

Anlagepolitik

Widerstandskraft



 **Luzerner
Kantonalbank**

Q3 | 2024

Unsere Markteinschätzung
Seite 7

Fokusthema
KI – zwischen Übertreibung
und zählbarem Erfolg
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

Der Juni zeigte einmal mehr, dass manchmal Welten zwischen Europa und Amerika liegen. Während diesseits des Atlantiks die angekündigten Neuwahlen in Frankreich für Verunsicherung und Kursverluste sorgten, verbuchte Amerika vollkommen unbeeindruckt weitere Allzeithochs dank der Technologieaktien.

«KI durchdringt zunehmend die meisten Wirtschaftsbereiche. Die Gewinner davon früh zu erkennen, dürfte zunehmend schwieriger werden.»

Ganz ohne politische Nervosität wird es auch in den USA in diesem Jahr nicht gehen. Allerdings liegen die Präsidentschaftswahlen für die Finanzmärkte noch in ferner Zukunft. Abgesehen von der Politik dürfte aber ein Thema an den Märkten bestimmend bleiben: Künstliche Intelligenz (KI) und ihre Anwendungen in verschiedensten Wirtschaftsbereichen.

In unserem Fokustext werfen wir dieses Mal einen Blick auf dieses wichtige Thema und diskutieren, welche Sektoren wir in der aktuellen Phase der zunehmenden Integration von KI in verschiedenste Wirtschaftsprozesse als besonders interessant erachten.

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: KI - zwischen Übertreibung und zählbarem Erfolg
- 14 | Festverzinsliche Anlagen
- 16 | Aktienmärkte
- 18 | Rohstoffe
- 20 | Immobilien
- 22 | Marktüberblick
- 23 | Makroprognosen

HIGHLIGHTS

MAKRO- UND RISIKO-UMFELD

Das Umfeld an den Finanzmärkten dürfte unterstützend für risikoreichere Anlagen wie Aktien oder Unternehmensanleihen bleiben. Das Wachstum ist moderat, die Inflation sinkt, während die Risikobereitschaft erhöht ist. Lediglich die tiefe Liquidität stellt einen Gegenwind dar.

■ 2. Quartal 2024 ■ 3. Quartal 2024



LIQUIDITÄT

Der Liquiditätsindikator hat sich kaum verändert. Zukünftige und bereits erfolgte Zinssenkungen dürften in den kommenden Monaten stützen.



RISIKO-UMFELD

Die Risikobereitschaft ist leicht gestiegen und reflektiert die Rally u.a. bei Technologieaktien und Unternehmensanleihen. Dies stützt risikoreichere Anlagen generell.



WACHSTUM

Der Wachstumsindikator hat sich etwas abgeschwächt, aber bewegt sich immer noch im neutralen Bereich. In den kommenden Monaten sollte er sich in diesem Bereich stabilisieren.



INFLATION

Von Seiten der Inflation gab es zuletzt nur einen leichten weiteren Rückgang. Auch in den kommenden Monaten dürfte der Inflationsdruck etwas erhöht bleiben.

UNSERE POSITIONIERUNG

Liquidität	●
Festverzinsliche Anlagen	●
Aktienmärkte	●
Immobilien	●
Edelmetalle und Rohstoffe	●

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



FOKUSTHEMA

KI - zwischen Übertreibung und zählbarem Erfolg

Der Aktienmarkt steht noch immer im Bann von KI, aber die Spitze des Hypes scheint überschritten. Künftig werden Anwendungen in vielen Sektoren hinzukommen. Allerdings bestehen auch Risiken.

AKTIEN

Die globale Konjunktur dürfte moderat weiterwachsen. Allerdings sind die Bewertungen teilweise erhöht, was vorerst für eine eher verhaltene Dynamik spricht. Wir raten daher nur zu einem leichten Übergewicht und bevorzugen Aktien aus der Eurozone, der Schweiz, Japan, den Schwellenländern sowie den Sektoren Grundstoffe, Finanzen, Energie und Versorgung.

