufzuteilen. Ein Beispiel: Würde man zu einem Portfolio, das ganz aus Roche-Aktien besteht, Aktien von Novartis hinzufügen, würde man bereits eine Art von Diversifikation erzielen. Denn man ist besser vor dem eventuellen Misserfolg bei einer der Firmen geschützt. Firmenspezifische Risiken können also leicht verringert werden, indem man in mehrere unterschiedliche Aktien investiert. Ähnliches gilt für Sektoren oder Länder. Aber was wäre, wenn die globale Wirtschaft einbrechen würde und eine Korrektur an den Aktienmärkten insgesamt auslösen würde? Um dieses Risiko teilweise zu verringern, braucht man eine andere Art der Diversifikation – eine, die sich für makro-ökonomische Faktoren eignet.

Zu diesem Zweck werden üblicherweise Staatsanleihen im Portfolio eingesetzt. Denn in Rezessionen senken die Notenbanken meist die Leitzinsen und Anlegende sind auf der Suche nach «sichereren Häfen». Beides lässt die Renditen von Staatsanleihen sinken, ihre Kurse dadurch steigen. Dieser Effekt hilft, Verluste bei Aktien auszugleichen und ist vielleicht die wichtigste Art der Diversifikation in einem gemischten Portfolio.

Diese Schutzfunktion haben Staatsanleihen im Laufe der Jahre wahrnehmen können. Allerdings boten Schweizer Anleihen aufgrund des deutlich tieferen Rendite-niveaus eher weniger Schutz. So haben beispielsweise US-Staatsanleihen im Krisenjahr 2008 etwa doppelt

so hohe Kursgewinne erzielt. Zu Beginn der Pandemie war der Unterschied noch grösser, weil die damals sehr negativen Schweizer Renditen weitere Kursgewinne weitgehend verhinderten. Seitdem hat sich das Absicherungs-Potenzial von Schweizer Anleihen wegen des Zinsanstiegs verbessert, aber im internationalen Vergleich bleibt es bedeutend tiefer (siehe Abbildung links). Der ausgleichende Effekt von Anleihen im Portfolio ist also bei den höher rentierenden globalen Anleihen höher.

Wir empfehlen bei solchen Anlagen strategisch eine Absicherung des Wechselkursrisikos (Währungs-Hedging). Dafür steht heutzutage eine Vielzahl von Produkten zur Verfügung, in denen dies direkt vorgenommen wird. Zwar ist diese Absicherung mit Kosten verbunden. Langfristig erhält man aber in etwa die Schweizer Verzinsung, hat aber in Krisensituationen einen besseren Schutz im gemischten Portfolio.

«Vermögenswerte im Ausland bieten Diversifikation und Zugang zu interessanten Themen.»

Breitere Exponierung zum globalen Trend

Bei Aktien ist offensichtlicher, warum ausländische Anlagen Sinn machen. Der Schweizer Markt hat sicher einige Vorteile gegenüber anderen Märkten. Neben dem konkurrenzfähigen Geschäftsmodell vieler Firmen hat er einen defensiven Charakter, was für stabile Umsätze bzw. Gewinne sorgt. Er

ist aber auch von einer Handvoll grosser Unternehmen geprägt, die sich in diesen Sektoren betätigen.

Das bedeutet zum einen, dass sich sogenannte Klumpenrisiken auftun können, wenn einzelnen Unternehmen ein sehr hohes Gewicht im Portfolio haben. Ferner sind einige andere global bedeutende Sektoren z.T. stark unterrepräsentiert. Auch wenn viele Schweizer Firmen global tätig sind, hat das zur Folge, dass Anlegende an zyklischen Wirtschaftsentwicklungen und langfristigen Trends über Aktien aus dem Heimmarkt allein nicht ausreichend partizipieren können.

So fehlen z.B. Unternehmen, die in den Bereichen Technologie und Energie tätig sind (siehe Abbildung rechts). Energieaktien bieten noch eine andere Art der Diversifikation, nämlich Schutz vor Inflation und gewissen



Marktopportunitäten im In- oder Ausland wahrnehmen? Die Pros und Contras.

Phasen geopolitischer Spannungen. Ihr Anstieg um 50% im Jahr 2022 half den Portfolios in einem ansonsten schlechten Aktienjahr, während die Begeisterung für Tech-Aktien der grosse Markttreiber in diesem Jahr ist.

Es liegt auf der Hand, dass Trends nicht für immer anhalten und die beliebtesten Titel eines Zyklus sind oft das Schlusslicht im nächsten. Man kann aber durch eine konstant gewichtete Allokation in ausländische Aktien daran partizipieren und neben den oben erwähnten Vorteilen der Diversifikation, ein besseres Rendite-Risiko-Verhältnis erzielen. Auch bei Aktien kann Währungs-Hedging Vorteile bringen und für interessierte Anlegende gibt es mehrere Optionen.

Höheres Risiko, höhere erwartete Renditen

Eines der Grundprinzipien der Marktwirtschaft lautet: Je mehr Risiko eingegangen wird, desto höher sollte die erwartete Rendite ausfallen. Wechselkursrisiken der Industrieländer sind hier eine Ausnahme, da sie nur durch die risikofreien Renditen der jeweiligen Länder kompensiert werden. Liegen die risikofreien Zinsen in einem Land höher als in der Schweiz, z.B. wegen höherer Inflation, wird dies im Durchschnitt aber durch eine Abwertung der Währung im Ausmass des Zinsvorteils ausgeglichen.

Bei Schwellenländern hingegen gilt das Grundprinzip. Denn deren Wirtschaftssysteme sind weniger stabil, sodass sie u.a. für Währungskrisen anfälliger sind. Das heisst, dass Anleihen dieser Länder höhere Renditen anbieten müssen, um Kapital ins Land zu locken. Aus diesem Grund können Investierende hier für das eingegangene Währungsrisiko mittelfristig mit einer Risikoprämie rechnen, die eine Komponente der höheren Renditen solchen Anleihen darstellen. Mit anderen Worten: im Schnitt verlieren die Währungen weniger als die Zinsdifferenzen nahelegen würden. So zeigt sich: Staatsanleihen der Schwellenländer (exkl. Russland) haben in den letzten 20 Jahren fast 3% pro Jahr in CHF zugelegt und sind seit 2022 eher unverändert, während die Staatsanleihen der Industrieländer (inkl. Schweiz) stark unter Druck standen. Da Schwellenländer langfristige interessante Perspektiven haben, erachten wir eine

Beimischung solcher Anlagen für gemischte Portfolios als sinnvoll.

