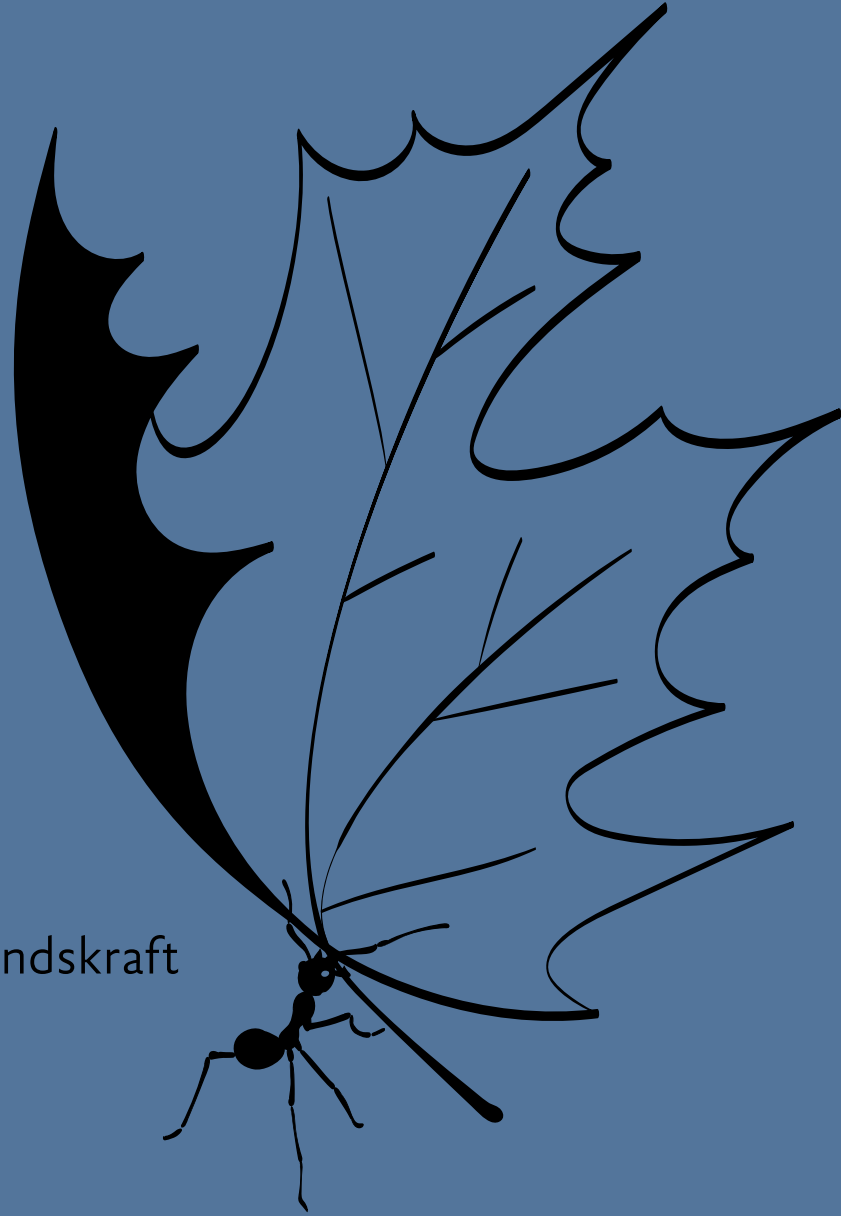


Anlagepolitik



Widerstandskraft

 **Luzerner
Kantonalbank**

Q4 | 2024

Unsere Markteinschätzung

Seite 7

Fokusthema

Amerika wählt. Was das für
Anlegende bedeutet.

Seite 10

Widerstandskraft

In einer Welt, die ständig von Veränderungen und Unsicherheiten geprägt ist, ist es unerlässlich, robust, flexibel und resilient zu sein. Widerstandskraft ist ein Schlüsselprinzip, das auf allen Ebenen des Lebens und der Gesellschaft eine wichtige Rolle spielt. Sie befähigt Menschen, Gemeinschaften und Wirtschaften, sich den Herausforderungen der Zeit zu stellen und gestärkt aus ihnen hervorzugehen. In der Finanzwelt und für eine Bank wie die LUKB ist die Widerstandskraft ein unverzichtbares Instrument, um langfristige Stabilität, Wettbewerbsfähigkeit und Erfolg zu gewährleisten.

EDITORIAL

Geschätzte Investorin, geschätzter Investor

Die Aktienmärkte sind zwischenzeitlich in etwas schwierigeres Fahrwasser geraten. Denn mit dem Thema Künstliche Intelligenz hat einer der wichtigsten Treiber der vergangenen Monate zuletzt etwas an Zugkraft verloren. Dazu gesellte sich eine langsamer laufende US-Wirtschaft, die wiederholt Rezessions-sorgen auslöste.



Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

«Eine Rezession ist wenig wahrscheinlich. Das dürfte für die Märkte mittelfristig entscheidender sein als der Ausgang der US-Wahlen.»

Das vor uns liegende Quartal verspricht aus den genannten Gründen ebenfalls von einiger Nervosität begleitet zu werden. Das Handtuch werfen sollte man deswegen nicht, denn die Konjunkturaussichten sind unserer Meinung nach weit weniger düster, als die Finanzmärkte zum Teil befürchten.

Mit den US-Präsidentenwahlen steht im November das wichtigste politische Ereignis des Jahres an. Welche Auswirkungen dieses auf die Märkte haben kann und wie man bei der Geldanlage darauf reagieren sollte, erfahren Sie im Fokustext dieser Anlagepolitik.

Ich wünsche Ihnen eine interessante Lektüre.

Ihr Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

INHALT

- 4 | Highlights
- 6 | Basisszenario
- 7 | Markteinschätzung
- 8 | Konjunktur und Geldpolitik
- 10 | Fokus: Amerika wählt. Was das für Anlegende bedeutet.
- 14 | Festverzinsliche Anlagen
- 16 | Aktienmärkte
- 18 | Rohstoffe
- 20 | Immobilien
- 22 | Marktüberblick
- 23 | Makroprognosen

HIGHLIGHTS

MAKRO- UND RISIKO-UMFELD

Für die kommenden Monate signalisieren unsere Indikatoren ein etwas anspruchsvolleres Marktumfeld. Das Wachstum ist moderat und die Risikobereitschaft erhöht, während die Inflation nur langsam sinkt und die Liquidität noch keinen Rückenwind darstellt.

■ 3. Quartal 2024 ■ 4. Quartal 2024



LIQUIDITÄT

Der Liquiditätsindikator ist erneut leicht angestiegen, befindet sich aber noch auf tiefem Niveau. Dabei stützt die Aussicht auf sinkende Leitzinsen.



RISIKO-UMFELD

Die Risikobereitschaft ist noch erhöht, aber angesichts wiederkehrender Rezessionsängste und Fragen zur Bewertung von KI-Aktien etwas gesunken.



WACHSTUM

Die Wachstumsdaten haben sich zuletzt etwas abgeschwächt, sind aber weiterhin im Einklang mit einer moderaten Wachstumsrate der Weltwirtschaft.



INFLATION

Die Inflation bildet sich weiter langsam zurück, befindet sich aber in einigen Ländern noch auf erhöhten Niveaus. Der allmähliche Rückgang dürfte sich aber fortsetzen.

UNSERE POSITIONIERUNG

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

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



FOKUSTHEMA

Amerika wählt. Was das für Anlegende bedeutet.

Die Swing States werden die US-Präsidentschaftswahlen entscheiden. Wichtig ist auch die Zusammensetzung des neuen Kongresses. Wir raten davon ab, auf einen konkreten Wahlausgang zu spekulieren. Denn auf längere Sicht sind andere Faktoren für die Finanzmärkte wichtiger.

AKTIEN

Moderates Wachstum und die laufenden Zinssenkungen stützen. Erhöhte Bewertungen begrenzen aber vorerst das Aufwärtspotenzial. Wir raten zu einem moderaten Übergewicht und bevorzugen Aktien aus der Schweiz, Grossbritannien, Japan und den Schwellenländern sowie den Sektoren Roh- und Grundstoffe, Finanzen und Versorger.

ANLEIHEN

Die Renditen sind jüngst deutlich gesunken. Vor allem im Ausland dürfte sich dieser Trend fortsetzen. Staatsanleihen im USD und EUR sind daher interessanter als der Schweizer Markt mit seinen tiefen Renditen. Längere Laufzeiten werden im Ausland wieder attraktiver. Schwellenländeranleihen bleiben eine attraktive Alternative.



ROHSTOFFE

Trotz der jüngsten Kursavancen sehen wir weiteres Potenzial beim Gold. Gleichzeitig lasten Konjunkturun sicherheiten auf den Preisen der Basismetalle. Der Ölpreis ist auf aktuellem Niveau gut unterstützt.



IMMOBILIEN

Schweizer Immobilienfonds profitierten von höheren Mieterträgen, sind weiterhin attraktiv und in unseren Portfolios übergewichtet. Wir bevorzugen gemischte Schweizer Immobilienfonds. Globale Immobilienaktien dürften in den kommenden Monaten den Rückenwind von sinkenden Zinsen beibehalten.

BASISSZENARIO

Die Weltwirtschaft wächst moderat. Positive Impulse gehen vielerorts vor allem vom Dienstleistungssektor und dem Konsum aus, während die Industrie und die Investitionen noch bremsen. Allerdings nimmt die globale Nachfrage allmählich zu.

Daher erwarten wir, dass die Industrie und die Unternehmensinvestitionen künftig wieder positiv zum Wirtschaftswachstum beitragen werden. Stützend wirkt auch, dass die Zentralbanken ihre Leitzinsen - wenn auch behutsam - senken.

Erwartete Marktauswirkungen

Das Umfeld ist leicht positiv für Aktien und Risikoprämien von Unternehmensanleihen, die allerdings zum Teil erhöhte Bewertungen aufweisen. Die Renditen von Staatsanleihen dürften weiter sinken, v.a. im US-Dollar und Euro. Goldpreis und Rohstoffpreise erscheinen gut unterstützt.