ANLEIHEN

Wegen inverser Zinskurven sind kurze Laufzeiten attraktiver als längere. Zinssenkungen in den kommenden Monaten sollten vor allem im US-Dollar und Euro zu sinkenden Zinskurven führen, bei einer Verflachung über das kurze Ende. Tiefe Renditen machen den Schweizer Markt derzeit wenig attraktiv. Schwellenländeranleihen sind eine interessante Alternative.



ROHSTOFFE

Gold und Rohstoffe vorerst gemäss Anlagestrategie gewichtet. Gold mit Potenzial bei sich abzeichnenden US-Leitzinssenkungen. Energie und Metallen fehlen derzeit die Impulse eines Konjunkturaufschwungs.



IMMOBILIEN

Kapitalerhöhungen belasteten Schweizer Immobilienfonds. Die Fundamentaldaten sind jedoch intakt und sprechen für eine stärkere Gewichtung, insbesondere im Vergleich zu Schweizer Obligationen. Bei den globalen REITs-Märkten dagegen eine neutrale Gewichtung einnehmen aufgrund Aussicht einer langsameren US-Konjunktur.

BASISSZENARIO

Die globale Wirtschaft wird dieses und nächstes Jahr weiter moderat wachsen. Wir erwarten dabei, dass sie sowohl regional als auch auf Sektorebene breiter abgestützt sein wird als im letzten Jahr. Der Dienstleistungssektor sollte eine wichtige Wachstumstütze bleiben. Doch allmählich dürfte sich auch die Industrie erholen.

Gleichzeitig rechnen wir damit, dass die Inflation weiter zurückkommen wird. Die Zentralbanken dürften ihre Zinssenkungen fortsetzen bzw. noch damit starten.

Erwartete Marktauswirkungen

Grundsätzlich leicht positiv für Aktien und Risikoprämien von Unternehmensanleihen, allerdings sind Bewertungen zum Teil erhöht. Staatsanleihen mit Potenzial für rückläufige Renditen, v.a. im US-Dollar und Euro. Goldpreis und Rohstoffpreise erscheinen gut unterstützt.

ALTERNATIVSZENARIEN

1. Scharfe Rezession

Mögliche Auslöser: erneute Banken-/Schulden-/geopolitische Krisen, Rohstoffshocks u. Ä. bzw. zu langes Beibehalten restriktiver Geldpolitik.