Im Ausland investieren, aber der Heimat treu bleiben

Das Schweizer Wirtschaftsmodell hat sich während der Krisen der letzten Jahrzehnte als sehr robust erwiesen. Auch ist das Vertrauen in die seit langer Zeit verantwortungsvolle Geld- und Fiskalpolitik international sehr

hoch. Das rechtfertigt aus unserer Sicht einen hohen Anteil von Schweizer Anleihen, Aktien und Immobilien in einem strategischen Portfolio.

Wie oben erwähnt, gibt es aber auch einige gute Gründe, warum Investitionen in ausländische Vermögenswerte sinnvoll sind. Die am Anfang erwähnte Frage sollte daher anders formuliert werden: Wieviel von einem ausgewogenen Portfolio sollte (lang-

fristig) in ausländische Anlagen investiert werden? Auch wenn die konkrete Antwort im Einzelfall von den finanziellen Zielen der Anlegenden abhängt, lassen sich zusammenfassend einige Faustregeln für ein gemischtes Portfolio ableiten:

- innerhalb der Aktien sollte ca. 25-30% im Heimatmarkt Schweiz investiert werden, der Rest im Ausland (Die Schweiz macht dagegen nur 3% des globalen Marktes aus).
- im Obligationenteil sollte in etwa die Hälfte in qualitativ hochwertige ausländische Anleihen investiert werden, wobei sich besonders bei diesem Teil die Währungsabsicherung empfiehlt.
- daneben runden Positionen in Schwellenländeranleihen, Immobilien, Gold und Rohstoffen ein optimales Portfolio ab.

Ein auf diese Art zusammengestelltes Portfolio ist am besten geeignet, attraktive inflationsbereinigte Renditen über unterschiedliche Marktphasen hinweg zu erzielen. Das unterstützt Anlegende dabei, die jeweiligen Anlageziele zu erreichen. ■

«Auch bei einem hohen Anteil des Heimatmarkts können ausländische Anlagen die Portfolioeigenschaften verbessern.»

Festverzinsliche Anlagen



Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

Kürzer laufende Anleihen bleiben interessanter als länger laufende, da sie zumeist mehr rentieren. Bei Unternehmensanleihen hat sich die Bewertung verschlechtert. Schwellenländeranleihen sollten neutral gewichtet werden.

Die Märkte für festverzinsliche Anlagen hielten einige Überraschungen im 3. Quartal bereit. Dazu zählte vor allem ein recht ausgeprägter Anstieg der US-Renditen just zu einer Zeit, in der die Mehrheit der institutionellen Investoren nach eigenen Angaben Übergewichtet in Anleihen positioniert war. So ging es bei US-Staatsanleihen mit Laufzeit 10 Jahre seit Ende Juni um mehr als 60 Basispunkte nach oben auf zuletzt fast 4.5%. In der Schweiz dagegen erfüllte sich unsere Erwartung, dass die Renditen mehr oder weniger stabil um 1% bleiben würden (siehe Abbildung links). Gründe für den Zinsanstieg in den USA finden sich einige - von Sorgen um hohe Neuemissionsvolumen seitens des Finanzministeriums über die nur langsam zurück kommende Inflation bis hin zu Sorgen, die chinesische Zentralbank könnte ihre USD-Anleihen zur Stützung der Heimwährung reduzieren.

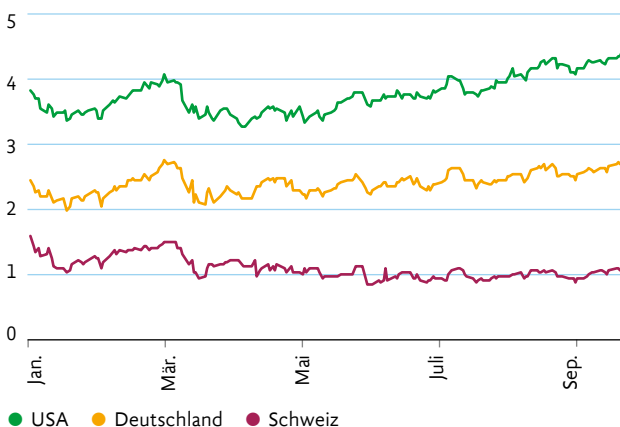
Renditeanstieg setzt sich fort

US-Haushalt mit hohem Finanzierungsbedarf

Die Finanzierung der US-Haushaltsdefizite stellt die Finanzmärkte in der Tat vor eine Herausforderung. So erhöhte das US-Finanzministerium Ende Juli seine Schätzung für die Kreditaufnahme für das 3. Quartal um ganze USD 274 Mrd. auf USD 1'000 Mrd. im Vergleich mit einer ersten Schätzung aus dem Mai. Dies war ein Auslöser für den Renditeanstieg Anfang August. Und für das 4. Quartal wird ein Bedarf an weiteren USD 850 Mrd. erwartet. Für das Gesamtjahr 2023 rechnet der Internationale Währungsfonds mit einem Defizit von USD 1'700 Mrd., was ca. 6.3% des Bruttoinlandprodukts des laufenden Jahres entspricht (siehe Abbildung rechts). Neben der Finan-

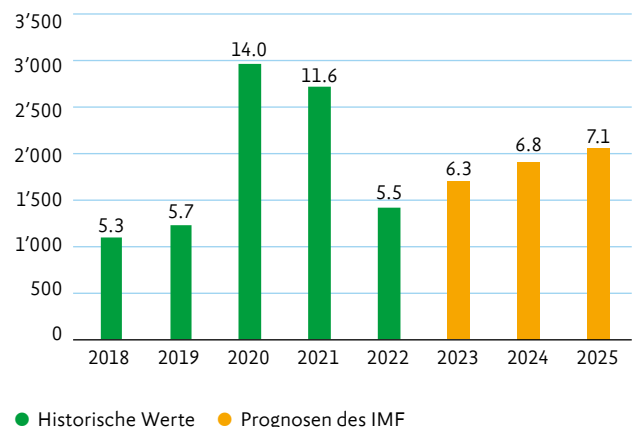
Staatsanleiherenditen im Jahr 2023

in %, Laufzeit 10 Jahre



Entwicklung der US-Haushaltsdefizite

in Mrd. USD (Achse) bzw. in % vom BIP des Jahres (Balkenbeschriftung)



zierung des Defizits müssen natürlich auch fällig werdende Anleihen gerollt werden, wovon allein im 4. Quartal noch einmal USD 600 Mrd. anstehen. Im Gesamtjahr 2024 folgen dann weitere USD 2'600 Mrd. sowie ein Defizit, das noch einmal etwas höher als in 2023 ausfallen dürfte. Da die US-Notenbank derzeit ihre Anleihebestände reduziert, deutet der Angebotsausblick darauf hin, dass das gegenwärtige US-Renditeniveau fundamental gut untermauert ist.