ALTERNATIVSZENARIEN

1. Scharfe Rezession

Mögliche Auslöser: erneute Banken-, Schulden- oder geopolitische Krisen, Rohstoffshocks u.Ä. bzw. zu zögerliche Zinssenkungen der Notenbanken.

Erwartete Marktauswirkungen

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

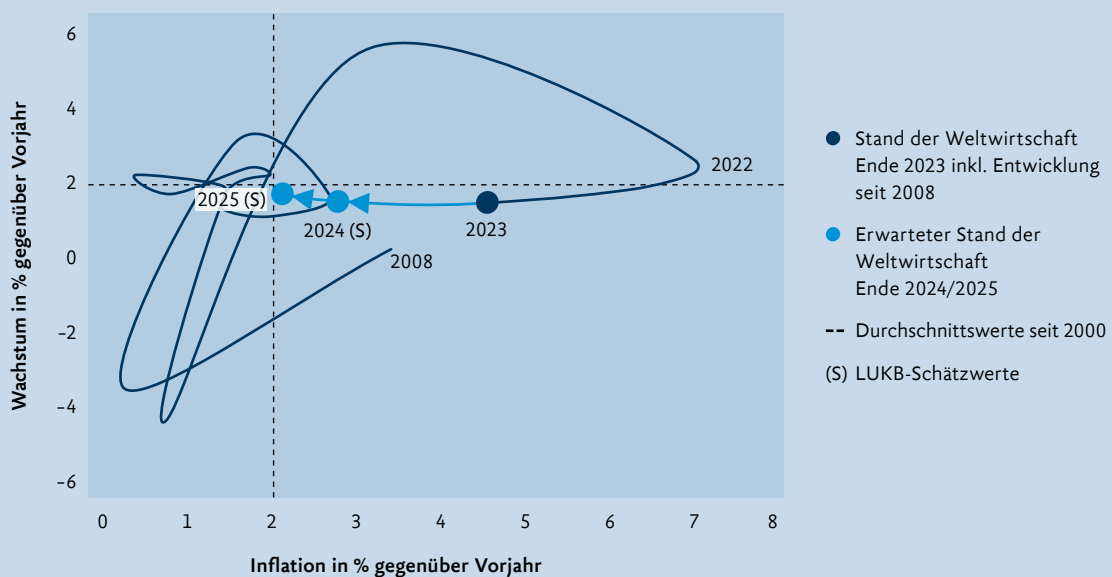
2. Globaler Aufschwung

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

Erwartete Marktauswirkungen

Positiv für Aktien, Unternehmens- und Schwellenländeranleihen, zyklische Rohstoffe (Energie, Industriemetalle).

Wirtschaftswachstum und Inflation in den Industrieländern seit 2008



MARKTEINSCHÄTZUNG

Wir erwarten vorerst ein etwas anspruchsvolleres Marktumfeld. Rezessionsorgen könnten ein wiederkehrendes Thema werden, sollten sich aber als unbegründet erweisen. Daher raten wir zu einem leichten Übergewicht bei Aktien mit einem Fokus auf etwas defensivere Märkte wie die Schweiz oder Grossbritannien. Anleihen

belassen wir untergewichtet, vor allem solche in Schweizer Franken, hier sind die USA und Schwellenländer weiterhin am interessantesten. Schweizer Immobilienfonds sollten übergewichtet werden, Gold, Rohstoffanlagen und globale Immobilienaktien hingegen gemäss Anlagestrategie.

Markteinschätzungen und Positionierung per 25. September 2024

Anlageklasse		Kommentar
Liquidität		Die Liquiditätsquote sollte aufgrund niedriger und weiter sinkender Zinsen untergewichtet bleiben zugunsten von Aktien und Realwerten
Festverzinsliche Anlagen		Wir empfehlen eine reduzierte Anleihequote, da die Renditen zuletzt sanken und insbesondere im Heimmarkt auf sehr niedrigen Niveaus liegen
CHF		Das Untergewicht bei Schweizer Anleihen sollte erhöht werden, da der jüngste Renditerückgang die Anleihen noch einmal verteuert hat
EUR		Die Renditen von EUR-Anleihen sanken zuletzt weiter, sind aber im Vergleich zum Schweizer Markt attraktiver, weshalb wir das Untergewicht schliessen
GBP		Bei GBP-Anleihen empfehlen wir eine leichte Untergewichtung wegen der Unsicherheit bezüglich der Fiskalpolitik der neuen Regierung
USD		Anleihen in USD belassen wir trotz an sich fairer Bewertung leicht übergewichtet, da die laufenden Renditen immer noch relativ hoch sind
Schwellenländer		Schwellenländer-Anleihen in Hart- und Lokalwährung sehen wir aufgrund von relativ hohen Risikoprämien weiterhin als attraktiv an
Aktienmärkte		Die Aktienquote belassen wir bei einem moderaten Übergewicht. Die Märkte werden gestützt von sinkenden Zinsen und solidem Wirtschaftswachstum
Schweiz		Wegen seiner defensiven Eigenschaften bevorzugen wir den Schweizer Aktienmarkt gegenüber zyklischeren Regionen
Eurozone		Wir haben ein Untergewicht in Aktien der Eurozone, da sich der Gewinnausblick im Vergleich zu anderen Märkten verschlechtert hat
Grossbritannien		Der defensive UK-Markt ist relativ günstig bewertet. Die Exponierung gegenüber Rohstoffen bietet Schutz im Falle geopolitischer Spannungen
Nordamerika		Die Bewertung des US-Marktes ist erhöht. Auf der Gegenseite steht ein intakter Ausblick für das Gewinnwachstum der Unternehmen
Pazifik		Der japanische Markt ist nach der Korrektur Anfang August wieder attraktiver bewertet und von guten fundamentalen Aspekten gestützt
Schwellenländer		Schwellenländer-Aktien weisen im Schnitt eine vergleichsweise günstige Bewertung sowie solide Aussichten für das Gewinnwachstum auf
Realwerte		
Immobilienfonds Schweiz		Schweizer Immobilienfonds bleiben für uns eine attraktive Alternative vor allem zu Anleihen in Schweizer Franken
Immobilien global (REITs)		Die globalen REITs-Märkte konnten sich dank sinkender Renditen weiter erholen, preisen aber mittlerweile aggressive Fed-Zinssenkungen ein
Gold		Gold erreichte in US-Dollar neue Höchststände. Wir erachten die aktuelle Bewertung als angemessen und bleiben neutral
Rohstoffe (ohne Agrar)		Die Sorgen vor einer Konjunkturabschwächung und geopolitische Risiken gleichen sich weitgehend aus. Daher empfehlen wir eine neutrale Gewichtung
Fremdwährungen vs. Franken		Wir halten einen leicht erhöhten Anteil von Fremdwährungen aufgrund der übergewichteten Positionen in Aktien und Anleihen in Fremdwährung

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

Konjunktur und Geldpolitik

Die globale Wirtschaft wächst moderat. Regional entwickelt sie sich heterogen. Die Inflation fällt weiter. Das gibt den Notenbanken Zinssenkungsspielraum.

Die Weltwirtschaft wächst moderat. Regional sind die Antriebskräfte dabei ungleich verteilt. Während die USA ihrer Rolle als Wachstumslokomotive der Welt bislang gerecht werden, kommt der Euroraum-Konjunkturzug eher schleppend voran. Auch mit Blick auf die Wirtschaftsbereiche bleibt das Wachstum noch unausgewogen. Positive Impulse gehen vor allem vom Dienstleistungssektor und dem Konsum aus, während die Industrie und die Investitionen mancherorts bremsen. Doch es gibt sie, die Hinweise dafür, dass die Wachstumskräfte wieder etwas ausgewogener werden. Beispielsweise nimmt in den USA die Güternachfrage seitens der Konsumenten und Firmen wieder zu. Gleichzeitig werden dort auch die geleerten Lager langsam wieder aufgefüllt. Wir gehen daher davon aus, dass die Industrie und die Unternehmensinvestitionen künftig wieder stärker positiv zum Wirtschaftswachstum beitragen werden. Stützend wirkt auch, dass die Zentralbanken ihre Leitzinsen - wenn auch behutsam - wieder senken.

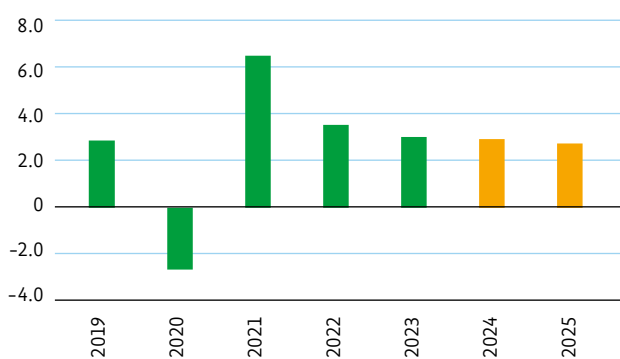
US-Wirtschaft wächst künftig langsamer

Die US-Wirtschaft strafe die Unheilspropheten Lügen. Denn bislang wuchs sie kräftig und legte im 2. Quartal

sogar einen Zahn zu. Wichtiger Wachstumsträger blieb bis zuletzt der private Konsum. Die privaten Haushalte profitierten dabei von einer anhaltend positiven Beschäftigungs- und Einkommensentwicklung. Nichtsdestotrotz hat sich der Beschäftigungsaufbau im Trend der letzten Monate verlangsamt. Damit können die vielen neuen Arbeitskräfte, die aus dem In- und Ausland auf den Arbeitsmarkt strömen, nicht vollständig absorbiert werden. Auch wenn die Zahl der Entlassungen weiterhin niedrig ist, nahm die Arbeitslosenquote in der Folge zu. Die US-Notenbank Fed beobachtet die Entwicklungen am Arbeitsmarkt genau, denn im Unterschied zu anderen Notenbanken gehört neben der Sicherung der Preisstabilität auch die Wahrung eines hohen Beschäftigungsstandes zu ihren Zielen. Die Währungshüter sind dabei zuversichtlich, dass die Inflationsrate im Trend der kommenden Monate weiter in Richtung des 2%-Zieles sinken wird. Das entspricht auch unserer Erwartung. Wir gehen davon aus, dass sich die Inflationsrate bis 2025 im Mittel bei 2.2% stabilisieren wird. Das gibt der Fed Spielraum, ihren Leitzins noch weiter zu senken, zumal sie einen kräftigen Abschwung am Arbeitsmarkt vermeiden möchte. Wir erwarten jedoch keine aggressiven Zinssenkungen. Denn die Konjunkturperspektiven bleiben trotz Verlangsamung im nächsten Jahr positiv. Wir prognostizieren für dieses und nächstes Jahr ein Wirtschaftswachstum von 2.5% bzw. 2%. Daher erwarten wir, dass die Fed den Leitzins bis in einem Jahr schrittweise auf unter 4% senken wird.