Erwartete Marktauswirkungen

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

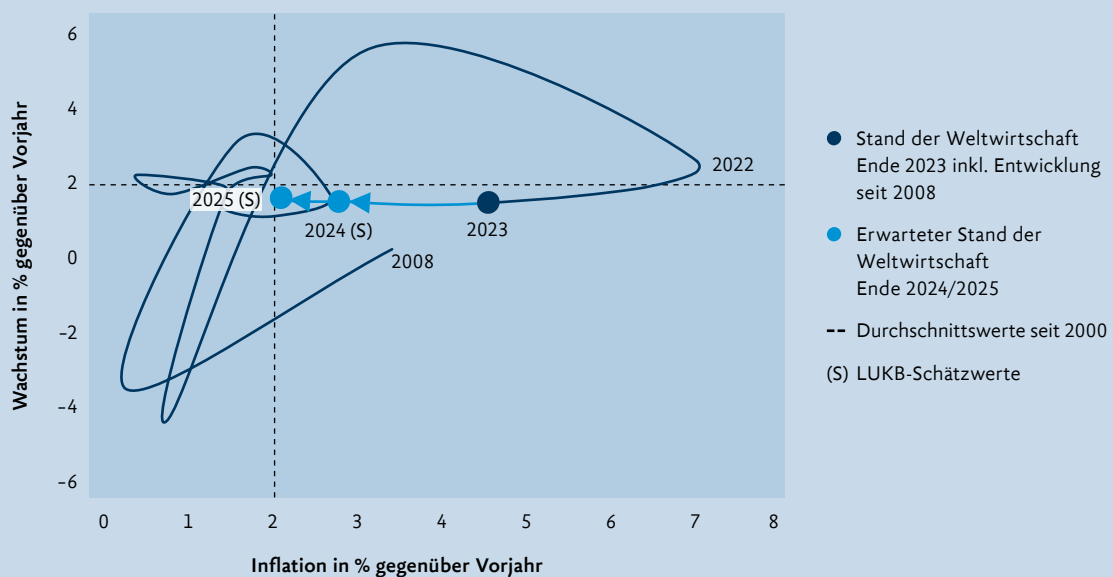
2. Globaler Aufschwung

Mögliche Auslöser: Produktivitätsboom dank Künstlicher Intelligenz, raschere Senkung der Leitzinsen, neuer Fiskalstimulus (z.B. in China) u. Ä.

Erwartete Marktauswirkungen

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

Wirtschaftswachstum und Inflation in den Industrieländern seit 2008



MARKTEINSCHÄTZUNG

Das globale Umfeld dürfte die Gewinnentwicklung der Unternehmen stützen und für risikoreichere Vermögenswerte günstig bleiben. Entsprechend bauen wir die leichte Übergewichtung der Aktienquote aus mit einem Fokus auf die Schweiz, die Eurozone, den Raum Pazifik und die Schwellenländer. Anleihen reduzieren wir etwas und

raten zu einer leichten Untergewichtung, insbesondere im Heimmarkt. Unsere bevorzugten Märkte sind die USA und die Schwellenländer. Schweizer Immobilienfonds sollten etwas stärker gewichtet werden, globale REITs, Gold sowie Rohstoffanlagen dagegen gemäss Strategie.

Markteinschätzungen und Positionierung per 26. Juni 2024

Anlageklasse		Kommentar
Liquidität		Die Liquiditätsquote sollte untergewichtet bleiben zugunsten von Aktien und Realwerten
Festverzinsliche Anlagen		Wir empfehlen eine weiter reduzierte Anleihenquote über den Abbau von CHF-Obligationen und EM-Hartwährungsanleihen
CHF		Im Heimmarkt sind die Renditen nach dem jüngsten Rückgang noch weniger attraktiv, weshalb wir die Quote weiter reduzieren
EUR		Angesichts der gestiegenen politischen Unsicherheit noch untergewichten, mittelfristig aber aufgrund der kommenden EZB-Zinssenkungen interessanter
GBP		GBP-Anleihen lassen wir untergewichtet, da der wahrscheinliche Labour-Sieg bei den Parlamentswahlen eine Haushaltskonsolidierung unsicherer macht
USD		Anleihen in USD sollten leicht übergewichtet werden, wobei wir die Beimischung von inflationsgeschützten Anleihen empfehlen
Schwellenländer		Schwellenländeranleihen in Hartwährung nach Rally etwas reduzieren, aber wie in Lokalwährungsanleihen noch leicht übergewichtet belassen
Aktienmärkte		Die Aktienquote erhöhen wir etwas über den defensiveren Heimmarkt. Die globalen Wirtschaftsaussichten sind intakt, was die Gewinnentwicklung stützt
Schweiz		Die Gewinnaussichten haben sich zuletzt etwas aufgeheit. Wegen seiner defensiven Eigenschaften bevorzugen wir den Markt zum Aufbau der Aktienquote
Eurozone		Moderates globales Wachstum, eine relativ günstige Bewertung und die Aussicht auf weitere EZB-Zinssenkungen sprechen für Eurozonen-Aktien
Grossbritannien		Im Q2 stützten v.a. die Sektoren Gesundheit und Finanzen. Auch wenn der Markt günstig bewertet ist, bevorzugen wir Aktien der Eurozone
Nordamerika		Die grossen US-Technologiewerte weisen weiterhin hohes Momentum und Gewinnwachstum auf. Nach der jüngsten Rally realisieren wir einen Teil der Gewinne
Pazifik		Japans Aktien konsolidierten im Q2 die Gewinne vom Jahresstart. Für uns bleibt die Region interessant für den Fall einer stärkeren globalen Erholung
Schwellenländer		Schwellenländer-Aktien konnten u.a. vom Technologie-Boom profitieren. Aufgrund der immer noch günstigen Bewertungen bleiben wir weiter übergewichtet
Realwerte		
Immobilienfonds Schweiz		Nach erfolgreichem Abschluss grösserer Kapitalaufnahmen bleiben Schweizer Immobilienfonds für uns eine attraktivere Alternative zu Schweizer Anleihen
Immobilien global (REITs)		Die globalen REITs-Märkte sind angesichts einer abnehmenden US-Konjunktur vorerst weniger attraktiv als die Aktienmärkte
Gold		Gold befindet sich in einem Konsolidierungsprozess nach den Gewinnen vom Frühjahr. Wir finden die heutige Bewertung angemessen und bleiben neutral
Rohstoffe (ohne Agrar)		Bei Industriemetallen und Energie erwarten wir vorerst eine Seitwärtsbewegung, da das globale Wachstum zu wenig Dynamik aufweist
Fremdwährungen vs. Franken		Wir halten derzeit einen leicht höheren Anteil von Fremdwährungen als Folge 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 zwar moderat. Dafür verbessert sich die Wachstumsbasis. Die Inflation fällt weiter. Somit können die Notenbanken ihre Zinsen senken.