Wenn sich die globale Wirtschaft im Grossen und Ganzen entwickelt, wie wir in unserem Basisszenarios skizzieren, dürften die Renditen am kurzen Ende (Laufzeit 2 Jahre) vorerst auf den heutigen Niveaus verbleiben und nur auf Sicht von einem halben Jahr etwas tiefer tendieren. Im Laufzeitenbereich 10 Jahre könnte eine rückläufige Inflation mittelfristig wieder zu etwas tieferen Renditen führen. Der Spielraum erscheint aufgrund der Haushaltsdefizite in den USA jedoch begrenzt. Damit dürfte sich vorerst nur wenig an den Zinsstrukturkurven ändern, die Inversion könnte mittelfristig allerdings wieder zunehmen, d.h. die 10-jährigen Renditen könnten etwas mehr sinken als die 2-jährigen.

Die Bewertung von Unternehmensanleihen relativ zu Staatsanleihen hat sich in den vergangenen Monaten zunehmend verschlechtert. So haben sich die Risikoaufschläge im Euroraum und den USA gegenüber dem Ende des 2. Quartals weiter eingengt und befinden sich nahe der bisherigen Jahrestiefs von Anfang Februar. Als Spiegelbild der guten Performance der Aktienmärkte zeigt sich hier eine grosse Zuversicht der Investoren, dass der US-Wirtschaft eine sanfte Landung gelingen wird. Aus unserer Sicht sind die Bewertungen gerade im Euroraum und den USA unattraktiv hoch, weshalb wir eine Untergewichtung gegenüber Staatsanleihen empfehlen. Nur im Schweizer Markt, wo die Bewertung von Staatsanleihen sehr hoch ausfällt, empfehlen wir ein Übergewicht von Unternehmensanleihen.

Bei den Schwellenländeranleihen zeigten sich insbesondere die Lokalwährungsanleihen in Franken gerechnet schwächer im 3. Quartal. Dies lag an Verlusten bei einigen asiatischen Währungen sowie dem polnischen Zloty und der tschechischen Krone. In Lokalwährung war die Performance meist gut, hier bildete Mexiko (-2.4%) das Schlusslicht, Ungarn legte 3.1% zu. Hartwährungsanleihen litten (in Schweizer Franken gerechnet) ebenfalls, da der US-Dollar gerade im Juli deutlicher unter Druck geriet. Auch der Renditeanstieg bei US-Anleihen belastete die Kurse. Im Portfoliokontext empfehlen wir weiterhin eine Gewichtung von breit diversifizierten Schwellenländeranlagen in Hart- und Lokalwährungen gemäss Anlagestrategie. ■

**Inversion der Zinskurven
dürfte wieder zunehmen**

**Unternehmensanleihen
relativ teuer, Schwellenländer
neutral gewichten**

IN KÜRZE

**Anleihequote leicht tiefer
gewichten**

**Kürzere Laufzeiten auf Portfolio-
ebene bevorzugen**

**Staatsanleihen in EUR und US-
Dollar gegenüber Unternehmens-
anleihen generell attraktiver**

**CHF Anleihen leicht überge-
wichten, Unternehmensanleihen
bevorzugen**

**Schwellenländeranleihen in Hart-
währung und Lokalwährungen
neutral gewichten**

Aktienmärkte

Aktien blieben auch im 3. Quartal gesucht. Der Schweizer Aktienmarkt erscheint fair bewertet und der US-Markt wird unterstützt von den grosskapitalisierten Werten. Schwellenländer-Aktien leiden unter der Konjunkturschwäche Chinas.

Die wichtigsten Aktienmärkte haben gemessen in Schweizer Franken seit dem Jahresanfang deutlich zugelegt. Spitzenreiter war der US-Aktienmarkt, der ein Plus von rund 14% verzeichnete, das Schlusslicht bildeten die Schwellenländer, die nur leicht im Plus liegen. Während in den USA die Mega-Caps für Schwung sorgten, wirkte China bei den Schwellenländern hemmend.

Regionen: Pazifik und USA bevorzugt

Auf regionaler Ebene haben wir derzeit folgende Einschätzungen:

Schweiz: Der Markt ist aus historischer Sicht fairer bewertet und das vom Markt antizipierte Gewinnwachstum für das nächste Jahr erscheint moderat. Vor dem Hintergrund der von uns erwarteten robusten Konjunktorentwicklung besteht daher durchaus Potenzial für positive Gewinnüberraschungen.

Eurozone: Aktien zehren in dieser Region nach wie vor von ihrem überzeugenden Jahresstart. Europäische

Dividendenpapiere bleiben interessant bewertet, bei nur moderaten Gewinnwachstumserwartungen. Der Leitzinspfad der EZB wird die Entwicklung der Aktien massgeblich beeinflussen.

UK: Der britische Aktienmarkt profitierte jüngst vom gestiegenen Ölpreis. Ölwerte haben einen Anteil von über 14% am Gesamtmarkt, weshalb dessen künftiger Verlauf weiter stark vom Ölpreis beeinflusst werden dürfte.

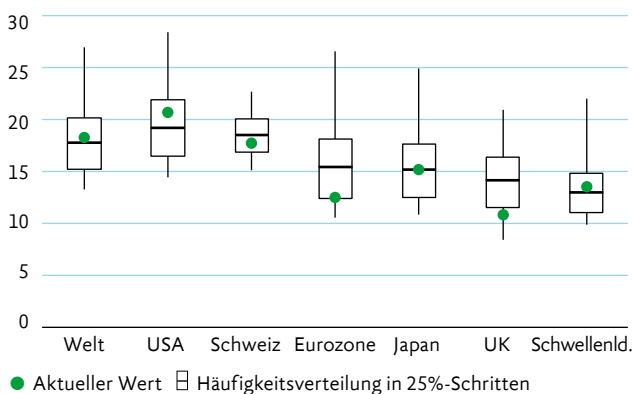
Nordamerika: Grosskapitalisierte Werte haben sich in diesem Jahr deutlich besser entwickelt als kleinkapitalisierte. Insbesondere die Mega-Caps haben deutlich an Boden gewonnen. Die Bewertung des US-Aktienmarktes ist im historischen Vergleich fortgeschritten, was insbesondere auf die teuren Mega-Caps zurückzuführen ist. Die Gewinnrevisionen sind aber substantiell positiv.