Globales Wirtschaftswachstum

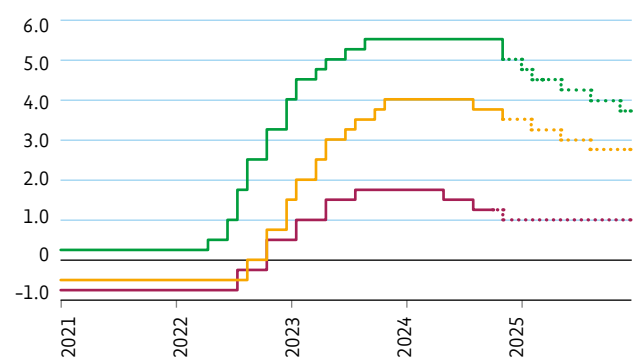
Bruttoinlandprodukt in % gegenüber Vorjahr, preisbereinigt



● Welt-BIP, realisiert bis 2023 ● LUKB-Prognose

Leitzinsen ausgewählter Notenbanken seit 2021

in %



● USA ● Euroraum ● Schweiz gepunktete Linie = LUKB-Prognose

Euroraum erholt sich allmählich

Die Wirtschaft im Euroraum wuchs in der ersten Jahreshälfte moderat. Regional entwickelte sie sich dabei heterogen. Länder wie Spanien, deren Wirtschaft stärker auf Dienstleistungen orientiert sind, wachsen kräftig. Dagegen haben Länder das Nachsehen, die wie Deutschland stärker auf Industrie und Export ausgerichtet sind. Die Konjunkturperspektiven hellen sich jedoch auf. Die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte nehmen inflationsbereinigt zu. Das stützt die privaten Konsumausgaben. Gleichzeitig verbessern sich die Finanzierungsbedingungen, was sich positiv auf die Investitionstätigkeit von Firmen und Konsumenten auswirken sollte. Zur Verbesserung der Finanzierungsbedingungen trägt bei, dass die Europäische Zentralbank ihren Leitzins gesenkt hat. Wir gehen davon aus, dass sie diesen schrittweise auf bis zu 2.75% senken wird. Darüber hinaus erwarten wir, dass die globale Güternachfrage anzieht. Die Konsum- und Investitionsgüterexporte in die USA sind bereits gestiegen. Insgesamt erwarten wir für dieses Jahr ein Wirtschaftswachstum von 0.9%, nach 0.5% im letzten Jahr. Die Inflationsrate dürfte bis 2025 auf 2% fallen.

Schweiz wächst kräftig

Die Schweizer Wirtschaft wuchs in der ersten Jahreshälfte kräftig. Hierbei hat sich das Fundament des Wachstums verbreitert. Positive Impulse kamen dabei sowohl vom privaten Konsum als auch vom Aussenhandel. Für die kommenden Quartale erwarten wir, dass sich der positive Konjunkturgang fortsetzen wird. Mit steigenden Exporten dürfte auch die nächste Stufe der Konjunkturakete zünden. So sollten allmählich auch die Investitionen der Unternehmen in Ausrüstungen, wie Fahrzeuge und Maschinen, wieder zunehmen - zumal die Finanzierungsbedingungen günstig bleiben dürften. Insgesamt prognostizieren wir, dass die Wirtschaft dieses und nächstes Jahr um 1.6% bzw. 1.7% wachsen wird. Die Inflationsrate fiel zuletzt auf 1.1%. Während sich die Güterpreise dabei in der Deflation befinden, hält sich die Inflation bei den Dienstleistungen noch hartnäckig. Wir gehen aber davon aus, dass sich auch diese verringern wird. Per Saldo rechnen wir damit, dass sich die Teuerungsrate 2025 im Mittel bei 1% stabilisieren wird. Seitens der SNB halten wir einen weiteren Zinsschritt auf 1% für wahrscheinlich. Danach dürfte sie den Leitzins unverändert lassen. Das setzt voraus,



Brian Mandt
Chefökonom

dass sich die Wirtschaft nicht kräftig abkühlt und die Inflation nicht signifikant unter 1% fällt.

China kämpft mit strukturellen Problemen

Chinas Wirtschaft startete zwar im 1. Quartal kräftig ins Jahr. Doch seitdem wächst sie eher moderat. Sie wird eine kräftige Dynamik auch in den kommenden Monaten verfehlen. So hält der Abschwung am Immobilienmarkt trotz staatlicher Stützungsmaßnahmen an. Das beeinträchtigt die Stimmung der privaten Haushalte und belastet den Konsum. Ohnehin fragen die Konsumenten zurzeit eher Dienstleistungen nach als Güter. Um die Wirtschaft flottzukriegen, hat die Führung des Landes den Ausbau der für sie wichtigen Industriesektoren wie Elektrofahrzeuge und Ökostrom ins Visier genommen. Kurzfristig gibt das der Wirtschaft positive Impulse. Letztendlich wird es jedoch zu Angebotsüberschüssen und einem Aufbau von Lagerbeständen führen. Wir erwarten daher weiterhin, dass die Wirtschaft das diesjährige Wachstumsziel von 5% knapp verfehlen wird. Angesichts der anhaltenden strukturellen Defizite rechnen wir damit, dass die Wirtschaft nächstes Jahr um gut 4% wachsen wird. ■

IN KÜRZE

Weltwirtschaft wächst weiterhin moderat

Globale Nachfrage zieht allmählich an, wovon die weltweite Industrie profitieren wird

Inflationsraten stabilisieren sich auf niedrigeren Niveaus

Zentralbanken setzen Zinssenkungen fort

Amerika wählt



Am 5. November 2024 finden die US-Präsidentschaftswahlen statt. Die sogenannten Swing States werden die Wahl entscheiden. Wir raten davon ab, mit Investitionen auf einen Wahlausgang zu spekulieren.

Marc Häfliger Anlagestrategie

Die US-Präsidentschaftswahlen vom 5. November 2024 rücken immer näher und damit auch in den Fokus der Marktteilnehmer. Die TV-Debatte vom 10. September, in welcher die Kandidatin der Demokraten, Kamala Harris, überzeugen konnte, gab einen ersten Einblick, mit wie viel Emotionen der Wahlkampf geführt wird.

Das US-Wahlsystem in Kürze

Die US-Präsidentschaftswahlen finden alle vier Jahre statt, jeweils am ersten Dienstag nach dem 1. November. Dabei werden der Präsident und der Vize-Präsident gewählt. Gleichzeitig stehen ein Drittel des US-Senats und das gesamte Repräsentantenhaus neu zur Wahl. Die US-Präsidentschaftswahl ist eine indirekte Wahl, bei der ein Wahlkollegium («Electoral College») bestimmt wird, welches später Präsident und Vize-Präsident wählt.

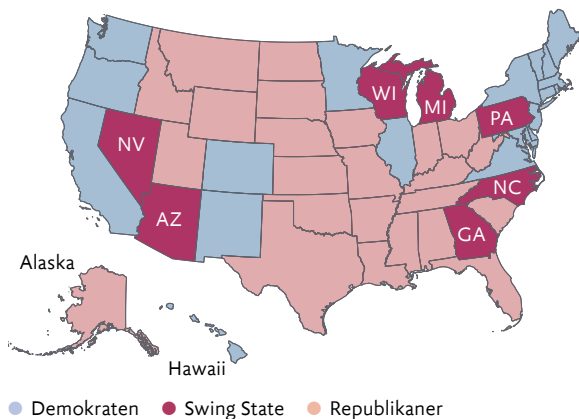
Dieses Electoral College besteht aus 538 Wahlleuten, welche im Rahmen der Präsidentschaftswahlen von

den 50 Bundesstaaten sowie dem Bundesdistrikt (Washington, D.C.) entsandt werden. Wer immer über 270 Stimmen oder mehr im Electoral College verfügt, hat die Präsidentschaftswahl damit gewonnen. Jeder Bundesstaat hat dabei so viele Wahlleute, wie er Vertreter in beiden Häusern des Kongresses zusammen hat (Senat und Repräsentantenhaus). So hat beispielsweise Kalifornien, der bevölkerungsreichste Bundesstaat, mit 54 die höchste Anzahl an Stimmen im Electoral College.

Swing States im Fokus

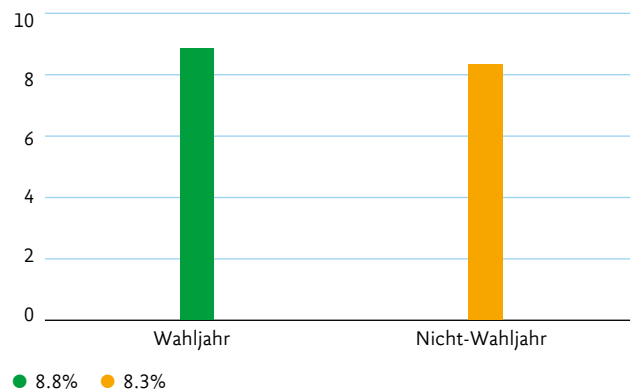
Von den 538 Stimmen im Electoral College sind je nach Zählung schon etwas mehr als 200 Stimmen je Partei aufgrund von deren Dominanz in gewissen Bundesstaaten wie gesetzt. Dadurch werden die sogenannten Swing States so entscheidend sein. Das sind jene Bundesstaaten, in denen weder Demokraten noch Republikaner eine dominierende Mehrheit haben. Diese Staaten wechseln im Laufe der Zeit immer wieder von einem ins andere

Eine Handvoll Swing States entscheidet



1-Jahres-Performance ab November (Wahltag)

S&P 500 Index, in %; Durchschnittswert seit 1968



Parteien-Lager (daher die Bezeichnung Swing States). Zu ihnen zählen die folgenden Staaten (Electoral-College-Stimmen in Klammern): Arizona (11), Georgia (16), Michigan (15), Nevada (6), North Carolina (16), Pennsylvania (19) und Wisconsin (10).