2024 bietet eine Reihe von sportlichen Höhepunkten. Mitte Juni startete die Fussball-Europameisterschaft in Deutschland, gefolgt von den olympischen Sommerspielen in Frankreich. Dabei spornt das Motto «schneller, höher, weiter» die Athleten zu Höchstleistungen an. Und in der einen oder anderen olympischen Disziplin sind bestimmt Rekorde zu erwarten. Eine Goldmedaille für das kräftigste Wachstum der Neuzeit wird die Weltwirtschaft dieses Jahr wohl verfehlen. Während die globale Wirtschaft letztes Jahr inflationsbereinigt (real) noch um 3% wuchs, rechnen wir für dieses Jahr mit einem Zuwachs von 2.8%.

Im Team erfolgreich

Bei Mannschaftssportarten wie Fussball hängt der Erfolg entscheidend vom Team ab. Ähnlich verhält es sich mit der Wirtschaft auch. Tragen viele Komponenten und Sektoren zum wirtschaftlichen Erfolg bei, dann ist das nachhaltiger als wenn nur ein Bereich allein zum Wachstum beiträgt. Wichtig ist also, wie sich das Wachstum zusammensetzt. Und was das anbelangt, erwarten wir die eine oder andere Medaille. So rechnen wir damit, dass das globale Wachstum regional breiter

abgestützt sein wird. Denn wir gehen u.a. davon aus, dass sich die Konjunktur im Euroraum erholt, nachdem sie im vergangenen Jahr fast stagniert hat. Auch die Schweizer Wirtschaft dürfte 2024 einen Zahn zulegen. Währenddessen sollten die USA ihrer Rolle als globale Wachstumslokomotive gerecht werden und robust bleiben. Chinas Wirtschaft dürfte zwar Erfolge im Export- und Industriesektor erzielen. Die Konsumfreude der chinesischen Haushalte bleibt aber auch dieses Jahr gedämpft.