Pazifik: Der japanische Aktienmarkt überzeugte in diesem Jahr ebenfalls. Die Bewertung ist im historischen Vergleich und relativ zu anderen Aktienmärkten fair. Exporteure profitieren vom günstigen japanischen Yen. Zudem begrüssen wir die Initiative der Tokioter Börse, welche die Unternehmen zu mehr Transparenz und besserer Unternehmensführung anhält.

Schwellenländer: Die Märkte vermochten bislang nicht zu überzeugen. Vor allem in China fehlt uns weiterhin die Fantasie. Strukturelle Probleme im Immobiliensektor und fehlende Sozialwerke wirken hemmend. Sie führen dazu, dass der Konsum nicht zur gewünschten

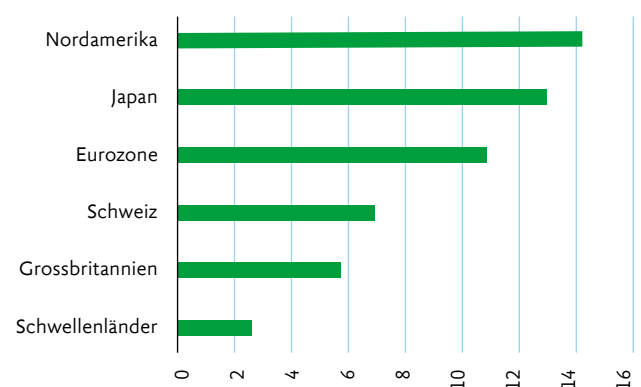
Bewertung der Aktienmärkte im 10-Jahres-Vergleich

Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Sicht 1 Jahr im Voraus



Gesamtrenditen 2023 in CHF bis 18.09.2023

in %



Konjunkturstütze werden kann. Da China mit rund 30% das mit Abstand grösste Gewicht im Schwellenländerindex aufweist, bleiben wir vorsichtig.

Sektoren: Fokus auf Qualitätswerte

Die robuste Beschäftigungsentwicklung und die rückläufige Inflation stützen den Konsum. Wir gehen davon aus, dass die Konsumausgaben in den nächsten Monaten anziehen werden, auch wenn sich die Dynamik verlangsamt. Aus China erwarten wir weniger Impulse, gerade auch für den Konsum. Die Übertreibungen am Immobilienmarkt müssen in den nächsten Jahren korrigiert werden. Der Mittelstand, der Wohnungen auch als Investitionsobjekte gekauft hat, leidet unter sinkenden Immobilienpreisen. Fehlende Sozialversicherungen zwingen die Chinesen für schlechte Zeiten zu sparen. Darum kommt der private Konsum nicht in Schwung.

Sektor	LUKB-Einstufung
Energie	übergewichten
Finanzen	neutral
Gesundheitswesen	übergewichten
Immobilienwerte	untergewichten
Industrie	neutral
Kommunikation	neutral
Nicht-zyklischer Konsum	übergewichten
Roh- und Grundstoffe	neutral
Technologie	neutral
Versorger	neutral
Zyklischer Konsum	untergewichten

Wir bleiben darum im nicht-zyklischen Konsum Übergewichtet. Beim zyklischen Konsum bleiben wir im Moment vorsichtig, auch wenn dieser im Moment, getragen durch Mega-Caps im Automobilssektor und im Onlinehandel, eine starke Kursentwicklung aufweist. Im Subsektor Luxusgüter fehlt das Momentum.

Wir favorisieren Pharmakonzerne mit starken Neulancierungen, guten Wirkstoffpipelines und soliden Bilanzen. Grosse Auftragsfertiger für die Medikamentenforschung und -produktion überzeugen uns mit attraktivem Wachstum, hohen Eintrittshürden und starken Kundenbeziehungen. Zudem können diese davon profitieren, dass Lieferketten zurückgeholt werden und wieder vermehrt vor Ort produziert wird. Allerdings ist dies ein längerer Prozess.



Reto Lötscher
Leiter Finanzanalyse

Angesichts der hohen Energiepreise bleibt der Energiesektor einer unserer Favoriten. Wir gehen davon aus, dass konjunkturelle und geopolitische Faktoren den Ölpreis auf gegenwärtigem Niveau gut unterstützen werden. Integrierte Energiewerte werden in der Lage sein, hohe Dividendenausschüttungen vorzunehmen und gleichzeitig die nötigen Investitionen zu tätigen.

Wir stufen den Kommunikationssektor neutral ein. Der Sektor ist allerdings sehr heterogen. Die dominierenden Online-Plattformen entwickeln sich gut und die Themenparks erfreuen sich robuster Nachfrage. Fernsehsender, Werbeagenturen und Telekommunikation bleiben dagegen strukturell unter Druck. Letztere unterliegen einem starken Preiskampf.

Im Immobiliensektor bleiben wir untergewichtet, da dieser am negativsten auf höhere Zinsen reagiert. ■

IN KÜRZE

Schweizer Aktienmarkt mit Potenzial für Gewinnüberraschungen

Europäische Aktien günstiger bewertet als US-Aktien

Schwacher JPY stützt japanische Aktien

Vorsicht bei Schwellenländern aufgrund von China

Bevorzugte Sektoren: Energie, Gesundheitswesen, nicht-zyklischer Konsum

Rohstoffe



Andreas Müller
Analyst Rohstoffe

Der Rohölpreis stieg infolge von Förderkürzungen. Viele Industriemetalle tendierten im Zuge von Unsicherheit richtungslos, und Gold mäanderte trotz steigender Realrenditen seitwärts.