Es zeichnet sich bereits ab, dass der Wahlausgang gerade in den Swing States nur durch wenige Stimmen entschieden wird. Es ist somit keine Überraschung, dass sich der Wahlkampf der beiden Kandidaten auf diese Bundesstaaten fokussieren wird. Zudem dürfte das oftmals enge Rennen wie bereits bei der Wahl 2020 zu langwierigen und wiederholten Auszählungen führen. Auch Proteste der jeweils unterlegenen Partei können in diesem Zusammenhang nicht ausgeschlossen werden, wie der 6. Januar 2021 in unangenehmer Weise zeigte.

Demokraten mit Fokus auf Sozialpolitik

Um die Gunst der Wählenden zu gewinnen, setzen die beiden Kandidaten verschiedene Schwerpunkte. Die Demokratin Kamala Harris plant, die Steuern für Unternehmen und Private mit hohem Einkommen zu erhöhen. Zudem möchte sie die Steuersenkungen aus Donald Trumps erster Amtszeit rückgängig machen. In der Handelspolitik setzt sie auf eine Kontinuität der Politik von Joe Biden, d.h. vor allem in der (harten) Haltung gegenüber China. Harris plant Massnahmen im Bereich Regulierung und Subventionierung mit einem Fokus auf Umweltschutz, Arbeitsstandards, Wohnungsmarkt und Verbraucherschutz. So fordert sie etwa eine Erhöhung des Mindestlohns, die Kopplung des Mindestlohns an die Inflation, dass mehr (preiswerter) Wohnraum zur Verfügung gestellt wird, Preiskontrollen für Lebensmittelpreise oder einen Deckel für Medikamentenpreise. Weitere Elemente von Harris' Wahlprogramm sind das Recht auf Abtreibung, strengere Waffengesetze (Verbot von Kampfaffen in Privatbesitz) und eine Reform des obersten Gerichts.

Trump will tiefere Steuern und höhere Zölle

Das Wahlprogramm von Donald Trump ist vergleichbar mit demjenigen seiner letzten Kandidatur. Er möchte die von ihm initiierten Steuersenkungen von 2017 ver-

längern und zieht weitere in Betracht (z.B. für Unternehmen von 21% auf 15%). In der Handelspolitik droht Trump mit einer Erhöhung der Zölle (pauschaler Zoll von 10%; für Waren aus China sogar 60%). Er möchte die Bürokratie abbauen, plant eine Deregulierung der Energiewirtschaft, eine Reduktion von Subventionen bei erneuerbaren Energien und Elektrofahrzeugen sowie eine Lockerung von Umweltschutz-Standards. Ein weiterer Fokus gilt der Migration, bei welcher Trump für eine restriktive Politik steht, u.a. mit der Abriegelung der Grenze zu Mexiko und der Abschiebung von illegalen Einwanderern. Er ist gegen eine Erhöhung

des Bundes-Mindestlohns, da dieser von den Bundesstaaten selbst gesetzt werden soll.

Doch die beiden Kandidaten haben auch Gemeinsamkeiten wie etwa Pläne, die Trinkgelder für Beschäftigte im Gastgewerbe von der Einkommenssteuer zu befreien, die

harte Linie gegenüber China und ein Haushaltsdefizit, das erhöht bleibt und damit die Staatsverschuldung weiter ansteigen lassen dürfte.

Finanzmärkte interessieren sich für Steuern und Regulierung

Für die Finanzmärkte relevant sind vor allem Pläne hinsichtlich der Besteuerung, der (De-)Regulierung und der Handelspolitik (Zölle und andere Handelsbeschränkungen) sowie der mittel- bis langfristige Verschuldungsausblick. Die lockere Steuerpolitik von Donald Trump kann sich, zusammen mit den geplanten Deregulierungsmassnahmen, positiv auf die Gewinne der Unternehmungen auswirken (v.a. bei US-zentrierten Unternehmen), was deren Aktienkursen wohl zugutekäme. Auf der anderen Seite führen Steuersenkungen zu noch höheren Haushaltsdefiziten, was mittel- bis langfristig einen negativen Effekt auf US-Obligationen haben kann. Die Steuererhöhungs-Pläne von Kamala Harris wären ein Gegenwind für die Aktienmärkte, doch sie würde damit das Haushaltsdefizit zumindest etwas entlasten. Höhere Zölle, wie sie Donald Trump plant, belasten gewisse US-Unternehmungen und Konsumenten und würden wohl zu einem Anstieg der Inflation führen. Zudem könnten die höheren Zölle zu einem Abwertungsdruck auf Währungen der Exportnationen führen, was

«Die Swing States werden die Wahl entscheiden.»



Amerika wählt. Welche Auswirkungen haben die US-Wahlen auf Politik, Wirtschaft und Finanzmärkte?

den US-Dollar relativ gesehen stützen würde. Die genauen Nettoeffekte sind jedoch kaum quantifizierbar und hängen von vielen weiteren Faktoren ab. Fast genauso wichtig dürfte sein, dass die US-Wahlen geordnet ablaufen und schnell bekannt ist, wie die Machtverhältnisse in den USA in den kommenden zwei Jahren sind. Denn Finanzmärkte mögen Unsicherheit nicht.

Einfluss auf die Gesetzgebung

Ferner gilt zu unterscheiden, was Kandidaten in ihren Wahlprogrammen versprechen und was sie letztendlich umsetzen können. Denn dafür ist neben dem Präsidentenamt auch eine Mehrheit im Kongress (Repräsentantenhaus und Senat) nötig. Bereits wenn nur eine Kammer des Kongresses in der Hand der anderen Partei ist, können Gesetze nicht oder kaum mehr gegen diese verabschiedet werden - Kompromisse werden nötig. Die Zusammensetzung des Kongresses ist somit sehr wichtig, da dieser letztlich entscheidet, ob und wie die politische Agenda umgesetzt werden kann.

Allerdings verfügt auch das Präsidentenamt selbst über eine bedeutende Machtfülle. Mit Exekutivanordnungen kann die Umsetzung von Gesetzen durch die Bundesbehörden beeinflusst werden. Zudem erlaubt es die Ernennung hoher Beamter (z.B. Fed-Chef) und Richter, z.T. aber mit Zustimmung des Senats.

Szenarien für die US-Wahlen

Insgesamt gibt es acht mögliche Konstellationen, welche Partei nach den Wahlen worüber die Kontrolle hat (Präsidentschaft, Repräsentantenhaus, Senat). Nicht alle sind aber gleich wahrscheinlich. Historisch gesehen tritt eine geteilte Regierung am häufigsten auf, d.h. mind. eine Kongresskammer und Präsidentenamt sind von unterschiedlichen Parteien besetzt. «Sweeps», bei denen eine Partei alle drei Hebel der Macht erhält, sind seltener und meist kurzlebig. Sie enden in der Regel bereits mit den nächsten Midterm-Wahlen nach zwei Jahren.

Im Jahr 2024 haben die Republikaner nun gute Aussichten, die Kontrolle über den Senat zu erobern. Auch beim Repräsentantenhaus sind sie derzeit favorisiert. Allerdings fällt Letzteres oft an die Partei, die die Prä-

sidentschaftswahl gewinnt. Je nach Ausgang der Präsidentschaftswahl sind damit ein Sweep der Republikaner («Red Sweep») oder eine geteilte Regierung einer Präsidentin Harris mit einem (teil)republikanischen Kongress am wahrscheinlichsten. In letzterem Fall dürften die grossen Reformvorhaben ausbleiben und die bisher gesetzten Weichenstellungen der Politik weiterlaufen. Das muss für die Börsen nicht schlecht sein. Sollte den Republikanern hingegen ein Red Sweep gelingen, könnte die erste Marktreaktion positiver ausfallen.

Ein Blick in die Vergangenheit zeigt aber, dass das allgemeine wirtschaftliche Umfeld für die Aktienmärkte

mittelfristig wichtiger war, als welche Partei letztlich den Präsidenten stellte. So war die Performance von US-Aktien (S&P 500 Index) über das erste Jahr nach dem Wahltag vergleichbar mit der Performance in Nicht-Wahljahren (8.8% vs. 8.3%). Ein Grund ist, dass das Wahlprogramm der Kandidaten oft nicht 1:1 umgesetzt wird, da der Kongress die Vorlagen blockiert oder abschwächt.

«Wir empfehlen, den gewählten Anlagestrategien treu zu bleiben und nicht aufgrund von Spekulationen über den Wahlausgang zu investieren.»

«Investieren statt spekulieren»

Entsprechend trifft das Zitat «Es wird nichts so heiss gegessen, wie es gekocht wird» auch auf die US-Präsidentschaftswahlen zu. Denn zwischen Wahlkampfprogramm und Gesetz ist es meist ein langer Weg. Und wie wir dargelegt haben, ist die Zusammensetzung des Kongresses entscheidend dafür, ob und wie die politische Agenda umgesetzt werden kann. Daher raten wir davon ab, aufgrund der US-Wahlen markante Veränderungen am Portfolio vorzunehmen. Stattdessen empfehlen wir, den gewählten Anlagestrategien treu zu bleiben und sich nicht vom Getöse des Wahlkampfes dazu hinreissen zu lassen, auf einen bestimmten - aus heutiger Sicht kaum vorhersagbaren - Wahlausgang wetten zu wollen. Es gilt auch hier die Grundregel: investieren statt spekulieren. ■

Festverzinsliche Anlagen



Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

Sinkende Rendite, steilere Zinskurven

Die Renditen gerade in längeren Laufzeiten sind deutlich gesunken. Vor allem im Ausland dürfte sich dieser Trend fortsetzen. CHF-Anleihen bleiben unattraktiv, Obligationen im US-Dollar sowie aus den Schwellenländern dagegen interessante Alternativen.