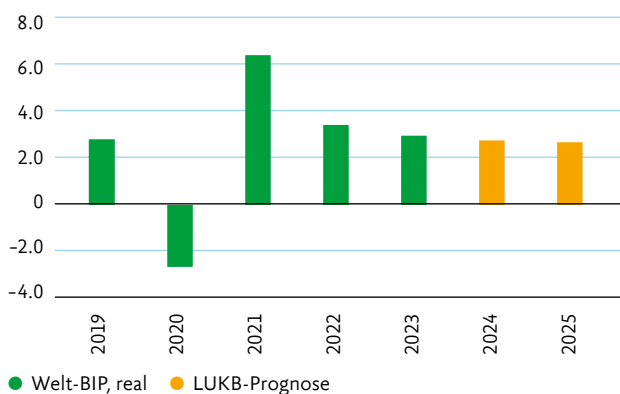
Auch auf Sektorebene sollte sich die Struktur des Wachstums verbessern. Während der Dienstleistungssektor in vielen Ländern ein wichtiger Wachstumsmotor bleibt, erwarten wir, dass sich die Industrie allmählich erholt. Für Letzteres spricht, dass sich die globale Nachfrage nach Gütern langsam verbessert.

Zentralbanken im Zinssenkungsmodus

Wir erwarten, dass die Inflationsraten im Prognoseverlauf allmählich weiter fallen werden. Das gibt den Notenbanken Spielraum, ihre Leitzinsen zu senken. Einige Notenbanken, wie die der Schweiz und des Euroraums, haben das bereits gemacht. Wir erwarten zwar weitere Zinssenkungen, jedoch keine rasche Abfolge. Grund hierfür ist, dass sich die Wirtschaft solide entwickelt und die Risiken einer Lohn-Preis-Spirale noch latent sind. Wir gehen daher davon aus, dass die Zentralbanken lediglich ihre restriktive Geldpolitik schrittweise verringern werden, ohne sie wirklich zu beenden.

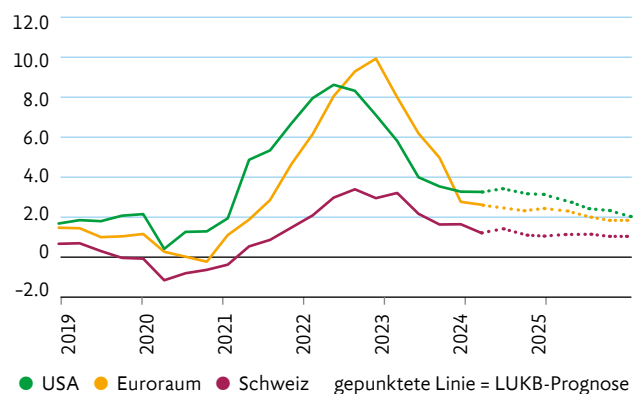
Wirtschaftswachstum

Bruttoinlandprodukt in % gegenüber Vorjahr, preisbereinigt



Inflationsraten

Konsumentenpreise in % gegenüber Vorjahr



USA brummt munter weiter

Für die kommenden Quartale deutet sich ein moderates, aber solides Wachstum der Wirtschaft an. Das sollte sich auch weiterhin in einer robusten Entwicklung des Arbeitsmarktes niederschlagen. Die damit einhergehend positive Beschäftigungs- und Einkommensdynamik spiegelt sich in einer positiven Konsumdynamik wider. Rückenwind bläst auch von den Investitionen, die u.a. von günstigeren Finanzierungsbedingungen profitieren. Die Inflation fiel im Mai zwar auf 3.3%. Doch der Rückgang gestaltet sich zäher als erwartet. Daher wartet die US-Notenbank Fed mit Zinssenkungen ab. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Inflation noch weiter fallen wird. Das wird es der Fed ermöglichen, ihren Leitzins von aktuell 5.5% schrittweise auf bis zu 4.75% in einem Jahr zu senken.

Euroraum erholt sich

Die Aussichten, dass sich die Wirtschaft im Euroraum dieses und nächstes Jahr erholt, sind gut. Wichtige Frühindikatoren, wie die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor, haben sich im Trend der letzten Monate verbessert. Auch die Stimmung bei den Konsumenten hat sich in den letzten Monaten aufgehellt. Insgesamt erwarten wir daher, dass sich die Wachstumsbasis verbreitert. Wir prognostizieren dabei, dass die Wirtschaftsleistung 2024 um 1% wächst, nach 0.6% im letzten Jahr. Die Inflation dürfte bis 2025 weiter in Richtung 2% fallen. Somit erwarten wir, dass die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Leitzinsen noch weiter senken wird.