Aufgrund der Unsicherheiten an den Märkten bewegten sich die meisten Rohstoffpreise über die letzten drei Monate bis Mitte September weitestgehend seitwärts. Die Basismetalle litten einerseits unter dem verhaltenen Wirtschaftsausblick Chinas, andererseits wurde die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession zusehends reduziert. Der Rohölpreis konnte von Förderkürzungen profitieren und verzeichnete ein Plus von über 25%. Der Preis von Gold bewegte sich seitwärts und hielt sich mehrheitlich über der Marke von USD 1'900 pro Unze. Der Palladiumpreis glitt weiter ab und verlor mehr als 10% über die letzten drei Monate. Das Edelmetall, das bei Fahrzeugkatalysatoren eingesetzt wird, litt unter der Substitution durch das billigere Platin und unter einer stärkeren Nachfrage nach Elektrofahrzeugen.

Gold ist ein interessanter Portfoliobaustein

Obwohl die Realrenditen in den letzten Monaten deutlich gestiegen sind, hat sich Gold unter Schwankungen seitwärts bewegt. Bei steigenden Zinsen wird Gold zunehmend unattraktiv, da es keine Rendite abwirft. Die Furcht vor erhöhter Inflation und damit verzögerten Zinssenkungen führte einerseits zu Verkäufen bei Exchange Traded Funds (ETFs). Andererseits wirkten sich Anzeichen einer allmählichen Wachstumsverlangsamung und eines weniger restriktiven Notenbankkurses positiv auf den Preis des Edelmetalls aus. Die Hoffnung auf ein baldiges Ende der Leitzinserhöhungen könnte den Goldpreis mittelfristig gut unterstützen.

Gaspreis durch Streiks in Australien beeinflusst

Die europäischen Gaspreise liegen mit rund EUR 35 pro MWh zwar um 90% unter dem Höchststand des Vorjahres, sind aber nach starken Schwankungen in den letzten Monaten fast doppelt so hoch wie beim Tiefststand im Juni.

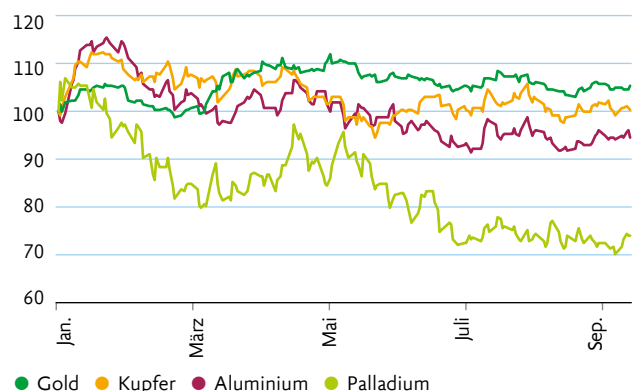
Preis von Erdöl der Sorte Brent

in USD je Fass



Preis ausgewählter Metalle

in USD, indiziert. 1. Januar 2023 = 100



Grund dafür sollen Streiks in Flüssiggasanlagen (LNG) in Australien sein, was auch in Europa zu Engpässen führen könnte. In den nächsten Winter dürften wir aber deutlich entspannter gehen und erwarten keine so grossen Preissprünge mehr wie letztes Jahr. Denn die europäischen Gasspeicher sind wieder zu rund 94% gefüllt, was am oberen Ende des Üblichen liegt. Neben verschiedenen neuen Flüssiggasquellen scheinen gewisse europäische Länder immer noch Gas aus Russland zu beziehen, was für politische Verstimmung in der EU sorgt. Dennoch dürften die Preise je nach Wetterlage und politischen Diskussionen volatil bleiben.

Bei den Industriemetallen fielen die Schwankungen bei Zinn auf. Auslöser für den zwischenzeitlichen Preisanstieg war die Nachricht, dass der grosse Zinnerzproduzent Myanmar den Zinnabbau per 1. August verboten hat, um die verbliebenen Bodenschätze des Landes zu schonen, bis gute Abbaubedingungen herrschen. Die übrigen Basismetalle standen mehrheitlich wegen der verhaltenen Konjunkturentwicklung in China unter Druck. Mittelfristig dürften sich jedoch die Energiewende und die damit verbundene höhere Nachfrage nach vielen Basismetallen wieder positiv auf die Preise auswirken.

Der Ölpreis konnte von der Entschlossenheit Saudi-Arabiens profitieren, «alles zu tun, was nötig ist, um den Ölmarkt zu stabilisieren». Tatsächlich haben Saudi-Arabien und Russland, die beiden wichtigsten Länder der OPEC+, die bereits für Juli vorgenommenen Kürzungen der Förder- bzw. Exportmengen mehrmals verlängert und neu bis Ende des Jahres festgelegt. Das lag deutlich über den Erwartungen des Marktes, der nur von einer Verlängerung bis Ende Oktober ausgegangen war. So notierte das Fass der Sorte Brent kürzlich zum ersten Mal seit knapp neun Monaten wieder über der Marke von USD 90.

Saudi-Arabien ist an einem höheren Ölpreis interessiert, selbst wenn das eigene Wirtschaftswachstum aufgrund der Förderkürzungen darunter leidet. Denn das Land investiert in diverse Infrastrukturvorhaben, wie z.B. den Bau der futuristischen Stadt Neom. Dies soll die Abhängigkeit des Landes vom Erdöl auf längere Sicht reduzieren. Zusätzlichen Auftrieb erhielt das schwarze Gold auch durch den unerwartet starken Rückgang der Lagerbestände in den USA. Zudem erwarten diverse Ölgorganisationen aufgrund der Angebotsverknappung eine Unterversorgung, was den Preisanstieg weiter unterstützte.

Allerdings lassen die höheren Ölpreise zunehmend Inflations- und Konjunkturängste aufkommen. Wir gehen davon aus, dass der Rohölpreis auf dem aktuellen Niveau sehr gut unterstützt ist, aber in den nächsten Wochen aufgrund der Hurrikan-Saison im Golf von Mexiko, wo sich viele Ölbohrtürme befinden, etwas volatiler werden könnte. ■

Schwache Wirtschaftsdaten lasten auf den Basismetallen

Ölpreis profitierte von Fördermengkürzungen

IN KÜRZE

Rohölpreis profitiert von Förderkürzungen durch die OPEC+

Gaspreise stiegen wegen Streiks in Australien

Goldpreis hält sich trotz Anstieg der Realrenditen

Industriemetalle mehrheitlich unter Druck, Nachfrage wird jedoch wegen Energiewende substantiell ansteigen

Immobilien

In der Schweiz bleibt die Nachfrage nach Wohnraum sehr robust, was sich in weiter sinkenden Leerständen zeigt. Der resultierende Aufwärtsdruck auf Angebotsmieten ist positiv für Wohnimmobilienfonds. Bei internationalen REITs zeigen sich Chancen und Risiken ausgeglichen.