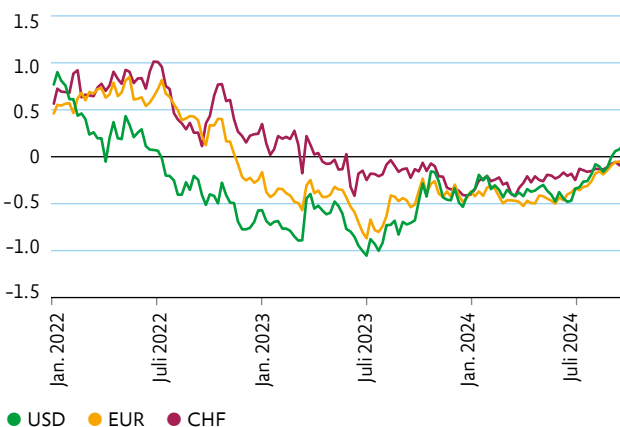
Die Renditen von Staatsanleihen in den wichtigsten Märkten sanken im 3. Quartal bis Mitte September zum Teil recht deutlich. Dabei verflachten sich die Zinskurven im Bereich 2 bis 10 Jahre wie von uns erwartet. In den USA löste sich nach zwei Jahren sogar die Inversion der Zinskurve weitgehend auf. Von einer Inversion spricht man, wenn kürzere Laufzeiten höhere Renditen aufweisen als längere. In der Schweiz und der Eurozone ist es noch nicht ganz so weit, aber auch hier nahm die Inversion deutlich ab. Haupttreiber der Entwicklung waren die Signale der US-Notenbank Fed über den Sommer, dass sie ihre Leitzinsen im September - wie dann auch erfolgt - ein erstes Mal senken würde.

Wenig verändert zeigten sich dagegen die Risikoprämien von Unternehmensanleihen im Euro und US-Dollar. Zwar gab es in den Turbulenzen Anfang August kurzzeitig eine deutliche Ausweitung, diese bildete sich jedoch bis Mitte September weitgehend auf die Niveaus vom Quartalsbeginn zurück.

Anleihen aus den Schwellenländern wiesen in US-Dollar bzw. Lokalwährung ebenfalls eine freundliche Quartalsentwicklung auf. Aus Schweizer-Franken-Perspektive wurde diese jedoch durch die wiederkehrende Stärke des Schweizer Francs geschmälert, wodurch eine leicht negative

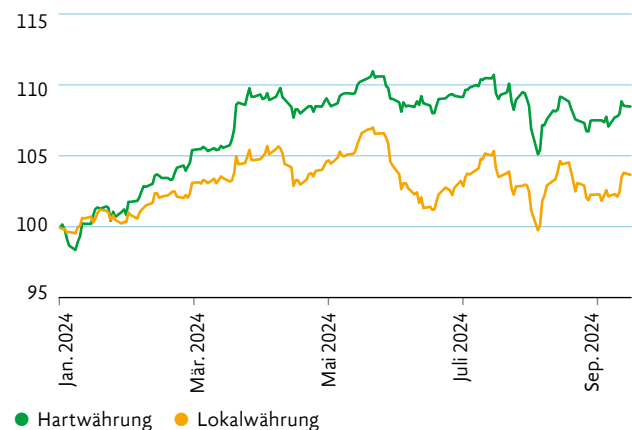
Staatsanleihen Laufzeit 10 Jahre gegen 2 Jahre

Renditedifferenz in Prozentpunkten



Entwicklung von Schwellenländeranleihen 2024

Gesamtrendite in CHF, 1. Jan. 2024 = 100



Performance resultierte. Auf Länderebene belastete vor allem die Schwäche des mexikanischen Pesos und des brasilianischen Reals.

Die Leitzinsen dürften in den kommenden Monaten in den drei für uns bedeutendsten Währungsräumen sinken. Während die EZB und die US-Fed etliche weitere Zinsschritte vor sich haben dürften, gehen wir für die Schweizerische Nationalbank aktuell nur noch von einer Zinssenkung im September aus - die Risiken sind jedoch wegen der sich tendenziell weiter abschwächenden Inflation nach unten gerichtet.

Die Aussicht auf sinkende Leitzinsen hat in den vergangenen Monaten bereits zu einem Rückgang der Renditen entlang des Laufzeitenspektrums geführt, war aber in kürzeren Laufzeiten stärker ausgeprägt. Diese Tendenz dürfte sich insbesondere im US-Dollar, aber auch im Euro noch fortsetzen. Daher gehen wir auch davon aus, dass die Steilheit der beiden Zinskurven wieder zunimmt. Eine Folge davon ist, dass längere Laufzeiten attraktiver werden, was insbesondere für den US-Dollar, aber in zunehmendem Masse auch für den Euro gilt. Aus diesem Grund raten wir in beiden Währungen zu einer Duration, die etwas länger als die unserer recht breit gefassten Vergleichsindizes ist. Schweizer Anleihen mit ihrer sehr flachen Zinsstrukturkurve bieten aus unserer Sicht nur wenig Spielraum für sinkende Renditen. Hier bevorzugen wir noch eine Duration leicht unterhalb unserer Vergleichsindizes.

Die Marktturbulenzen Anfang August führten zu einem recht scharfen Anstieg der Risikoprämien von Unternehmensanleihen. Dennoch blieben die Prämien selbst während des kurzen Ausverkaufs meist unter den Niveaus vom Jahresbeginn. Bis in den September hinein erholten sich die Märkte und die Prämien sanken grösstenteils wieder auf den Stand von Mitte Juli zurück. An unserer relativen Zurückhaltung bei Unternehmensschuldnern gegenüber Staatsanleihen im US-Dollar und Euro hat sich damit nichts geändert. Nur im Schweizer Markt raten wir weiterhin, Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen zu bevorzugen.

Schwellenländeranleihen sollten in den kommenden Monaten Rückenwind von den weiter sinkenden Renditen und dem sich etwas abschwächenden Wachstum in den USA spüren. Das dürfte sowohl bei Anleihen in US-Dollar als auch in Lokalwährungen zu einer positiven Performance beitragen. Auf Länderebenen sind vor diesem Hintergrund insbesondere die asiatischen Anleihenmärkte interessant. Generell empfehlen wir jedoch breit diversifizierte Engagements in Schwellenländeranleihen. ■

Unattraktive Franken-Kurve, weitere Rally im Ausland

Unternehmensanleihen eher teuer, Schwellenländer attraktiver

IN KÜRZE

Längere Laufzeiten werden im Ausland attraktiver

Im Schweizer Markt sind Staatsanleihen teuer; andere hochwertige Anleihen bevorzugen

Im USD und EUR sind Staatsanleihen dagegen noch interessanter

Anleihen der Schwellenländer stellen eine interessante Alternative für andere Märkte dar

Aktienmärkte

Im 3. Quartal zeigten die Aktienmärkte erhöhte Volatilität bei einer verhaltenen Dynamik. Sektorseitig kam es zu einer Rotation in zinsensitivere Bereiche. Sinkende Zinsen und moderates Wachstum sollten die Aktienmärkte trotz erhöhter Bewertungen weiterhin unterstützen.

Die Dynamik an den Aktienmärkten hat seit Mitte des Jahres deutlich nachgelassen. Dabei haben sich Substanzwerte (+7%) besser entwickelt als Wachstumstitel (+1%). Vor allem bei den grossen Technologieaktien hat sich der Börsenzauber etwas verflüchtigt, auch wenn die mittel- und langfristigen Aussichten gut bleiben. Obwohl es sich bei künstlicher Intelligenz (KI) um eine transformale Technologie handelt, stellen sich Anleger die Frage nach den kurzfristigen finanziellen Vorteilen für Unternehmen, die Milliarden in diese Technologie investieren. Böse Zungen vergleichen es mit dem Goldrausch, wo die wahren Gewinner die Verkäufer von Schaufeln und Pickeln waren - heute sind es Halbleiter und Software.

Regionen

Der beste Markt - mit einer Performance von 5% in Lokalwährung gerechnet seit Ende Juni - war der **amerikanische** Aktienmarkt. Diesmal wurde die Börse

aber nicht von den Sektoren Technologie und Medien getragen, sondern von Immobilien und Versorgern. Diese tragen oft eine hohe Schuldenlast und gehörten in Erwartung sinkender Zinsen daher zu den Gewinnern.

Der **europäische** Aktienmarkt hat sich seitwärts bewegt, jedoch mit grossen Differenzen in den einzelnen Sektoren. Nicht ganz überraschend bildeten auch hier Technologieaktien das Schlusslicht. Ferner litten die Aktien der Luxusgüter- und Autohersteller unter der Kaufzurückhaltung der Konsumenten angesichts des schwachen Konjunkturgangs vor allem in China. Wie auch in den USA gehörten zinsensitive Sektoren wie Immobilien, Telekom und Versorger zu den Gewinnern.

Auch der **Schweizer** Aktienmarkt trat auf der Stelle. Die positive Entwicklung der Schwergewichte Novartis (+3%) und Roche (+8%) konnte die negative Entwicklung der Konsumgüteraktien wie Nestlé (-11%), Richemont (-18%) oder Logitech (-16%) nicht kompensieren.

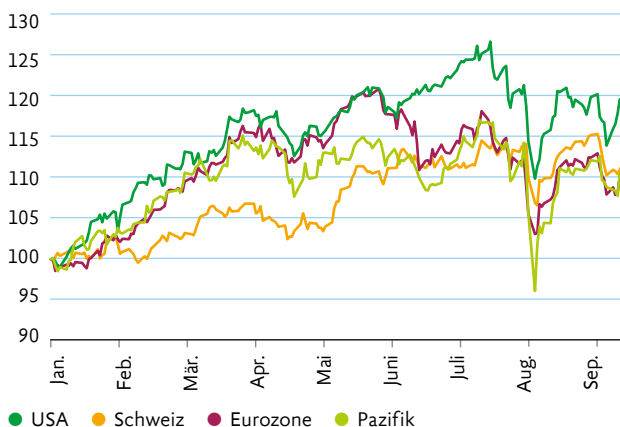
Das Schlusslicht seit Mitte des Jahres bildet der **japanische** Aktienmarkt (-10%). Die überraschende Zinserhöhung der japanischen Notenbank liess den Yen nach oben schnellen. Dies belastet die Exporteure, die bis anhin vom schwachen Yen profitiert haben.