Schweiz kommt gut voran

Die Wachstumsperspektiven für die heimische Wirtschaft schätzen wir positiv ein. So war der Start ins Jahr vielversprechend. Für dieses Jahr erwarten wir deshalb ein Wirtschaftswachstum von real 1.5% gegenüber dem Vorjahr. Für 2025 rechnen wir mit einem Zuwachs um 1.7%. Die Rahmenbedingungen dafür sind gut. Der private Konsum sollte dabei wichtiger Wachstumsmotor bleiben. Allmählich dürften auch die Investitionen und die Exporte anziehen. Auch die Aussichten für ein preisstabiles Umfeld sind gut. Wir gehen davon aus, dass die Inflationsrate bis 2025 auf rund 1% fallen wird. Daher halten wir es für realistisch, dass die Nationalbank (SNB) ihren Leitzins auf den nächsten Sitzungen auf bis zu 1% senken wird.



Brian Mandt
Chefökonom

China mit wenig Pep

Die Wirtschaft Chinas wuchs im 1. Quartal dieses Jahres real um 5.3% gegenüber dem Vorjahr. Damit rückt das Wachstumsziel der Regierung von rund 5% für das Gesamtjahr 2024 in Reichweite. Die Führung des Landes hatte jedoch zugegeben, dass das Wachstumsziel ambitioniert ist. Das sehen wir auch so und erwarten daher weiterhin, dass sich der BIP-Anstieg dieses Jahr auf 4.8% verlangsamen wird, nach 5.2% im letzten Jahr. Neben strukturellen Problemen wie der ungünstigen Demografie bremst der anhaltende Abschwung am Immobilienmarkt die Wirtschaft. Das belastet auch die Konsumfreude der privaten Haushalte. Die Binnennachfrage bleibt deshalb auch weiterhin schwach. Dagegen sollten der Exportsektor und die Industrie von einer steigenden globalen Nachfrage profitieren. ■

IN KÜRZE

Weltwirtschaft wächst moderat

Das Wachstums-Fundament wird breiter

Inflationsraten stabilisieren sich auf niedrigeren Niveaus

Zentralbanken setzen Zinssenkungen fort bzw. starten damit

KI - zwischen Übertreibung und zählbarem Erfolg



Der Aktienmarkt steht noch immer im Bann von KI, aber die Spitze des Hypes scheint überschritten. Künftig werden Anwendungen in vielen Sektoren hinzukommen. Allerdings bestehen auch Risiken.

Marcus Bäumer Finanzanalyst

Mit der enormen Aufmerksamkeit für ChatGPT erreichte das Schlagwort «Künstliche Intelligenz» (KI) vor mehr als anderthalb Jahren die breite Öffentlichkeit. Seither stehen vor allem sogenannte generative KIs - wie Bildgeneratoren oder Chatbots - im Zentrum des Interesses. Möglich wurde diese Entwicklung durch Sprachmodelle, die eine natürlich und schlüssig wirkende Kommunikation erlauben. Wie gut diese Modelle ihre Arbeit verrichten, konnte man bereits 2021 sehen. Damals löste ein von Google präsentiertes Sprachmodell eine Diskussion aus, ob dieses System ein Bewusstsein entwickelt habe.