Auch wenn zum Ende des 3. Quartals bei Schweizer Immobilienfonds eine leicht positive Quartalsperformance zu Buche schlägt, so gab es doch im August eine Phase, in der es zu stärkeren Kurskorrekturen kam. Grund war der deutliche Anstieg bei den Staatsanleiherenditen, der in diesem Zeitraum auftrat und zins-sensitive Anlageklassen belastete. Jedoch konnten die Kursverluste im September weitgehend wieder wettgemacht werden, da sich die Sorgen vor weiter steigenden Zinsen beruhigten.

Leerstandsziffer sinkt das dritte Jahr in Folge

Die Mitte September veröffentlichten Zahlen zum Leerstand beim Schweizer Wohnraum verdeutlichten einmal mehr die angespannte Lage am Schweizer Wohnimmobilienmarkt. Per Stichtag 1. Juni 2023 standen noch 54'800 Wohnungen leer, das waren 6'700 Wohnungen weniger

als im Vorjahr. Bezogen auf den gesamten Wohnungsbestand einschliesslich Einfamilienhäuser waren somit nur 1.15% der Wohnungen leer. Nachdem die Leerwohnungsziffer bereits im Vorjahr unter die Marke von 1.5% gefallen war, ist sie nun nochmals um 0.16 Prozentpunkte gesunken.

Tiefer Leerstand in Kantonen Zug und Genf

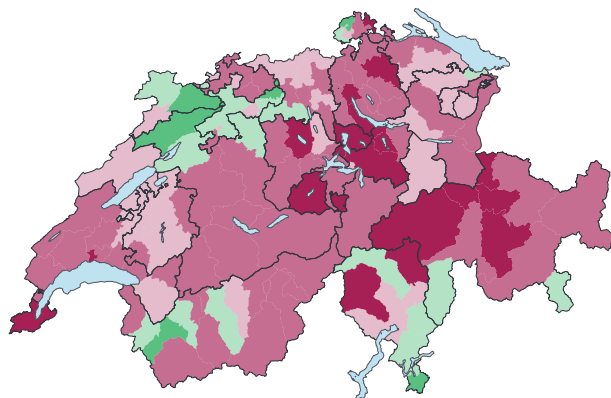
Die tiefsten Leerwohnungsziffern weisen die wirtschaftsstarke Kantone Zug und Genf mit je 0.42% auf. Auch im Kanton Obwalden liegt die Quote mit 0.43% unter einem halben Prozent. Ebenfalls unter dem Schweizer Durchschnitt liegt der Kanton Luzern mit 0.96%. Leerstandsquoten über der 2-Prozent-Marke verzeichnen die etwas wirtschaftsschwächeren Kantone Jura (3.17%), Solothurn (2.39%) und Tessin (2.17%). Insgesamt weisen 21 Kantone eine tiefere Leerwohnungsziffer auf als im Vorjahr. Nur fünf Kantone verzeichnen einen höheren Leerstand.

Zuwanderung stützt Wohnraumnachfrage

Der Rückgang der Leerstände ist auf die robuste Nachfrage nach Wohnraum bei gleichzeitig nicht ausreichend wachsendem Angebot zurückzuführen. Haupttreiber der Nachfrage ist die anhaltende Nettozuwanderung, die auch im laufenden Jahr überdurchschnittlich ausfallen dürfte. Diese ist unter anderem auf die gute Lage am Arbeitsmarkt zurückzuführen, woran sich aufgrund der intakten Konjunktur nur wenig ändern dürfte.

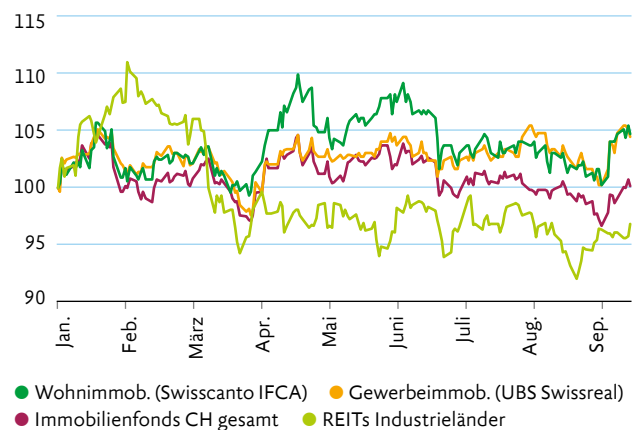
Leerwohnungsziffer in den Schweizer Bezirken 2023

Anteil leer stehender Wohnungen am Gesamtwohnungsbestand, in %



Schweizer Immobilienfonds und globale REITs

Gesamtrendite in CHF, indiziert. Januar 2023 = 100



Positive Preisdynamik bei Wohneigentum

Die anhaltende Zuwanderung stützt die Nachfrage nach Mietwohnungen sowie Wohneigentum und damit auch die Preise auf dem Transaktionsmarkt. Gemäss dem privaten Immobiliendienstleister IAZI stiegen die am Markt bezahlten Preise für Wohneigentum im 2. Quartal 2023 gegenüber dem Vorquartal um 0.8%, wobei Einfamilienhäuser (1.1%) bei den Käufern etwas begehrter waren als Eigentumswohnungen (0.5%). Über das ganze Jahr betrachtet betrug die Preissteigerung bei Einfamilienhäusern 5.6% und bei Eigentumswohnungen 3.6%.

Höhere Mieterträge in Aussicht

Die Aussichten für Schweizer Immobilienfonds beurteilen wir für das 4. Quartal positiv. Wohnimmobilienfonds dürften von steigenden Mieterträgen profitieren. Zum einen ziehen die Angebotsmieten dank der hohen Nachfrage an und zum anderen wird das Angebot auch auf absehbare Zeit langsamer wachsen als die Nachfrage. Ferner steigen ab Oktober bei etwa der Hälfte der Mieter auch die Bestandsmieten. Grund dafür ist der Anstieg des hypothekarischen Referenzzinssatzes von Anfang Juni. Dieser könnte bereits im Dezember 2023 das nächste Mal ansteigen, was zu weiteren Erhöhungen der Bestandsmieten führen wird.