Sektoren

Auch in den letzten Monaten gab es grosse Unterschiede in der Performance der einzelnen Sektoren. Die globalen Gewinnersektoren aus dem ersten Halbjahr, Technolo-

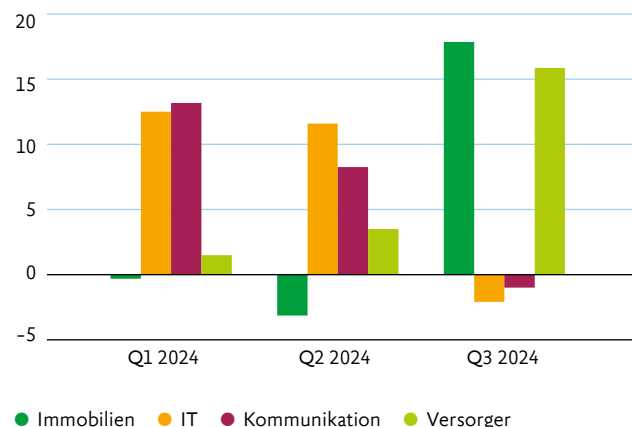
Performance ausgewählter Aktienmärkte im Jahr 2024

Gesamtrendite in CHF, 1. Jan. 2024 = 100



Quartalsrenditen ausgewählter Aktiensektoren

in %, Gesamtrendite in US-Dollar



gie und Medien, gehörten zu den Verlierern, während sich die ehemaligen Schlusslichter Immobilien und Versorger am oberen Ende befanden. Es zeigt sich einmal mehr, dass die richtige Sektorenauswahl ein entscheidender Erfolgsfaktor ist.

In der Mitte des Quartals hatten wir bereits den Energiesektor von «Übergewichten» auf «neutral» herabgestuft. Unter anderem hatte die International Energy Agency (IEA) ihre Prognose für das weltweite Wachstum der Ölnachfrage gesenkt aufgrund der schwachen Wirtschaftsdaten wichtiger Verbraucher wie USA, EU und China. Dennoch stützen die Förderkürzungen den Ölpreis, und das dürfte den freien Cashflows der Ölmultis (wichtigster Faktor im Sektor) helfen. Dies ermöglicht es, auch in Zukunft attraktive Dividenden zu zahlen und Aktienrückkäufe zu tätigen.

LUKB-Einstufung	Sektor
Übergewichten	Finanzen, Roh- und Grundstoffe, Versorger
Neutral	Energie, Gesundheitswesen, Immobilienwerte, Industrie, Nicht-zyklischer Konsum, Technologie
Untergewichten	Kommunikation, Zyklischer Konsum

Wir stufen den Finanzsektor weiterhin mit «Übergewichten» ein, da bei den Banken das abflauende Zinsgeschäft zusehends durch andere Bereiche kompensiert werden kann. Wir bevorzugen Banken, die ein starkes Standbein im lukrativen Private Banking haben, und Retail-Banken, welche durch innovative Technologien im Massengeschäft hohe Skaleneffekte erzielen können. Bei den Versicherungen gefallen uns die klassischen Schaden- und Unfallversicherungen.

Der Sektor Roh- und Grundstoffe scheint bei der Nachfrage nun so langsam das Tal der Tränen zu verlassen. Innerhalb des Sektors bevorzugen wir Bergbauunternehmen in politisch stabilen Regionen und mit starken Bilanzen. Bei den Chemiekonzernen präferieren wir Spezialchemiker mit geringer Abhängigkeit von Kontinentaleuropa und der Autobranche. Auch bei Kartonverpackungen zeichnet sich eine Belebung ab. Stahlkonzerne kämpfen mit hohen Energiepreisen, verschärften CO₂-Vorgaben, Konkurrenz aus Asien und strapazierten



Daniel Bosshard
Aktienanalyst

Bilanzen. Angesichts des sich abzeichnenden zyklischen Aufschwungs nach über 2 Jahren der Flaute sehen wir den Sektor insgesamt eher positiv und stufen ihn mit «Übergewichten» ein.

Die Aussicht auf sinkende Zinsen schafft ein positives Umfeld für den Sektor Versorger, vor allem im regulierten Geschäft. Der stärkere Fokus auf erneuerbare Energien eröffnet für die Netzbetreiber zudem lukrative Investitionsmöglichkeiten. Eine steigende Nachfrage nach Strom, z.B. durch eine wirtschaftliche Erholung oder wachsenden Strombedarf von Rechenzentren, würde ebenfalls helfen. Die Probleme bei Projekten zur Erzeugung erneuerbarer Energie und der Einfluss eines niedrigeren Strompreises scheinen inzwischen besser in den Aktienkursen reflektiert. Zudem macht ein sinkendes Zinsniveau die Dividendenrendite attraktiver, die ein wichtiges Kaufargument für den Sektor ist. Daher stufen wir den Sektor mit «Übergewichten» ein. ■

IN KÜRZE

Dynamik an den Märkten hat nachgelassen

Technologieaktien und der japanische Markt haben an Schwung verloren

Sinkende Zinsen und moderates Wachstum stützen, trotz zum Teil erhöhter Marktbewertungen

Bevorzugte Sektoren: Finanzwesen, Roh- und Grundstoffe, Versorger

Rohstoffe



Andreas Müller
Analyst Rohstoffe

Glänzende Aussichten für Gold, Industriemetalle leiden unter Konjunkturunsicherheiten und Rohöl steht trotz Verschiebung der Fördererhöhungen unter Druck.

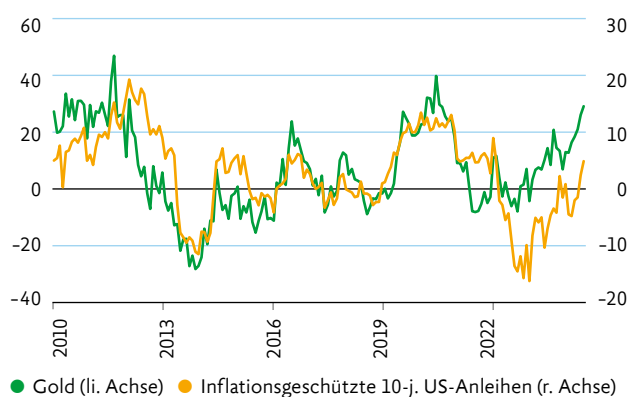
Bei den Rohstoffen stand das vergangene Quartal ganz im Zeichen der starken Aufwärtsbewegung von Gold. Das gelbe Edelmetall notierte Mitte September rund 12% höher als zu Beginn des dritten Quartals und erreichte neue Höchststände. Das europäische Gas profitierte von den Unsicherheiten bezüglich der russischen Gaslieferungen und den Wartungsarbeiten in Norwegen. Es verteuerte sich innert kurzer Zeit um rund 30% auf knapp EUR 40 pro MWh. Die Basismetalle gaben im dritten Quartal aufgrund von Konjunktursorgen leicht nach. Auch der Preis für ein Barrel Rohöl der Sorte Brent litt unter der nachlassenden Wirtschaftsdynamik in China und den USA. Es verbilligte sich im Quartalsverlauf um mehr als 13% auf rund USD 75 pro Barrel.

Gold im Aufwärtstrend

Das gelbe Metall erfreute sich in den letzten Monaten weiterhin grosser Beliebtheit. Immer wieder wurden neue Höchststände beim Goldpreis (in USD) erreicht. Während die chinesische Zentralbank schon seit einiger Zeit keine Goldkäufe mehr tätigt, gehörten die Zentralbanken der Türkei und Polens zu den grossen Goldkäufern. Zudem verzeichneten die börsengehandelten Goldfonds (ETFs) seit dem 3. Quartal wieder Zuflüsse, insbesondere auch aus Nordamerika. Eine Umfrage des World Gold Council zeigt zudem, dass die meisten Zentralbanken in Zukunft mit einer höheren Goldallokation rechnen. Die Senkung der Importsteuer auf Gold in Indien, die Erwartung baldiger Leitzinssenkungen durch die US-Notenbank und geopolitische Unsicherheiten haben den Preis zusätzlich beflügelt. Wir gehen davon aus, dass der Goldpreis aufgrund dieser Faktoren noch

Realzinsen als gemeinsamer Treiber

Kursperformance in USD gegenüber dem Vorjahr, in %



Konjunktursorgen drückten Ölpreis

Preis in USD für ein Fass der Sorte Brent



weiteres Potenzial hat. Sinkende Realrenditen und eine mögliche Abschwächung des US-Dollar wären weitere stützende Faktoren.

Die Basismetalle notieren seit Quartalsbeginn leicht im Minus. Obwohl den Industriemetallen aufgrund der Energiewende, der Elektromobilität und zahlreicher Infrastrukturprojekte langfristig grosses Potenzial zugesprochen wird, leiden sie unter den allgemeinen Konjunktursorgen und dem schwachen Immobilienmarkt in China. Da auch der Absatz von Elektro- und Verbrennungsfahrzeugen schwach ist, wird insbesondere weniger Kupfer und Aluminium benötigt. Bei Kupfer wird für 2024 ein Überangebot erwartet, auch wenn die Experten ihre Prognosen nach unten revidiert haben. Nickel litt unter der geringen Bautätigkeit in China. Negativ wirkte sich auch der starke Kapazitätsausbau in Indonesien auf den Preis von Nickel aus. Die schwache Nachfrage liess die Lagerbestände der meisten Industriemetalle anschwellen. Im Moment sehen wir keine Impulse für höhere Preise. Die steigenden Ausgaben für die Elektrizitätsnetze in China sollten jedoch bald zu einem positiveren Bild beitragen.

Der Ölpreis stand seit Beginn des 3. Quartals kontinuierlich unter Druck. Grund dafür waren die zunehmenden Konjunktursorgen in den USA und China. Im Sommer wurde teilweise mit einer Rezession in den USA gerechnet, was sogar den Ruf nach sofortigen Zinssenkungen laut werden liess. Diese Unsicherheiten und das von verschiedenen Organisationen nach unten revidierte Nachfragewachstum veranlassten die OPEC+-Staaten, die für Ende Oktober geplanten schrittweisen Fördererhöhungen um mindestens zwei Monate zu verschieben. Zudem haben einige Länder bisher mehr gefördert als gemäss Quoten geplant, was zu einem zusätzlichen Angebotsüberhang geführt hat. Wir gehen aber davon aus, dass der Ölpreis auf dem aktuellen Niveau zu günstig und daher gut unterstützt ist.

Der europäische Gaspreis schwankte im 3. Quartal stark und verzeichnete insgesamt ein leichtes Plus. Angriffe der Ukraine auf russisches Territorium, wo sich wichtige Erdgasinfrastrukturen befinden, führten zu Versorgungsängsten und einem deutlichen Anstieg der Notierungen. Aber auch die bevorstehende Heizsaison, Wartungsarbeiten und die warme Witterung in Europa und Asien stützten den Preis. Wir rechnen nicht mit einem nachhaltigen weiteren Preisanstieg, da die Gasspeicher in Europa mit rund 93% überdurchschnittlich gut gefüllt sind und sich die Versorgung mit Flüssiggas (LNG) in Europa zunehmend verbessert. Dennoch sind Schwankungen möglich, da nach wie vor grosse Unsicherheiten bezüglich der Versorgung Europas mit russischem Pipelinegas bestehen. ■

Basismetalle leiden unter Konjunkturschwäche

Rohölpreis unter Druck, Gaspreis äusserst volatil

IN KÜRZE

Goldpreis mit weiterem Potenzial

Konjunkturunsicherheiten lasten auf den Notierungen der Basismetalle

Rohöl auf aktuellem Niveau zu günstig und daher gut unterstützt

Europäische Gaspreise mit wenig weiterem Aufwärtspotenzial

Immobilien

Schweizer Immobilienfonds profitierten im Jahr 2024 von höheren Mieterträgen und sind weiterhin attraktiv. Globale Immobilienaktien dürften in den kommenden Monaten den Rückenwind von sinkenden Zinsen beibehalten.

Schweizer Immobilienfonds bewegten sich im 3. Quartal bisher mehrheitlich seitwärts und liegen seit Jahresbeginn rund 7% im Plus. Die Marktturbulenzen der letzten Wochen haben sich zwar auch auf Schweizer Immobilienfonds ausgewirkt. Die Fundamentaldaten sind unseres Erachtens aber intakt, wofür die weiter gesunkene Leerstandsnummer jüngst ein weiteres Zeugnis abgab.

Schweiz: robuste Wohnraumnachfrage

Denn die Nachfrage nach Wohnraum in der Schweiz ist ungebrochen hoch. Die im europäischen Vergleich solide wachsende Schweizer Wirtschaft benötigt Arbeitskräfte, was die Nettozuwanderung begünstigt. Im ersten Halbjahr 2024 sind netto rund 41'000 Personen zugewandert. Das sind zwar etwas weniger als in der Vorjahresperiode, aber mehr als im Durchschnitt der letzten Jahre. Es ist nicht zu erwarten, dass sich daran schnell etwas ändern wird. Der aktuell wichtigste Faktor der Wohnungsnachfrage, die Nettozuwanderung, dürfte vorerst robust hoch bleiben.

Sinkende Leerwohnungsziffer

Die Bautätigkeit kann derzeit nicht mit der Wohnungsnachfrage Schritt halten, auch wenn in jüngster Zeit wieder eine gewisse positive Dynamik bei den Baugesuchen zu verzeichnen ist. Der verfügbare Wohnraum nimmt dadurch weiter ab. Dies spiegelt sich auch in den jüngsten Daten der Leerwohnungszählung des Bundesamtes für Statistik. Anfang Juni 2024 standen nur noch rund 1.08% aller Wohnungen leer, nach bereits sehr tiefen 1.15% im Vorjahr. Tiefer lag die Quote nur in den 2000er- oder 1980er-Jahren. Die Wohnungssuche dürfte in den kommenden Quartalen schwierig bleiben, eine Trendwende zeichnet sich derzeit nicht ab.

Wohnungsknappheit lässt Angebotsmieten kräftig steigen

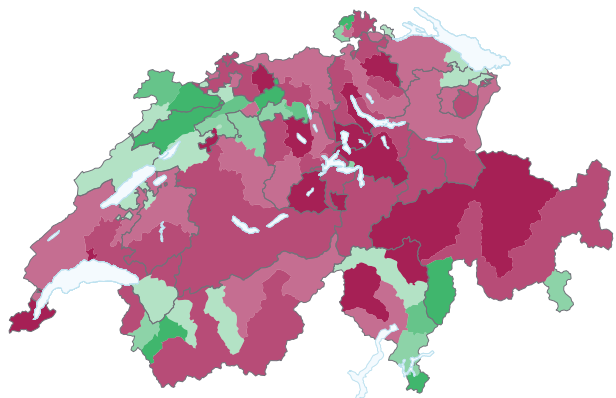
Die Knappheit auf dem Mietwohnungsmarkt schlägt sich in steigenden Wohnkosten nieder. Zuletzt sind die Angebotsmieten im schweizerischen Durchschnitt innert Jahresfrist um über 6% gestiegen. Überdurchschnittlich stark stiegen sie in Städten, in gut erschlossenen Agglomerationen sowie in Tourismusorten. Die jährlich rund 10% der Schweizer Haushalte, die die Wohnung wechseln, sind damit den höheren Mieten ausgesetzt. Wegen der Wohnungsknappheit gehen wir davon aus, dass die Angebotsmieten vorerst weiter steigen werden.

Entwarnung bei den Bestandsmieten

Die Bestandsmieten stiegen zwar in den letzten zwölf Monaten ebenfalls kräftig. Die gute Nachricht ist aber,

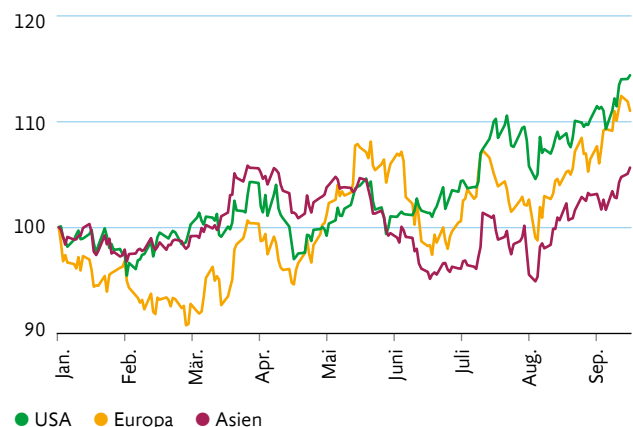
Leerwohnungsziffer in den Schweizer Bezirken 2024

Anteil leer stehender Wohnungen am Gesamtwohnungsbestand, in %



Entwicklung internationaler REITs-Märkte 2024

Gesamtrendite in CHF, indexiert. Januar 2024 = 100



dass der Referenzzinssatz vorerst nicht mehr steigen sollte. Im Gegenteil: Der zugrunde liegende Durchschnittszins ist im letzten Quartal sogar leicht gesunken. Mit 1.67% liegt er nur noch knapp über dem Niveau von 1.63%, ab dem ein Unterschreiten zu einer Anpassung des Referenzzinssatzes auf 1.5% und damit zu Mietzinssenkungen führen könnte. Ein Sinken des Referenzzinssatzes bereits wieder im Dezember käme für uns aber eher überraschend.

Schweizer Immobilienfonds in etwa fair bewertet

Schweizer Immobilienfonds erachten wir derzeit in etwa als fair bewertet. Das aktuelle durchschnittliche Agio der Immobilienfonds liegt nahe am historischen Durchschnitt. Auch in Relation zum aktuellen Zinsniveau kann die Bewertung als fair bezeichnet werden. Das Agio, also der Aufschlag auf den Nettoinventarwert, ist bei Wohnimmobilienfonds höher als bei Gewerbeimmobilienfonds. Der Aufschlag ist jedoch durch die höhere Ertrags- und Ausschüttungssicherheit gerechtfertigt. Bei Gewerbeimmobilienfonds ist die Unsicherheit über den Geschäftserfolg höher. Die grösseren Risiken werden unter anderem durch eine höhere Ausschüttungsrendite und eine tiefere Bewertung kompensiert. Die leicht anziehende Schweizer Wirtschaft, die Aussicht auf weitere Zinssenkungen der SNB sowie der starke Mietermarkt stimmen uns für Schweizer Immobilienfonds weiterhin leicht positiv.

Globale REITs: erfreulicher Kursanstieg im 3. Quartal

Nachdem sich die internationalen Immobilienanlagen (REITs) im ersten Halbjahr seitwärts bewegten und nicht mit dem breiten Aktienmarkt mithalten konnten, hat sich dies im 3. Quartal markant verändert. So verzeichneten globale REITs seit Anfang Juli bislang ein Kursplus von knapp 15% in USD. Die Aussicht auf die Zinswende der US-Notenbank und die Verflachung der US-Zinsstrukturkurve haben zu diesem starken Kursanstieg beigetragen. Denn bei tieferen Zinsen sinken die Finanzierungskosten der REITs, was sich positiv auf deren Gewinnwachstum auswirkt. Zudem führt der Zinsrückgang zu einem tieferen Diskontierungsfaktor, was höhere Bewertungen ermöglicht. Vor allem US-REITs, die den grössten Anteil an den börsenkotierten REITs ausmachen, konnten in den letzten Monaten



Tom Eyer
Analyst Immobilienanlagen

von dem sich aufhellenden Zinsumfeld profitieren und Kursgewinne verzeichnen. Besonders erfreuliche Kurszuwächse verzeichneten zuletzt REITs aus dem Gesundheitssektor, für Lagerflächen und aus dem Einzelhandel.