Bei Gewerbeimmobilienfonds rechnen wir nicht mit Mietzinseinbussen, da die Schweizer Konjunktur nicht in eine Rezession abrutscht und die kommerziellen Mietverträge langfristig abgeschlossen und oft an einen Preisindex gebunden sind. Dämpfend auf die Ergebnisse der Immobilienfonds dürften sich die gestiegenen Finanzierungskosten sowie gewisse Wertberichtigungen auswirken. Letztere sollten sich unseres Erachtens jedoch in Grenzen halten.

Schweizer Immobilienfonds attraktiv bewertet

Das mittlere Agio, d.h. das Verhältnis zwischen Aktienkurs und Nettoinventarwert, liegt bei Schweizer Immobilienfonds unter den historischen Durchschnittswerten. Wir erachten die Bewertungen daher als attraktiv. Gewerbeimmobilienfonds werden mehrheitlich mit einem Abschlag gehandelt. Die durchschnittliche Ausschüttungsrendite Schweizer Immobilienfonds von 2.5% erachten wir als interessant. Wir bevorzugen derzeit gemischte Immobilienfonds mit Wohn- und Geschäftsliegenschaften.



Tom Eyer
Analyst Immobilienanlagen

Globale REITs - Chancen und Risiken in etwa ausgewogen

Die Kurse internationaler Immobilienaktien (REITs) gaben im 3. Quartal mehrheitlich nach. Eine vorsichtiger Marktstimmung und weiter gestiegene Zinsen verhinderten eine Kurserholung. Die grossen Notenbanken wie die Fed und die EZB sind unseres Erachtens in ihrem jeweiligen Zinserhöhungszyklus weit fortgeschritten. Auch wenn die Risiken für einen erneuten Inflationsanstieg in den USA noch vorhanden sind, rechnen wir mit ersten Leitzinssenkungen im Jahr 2024. Historisch gesehen haben REITs positiv auf Zinssenkungen reagiert, sofern die Wirtschaft nicht in eine Rezession abrutschte. In unserem Hauptszenario gehen wir von einem positiven Wirtschaftswachstum in den USA aus. Unseres Erachtens sind die Chancen und Risiken für globale REITs derzeit in etwa ausgewogen. In einem Portfolio bieten Immobilienaktien gute Diversifikationseigenschaften. Zudem ist die Dividendenrendite mit 3.4% attraktiv. Wir bevorzugen ein Engagement in globalen, breit diversifizierten REITs. ■

IN KÜRZE

Schweizer Wohnimmobilienfonds profitieren von sinkenden Leerständen

Gewerbeimmobilienfonds werden mit Disagio gehandelt

Gemischte Schweizer Immobilienfonds bevorzugen

Internationale Immobilienanlagen mit ausgewogenen Chancen und Risiken

MARKTÜBERBLICK

Im 3. Quartal stachen vor allem der scharfe Anstieg beim Ölpreis sowie steigende Renditen für US-Staatsanleihen hervor. Die Aktienmärkte gaben leicht nach, konnten aber einen Grossteil der Jahresgewinne verteidigen. Der Schweizer Markt war mit einem kleinen Minus einer der schwächeren Märkte, während UK und Japan zu den stärksten zählten. Auf der Obligationenseite verloren

Staatsanleihen der USA, der Eurozone und der Schweiz. Dies wirkte sich auf die Unternehmensanleihen aus und konnte durch tiefere Risikoprämien nicht vollständig kompensiert werden. Während der Ölpreis 25% gewann, bewegte sich der Goldpreis seitwärts. Immobilienanlagen beendeten das Quartal ebenfalls wenig verändert.

Performance ausgewählter Finanzmarktindizes

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

	Performance-Rückblick							Unsere Erwartung in 6-9 Monaten
	22.09.23	2023	2022	2021	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	
Geldmarkt								
Geldmarkt CHF 3 Mt.	115	0.4	-0.3	-0.5	0.4	-1.4	-3.1	→
Staatsanleihen								
Schweiz (CHF)	170	6.5	-17.0	-4.2	2.3	-7.1	3.0	→
Eurozone (EUR)	204	-0.1	-19.2	-3.8	-4.0	-14.4	1.2	→
Grossbritannien (GBP)	218	-3.3	-25.1	-5.3	-3.7	-18.4	4.9	→
USA (USD)	2'169	-0.9	-12.5	-2.3	-0.9	0.4	7.7	↗
USA inflationsgeschützt (USD)	329	0.1	-11.8	6.0	-0.7	12.1	20.4	↗
China (CNY)	223	3.4	3.4	5.5	3.1	26.4	59.5	→
Unternehmensanleihen								
Denominiert in CHF	177	2.7	-7.5	-0.5	4.4	-2.3	4.7	→
Global (USD)	253	1.7	-16.7	-2.9	5.1	0.2	12.7	→
EM-Anleihen								
Hartwährung (USD)	389	2.1	-16.6	-2.6	6.2	-0.5	20.3	→
Lokalwährung (USD)	138	0.6	-8.4	-1.6	4.8	8.0	6.1	→
Aktienindizes								
Schweiz SMI	11'015	5.9	-14.3	23.7	10.3	42.9	86.8	→
Schweiz SPI	14'463	5.3	-16.5	23.4	9.5	34.9	88.2	→
USA (USD)	4'320	13.9	-18.1	28.7	16.9	60.8	205.4	→
UK (GBP)	7'684	6.4	4.7	18.4	11.5	24.1	70.6	→
Eurozone (EUR)	445	11.8	-11.7	23.4	21.9	34.5	103.0	→
Japan (JPY)	2'376	27.4	-2.5	12.7	27.4	48.7	143.7	→
China, Schanghai (CNY)	3'739	-1.2	-19.8	-3.5	-0.9	22.0	90.4	→
Welt (USD)	2'880	12.5	-17.7	22.3	18.2	45.9	132.6	→
Schwellenländer (USD)	964	3.3	-19.7	-2.2	7.8	5.7	25.6	↘
Immobilien								
Schweizer Immobilienfonds	176	0.8	-15.2	7.3	8.1	21.0	61.6	↗
REITs Global (USD)	121	-2.7	-24.5	27.1	-1.1	-1.6	32.9	→
Rohstoffe								
Breiter Rohstoffindex (USD)	1'855	3.4	17.4	34.9	7.9	66.1	27.2	→
Gold (USD)	1'927	6.2	-0.4	-4.0	15.4	60.9	44.1	↗
Öl (Brent) (USD)	93	9.9	8.3	51.1	3.2	18.3	-15.4	→
Devisen								
EUR/CHF	0.966	-2.2	-4.7	-4.2	0.2	-14.3	-21.6	→
USD/CHF	0.907	-1.9	1.3	3.1	-7.1	-5.4	-0.3	→
EUR/USD	1.066	-0.1	-6.2	-7.1	8.6	-9.4	-21.1	→
GBP/USD	1.227	2.0	-11.2	-0.9	8.9	-6.4	-23.3	→
USD/JPY	148.085	12.2	14.6	11.5	4.2	31.6	48.6	↘
USD/CNY	7.308	5.9	8.7	-2.9	3.4	6.6	19.4	→