Zinssenkungen verleihen Rückenwind

In unserem Hauptszenario gehen wir zwar davon aus, dass die US-Wirtschaft 2025 etwas an Wachstumsdynamik verliert, wir rechnen aber weiterhin mit einem recht robusten Wachstum von rund 2%. Hinzu kommt, dass viele internationale Immobilienanlagen im historischen Vergleich nicht teuer bewertet sind. Dies und die Erwartung, dass die westlichen Notenbanken, allen voran die Fed, die Leitzinsen in den nächsten einhalb Jahren weiter senken werden, könnte den REITs weiteren Auftrieb verleihen. Historische Analysen zeigen, dass die Kurse globaler REITs positiv auf Zinssenkungen reagiert haben, solange sich die Konjunktur stabil entwickelte. ■

IN KÜRZE

Schweizer Wohnimmobilienfonds profitieren von besserer Auslastung und höheren Erträgen

Günstigere Finanzierung wirkt sich positiv auf Gewerbeimmobilienfonds aus

Gemischte Schweizer Immobilienfonds bevorzugen

Internationale Immobilienanlagen profitieren von sinkenden Zinsen

MARKTÜBERBLICK

Im 3. Quartal hatten die Aktienmärkte grösseren Gegenwind und in Franken gerechnet liegen die wichtigsten Märkte per Mitte September im Minus. Lediglich der Schweizer Markt blieb weitgehend unverändert. Am meisten unter Druck gerieten Aktien aus den USA und den Schwellenländern. Zu den Gründen zählten Sorgen über die hohe Bewertung von US-Technologieaktien

sowie den globalen Wachstumsausblick. Beides zeigte sich in sinkenden Anleiherenditen, vor allem in den USA und der Eurozone. In diesem Umfeld stieg der Goldpreis auf neue Rekordhochs und Immobilienaktien profitierten. Öl oder Industriemetalle erlitten hingegen deutliche Kursverluste. Die meisten Währungen verloren zum Franken, mit Ausnahme des japanischen Yen.

Performance ausgewählter Finanzmarktindizes

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

	Performance-Rückblick							Unsere Erwartung in 6-9 Monaten
	20.09.24	2024	2023	2022	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	
Geldmarkt								
Geldmarkt CHF 3 Mt.	117	0.6	0.7	-0.3	0.8	-0.1	-2.3	→
Staatsanleihen								
Schweiz (CHF)	183	1.9	12.5	-17.0	7.7	-9.5	5.3	→
Eurozone (EUR)	217	0.0	6.3	-19.2	6.2	-16.0	-1.1	↗
Grossbritannien (GBP)	234	0.2	3.6	-25.1	7.1	-22.2	5.4	→
USA (USD)	2'370	4.1	4.1	-12.5	9.0	-0.2	15.0	↗
USA inflationsgeschützt (USD)	359	4.9	3.9	-11.8	8.7	13.8	28.7	↗
China (CNY)	237	5.3	4.6	3.4	6.6	26.0	61.8	→
Unternehmensanleihen								
Denominiert in CHF	187	2.9	5.7	-7.5	6.0	-0.1	7.1	→
Global (USD)	287	5.2	9.6	-16.7	12.8	4.9	20.9	→
EM-Anleihen								
Hartwährung (USD)	450	7.9	9.6	-16.6	15.1	5.1	30.0	↗
Lokalwährung (USD)	154	5.4	6.9	-8.4	11.6	10.7	15.5	→
Aktienindizes								
Schweiz SMI	11'934	10.6	7.1	-14.3	10.5	38.4	85.8	↗
Schweiz SPI	15'893	9.1	6.1	-16.5	8.5	30.4	82.2	↗
USA (USD)	5'703	20.8	26.3	-18.1	31.5	106.6	240.8	→
UK (GBP)	8'230	9.7	7.9	4.7	10.5	34.5	76.7	↗
Eurozone (EUR)	505	9.5	19.5	-11.7	15.1	51.5	108.5	→
Japan (JPY)	2'642	13.0	28.3	-2.5	12.3	84.4	148.8	↗
China, Schanghai (CNY)	3'201	-4.2	-9.1	-19.8	-11.1	-8.9	63.8	→
Welt (USD)	3'677	17.7	24.4	-17.7	27.7	85.3	165.3	→
Schwellenländer (USD)	1'106	10.7	10.3	-19.7	17.3	24.8	38.8	→
Immobilien								
Schweizer Immobilienfonds	191	7.1	5.0	-15.2	11.7	20.1	62.1	→
REITs Global (USD)	147	11.6	10.7	-24.5	22.9	11.8	57.3	→
Rohstoffe								
Breiter Rohstoffindex (USD)	1'777	4.2	-1.4	17.4	-1.5	73.9	33.0	→
Gold (USD)	2'614	26.6	13.8	-0.4	34.4	73.8	114.7	↗
Öl (Brent) (USD)	75	-3.5	-8.5	8.3	-19.9	15.4	-23.3	↗
Devisen								
EUR/CHF	0.948	1.9	-5.8	-4.7	-1.2	-13.3	-21.5	→
USD/CHF	0.850	1.0	-9.0	1.3	-5.4	-14.2	-9.7	→
EUR/USD	1.114	0.9	3.5	-6.2	4.0	1.2	-13.2	→
GBP/USD	1.328	4.2	6.0	-11.2	7.1	6.2	-18.6	→
USD/JPY	144.435	2.5	6.8	14.6	-2.2	33.9	32.5	→
USD/CNY	7.073	-0.7	3.2	8.7	-2.9	-0.2	15.2	→

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

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

MAKROPROGNOSEN

Die Weltwirtschaft dürfte dieses und nächstes Jahr moderat wachsen. Hierbei erwarten wir in den meisten der von uns analysierten Länder weiterhin positive Impulse vom Dienstleistungssektor und dem privaten Konsum. Letzterer wird gestützt von einer anhaltend positiven Beschäftigungs- und Einkommensentwicklung sowie fallenden Inflationsraten. Allmählich erholt sich auch

die globale Nachfrage nach Gütern. In der Folge sollte auch die Investitionstätigkeit der Unternehmen wieder zunehmen. Diese dürfte auch davon profitieren, dass sich die Finanzierungsbedingungen verbessern. So erwarten wir, dass die Zentralbanken ihre Leitzinsen schrittweise weiter senken.

Konjunktur- und Zinsprognosen

	BIP (% ggü. Vorjahr)			Inflation (% ggü. Vorjahr)			Leitzins (%)		Rendite 10 J. (%)	
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	20.09.24	in 6-9 Mt.	20.09.24	in 6-9 Mt.
Schweiz	0.8	1.6	1.7	2.1	1.2	1.0	1.25	1.00	0.50	0.60
Eurozone	0.5	0.9	1.8	5.4	2.3	2.0	3.50	2.75	2.22	2.10
Grossbritannien	0.1	1.1	1.8	7.3	2.6	2.6	5.00	4.50	3.90	3.80
USA	2.5	2.5	2.0	4.1	3.0	2.2	4.75-5.00	3.75-4.00	3.73	3.60
Japan	1.8	0.2	1.1	3.3	2.3	1.4	0.25	0.50	0.87	1.00
China	5.2	4.8	4.1	0.3	0.4	1.2	-	-	-	-
Brasilien	2.9	3.0	2.1	4.6	4.2	4.0	-	-	-	-
Russland	3.2	3.9	1.7	5.9	8.0	6.3	-	-	-	-
Indien	7.8	6.8	7.0	5.7	4.8	4.7	-	-	-	-
Welt	3.0	2.9	2.7	-	-	-	-	-	-	-

ÜBERBLICK WELTWIRTSCHAFT

Wachstumsprognosen für das Gesamtjahr 2024

BIP-Wachstum 2024 $\geq 4.0\%$

BIP-Wachstum 2024 $\geq 2.0\%$ und $< 4.0\%$

BIP-Wachstum 2024 $\geq 0\%$ und $< 2.0\%$

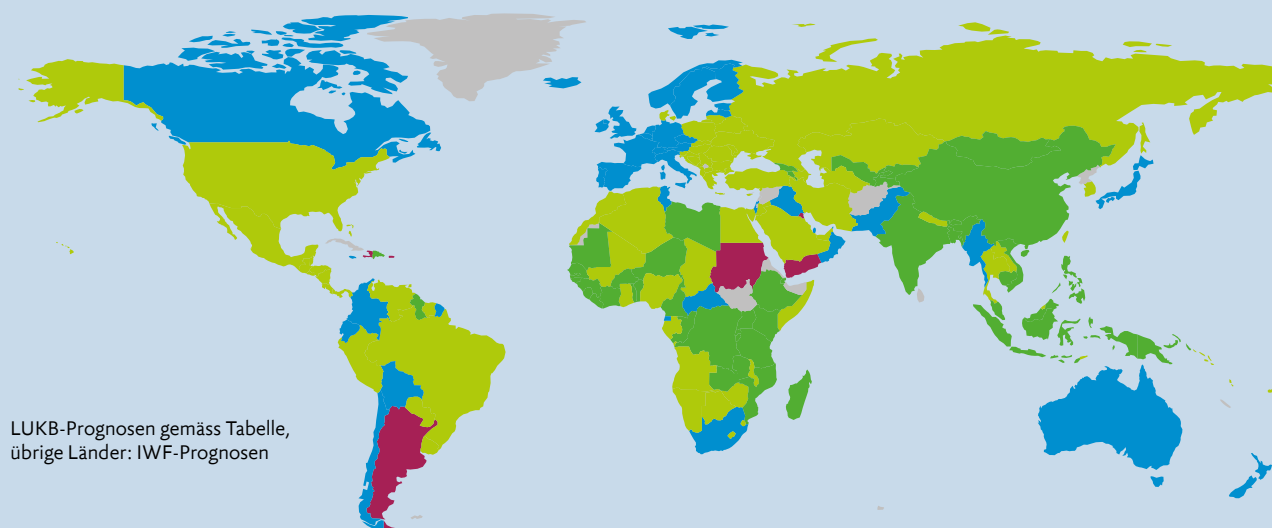
BIP-Wachstum 2024 $< 0\%$

● Sehr hohes Wachstum

● Moderates Wachstum

● Schwaches Wachstum

● Rezession



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

Luzerner Kantonalbank AG

Pilatusstrasse 12

6003 Luzern

Telefon +41 (0) 844 822 811

info@lukb.ch

lukb.ch

Disclaimer

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



printed in
switzerland

Gedruckt auf NAUTILUS® SuperWhite Papier der Mondi Paper Sales GmbH. Papier hergestellt in Österreich. NAUTILUS® ist ein 100%-Recycling-Papier, verfügt über die führenden Umweltzertifizierungen und ist Cradle to Cradle Certified® in der Stufe Bronze – ein eingetragenes Markenzeichen des Cradle to Cradle Products Innovation Institute.