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

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

MAKROPROGNOSEN

Die globale Wirtschaft wächst langsamer sowie heterogener. Während sich die Industrie im Abschwung befindet, entwickelt sich der Dienstleistungssektor positiv. Dabei leidet die Industrie u.a. darunter, dass Firmen und Händler ihre hohen Lagerbestände abbauen. Doch dieser Prozess nähert sich dem Ende. Gleichzeitig sollte sich die aktuell geringe Nachfrage nach Konsumgütern relativ

zu Dienstleistungen wieder normalisieren. Wir erwarten weiterhin positive Arbeitsmärkte. Darüber hinaus sollte die Inflation weiter abnehmen. Damit und wegen der wirtschaftlich unsicheren Aussichten prognostizieren wir, dass die Notenbanken ihre Leitzinsen unverändert lassen werden. Rasche Zinssenkungen halten wir allerdings für unwahrscheinlich.

Konjunktur- und Zinsprognosen

	BIP (% ggü. Vorjahr)			Inflation (% ggü. Vorjahr)			Leitzins (%)		Rendite 10 J. (%)	
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	22.09.23	in 6-9 Mt.	22.09.23	in 6-9 Mt.
Schweiz	2.7	0.8	1.6	2.8	2.2	1.3	1.75	1.75	1.08	0.80
Eurozone	3.4	0.7	1.5	8.4	5.4	2.3	4.00	4.00	2.74	2.50
Grossbritannien	2.5	0.5	0.4	9.1	7.5	3.1	5.25	5.50	4.25	4.10
USA	2.1	2.0	1.4	8.0	4.0	2.4	5.25-5.50	5.25-5.50	4.43	4.10
Japan	1.0	1.6	0.6	2.5	2.9	1.1	-0.10	-0.10	0.74	0.80
China	3.0	5.1	4.6	2.0	0.5	1.7	-	-	-	-
Brasilien	3.0	2.9	0.5	9.3	4.6	4.0	-	-	-	-
Russland	-1.4	1.9	1.2	13.8	5.5	5.3	-	-	-	-
Indien	6.7	6.7	6.2	6.7	5.8	4.6	-	-	-	-
Welt	2.7	2.8	2.5	-	-	-	-	-	-	-

ÜBERBLICK WELTWIRTSCHAFT

Wachstumsprognosen für das Gesamtjahr 2023

BIP-Wachstum 2023 $\geq 4.0\%$

● **Sehr hohes Wachstum**

BIP-Wachstum 2023 $\geq 2.0\%$ und $< 4.0\%$

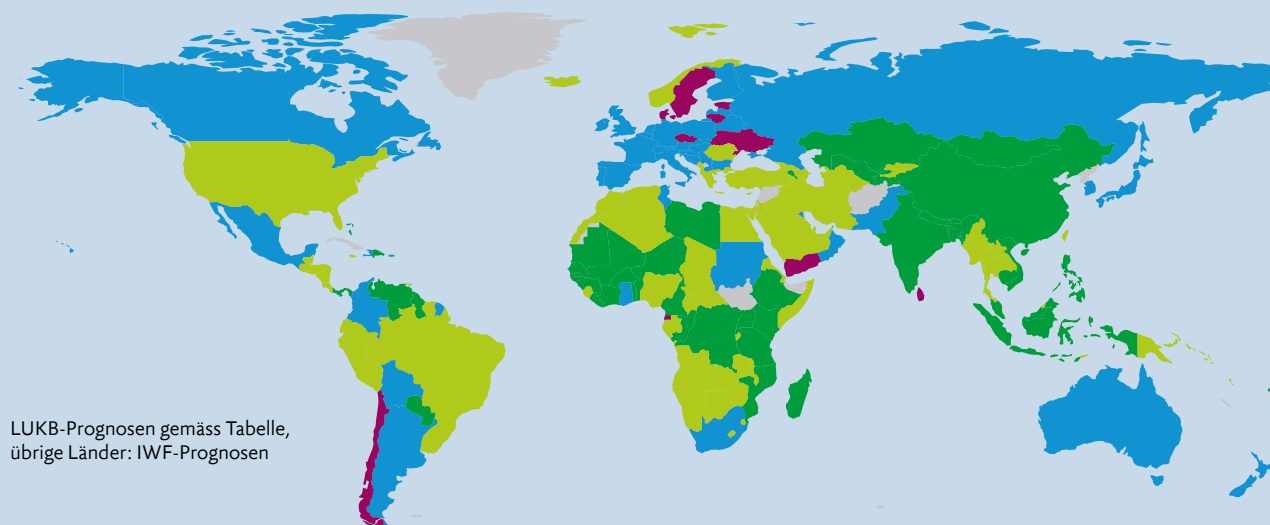
● **Moderates Wachstum**

BIP-Wachstum 2023 $\geq 0\%$ und $< 2.0\%$

● **Schwaches Wachstum**

BIP-Wachstum 2023 $< 0\%$

● **Rezession**



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

Luzerner Kantonalbank AG

Pilatusstrasse 12

6003 Luzern

Telefon +41 (0) 844 822 811

info@lukb.ch

lukb.ch

Disclaimer

Diese Dokumentation dient ausschliesslich der Information und stellt keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Die verwendeten Informationen stammen aus Quellen, welche die Luzerner Kantonalbank als zuverlässig erachtet. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernimmt die LUKB keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Veröffentlichung. Die aufgeführten Informationen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Herausgabe dieses Dokuments. Änderungen sind jederzeit möglich. Die Dokumentation kann Werbeelemente enthalten. Die massgeblichen Produktdokumentationen mit Angaben zu Verkaufsbeschränkungen können per E-Mail (info@lukb.ch) oder telefonisch (+41 [0] 844 822 811) bei der Luzerner Kantonalbank AG bezogen werden. © 2023 Luzerner Kantonalbank