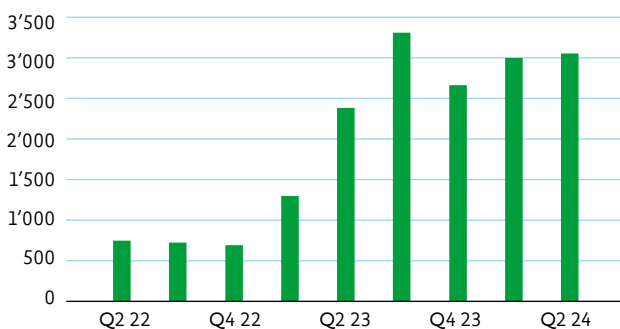
Leistungsfähige Algorithmen

Letztlich sind die Sprachmodelle aber nur Programme, die mit Wahrscheinlichkeiten arbeiten, um eine höchst-

wahrscheinlich passende Antwort zu finden. Dass eine Antwort vernünftig klingt, bedeutet jedoch nicht, dass sie inhaltlich richtig ist. Sie könnte falsch sein - und zudem sind generative KIs auch «kreativ» genug, Fakten zu erfinden. Diese nach wie vor bestehende Neigung von Chatbots zum «Halluzinieren» sollte bei der Anwendung nie aus den Augen verloren werden. Gerade im geschäftlichen Einsatz oder für kritische Probleme ist eine genaue Überprüfung der Resultate angezeigt. Vermutlich wird uns dieses Problem weiterhin verfolgen, da auch grössere Datenmengen nicht zu helfen scheinen. Dennoch haben wir es bereits mit sehr leistungsfähigen Algorithmen zu tun, zumal sie die Kommunikation zwischen Mensch und Computer signifikant verändern. Intelligent sind diese Algorithmen aber nicht. Von einer «Künstlichen Allgemeinen Intelligenz»

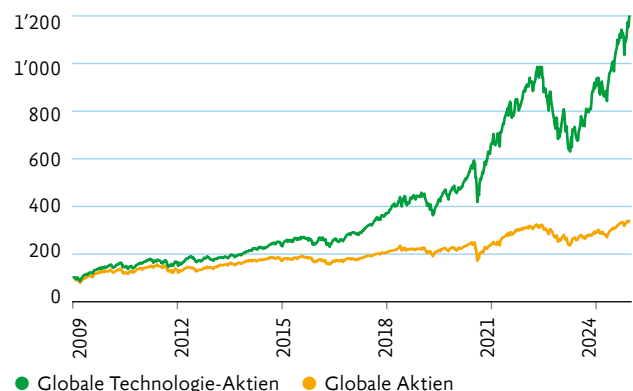
Anzahl Erwähnungen von KI bei Quartalsergebnissen

Absolute Anzahl pro Quartal



Technologie-Aktien global gegenüber Gesamtmarkt

indiziert, Januar 2009 = 100, in USD



mit kognitiven Fähigkeiten sind wir nach wie vor noch meilenweit entfernt.

Durch den starken Fokus der Allgemeinheit auf generative KIs, namentlich ChatGPT, fällt die schon seit Längerem bestehende Rolle von KIs häufig unter den Tisch. Generative KI mögen der letzte Schrei sein, aber sie sind nur eine Facette. Die Nutzung von KI hat schon vor langer Zeit den Massenmarkt erreicht. Sie begegnet Nutzern bereits regelmässig bei der Internetsuche, der Spracherkennung oder bei Spielen und arbeitet dabei sehr viel zuverlässiger als KI-basierte Chatbots. Der Schlüssel liegt in der immer höheren Leistungsfähigkeit von Chips, die riesige Datenmengen mit immer besseren Algorithmen systematisch bearbeiten können. Dies wird durch künstliche neuronale Netze und mehrschichtiges Lernen (Deep Learning) erreicht.

Höhepunkt des Hypes scheint überschritten

Technologische Durchbrüche lösen immer mal wieder einen Begeisterungssturm aus, sowohl bei Nutzern als auch bei Anlegern. ChatGPT kann mit seiner rasant gewachsenen Anhängerschaft sicher in Anspruch nehmen, die Öffentlichkeit im Sturm erobert zu haben. Das hat auch die Fantasie des Kapitalmarktes beflügelt und spätestens mit dem sprunghaften Anstieg der Nachfrage nach Chips von Nvidia, brachen alle Dämme. Betrachtet man die Anzahl der Erwähnungen von KI bei S&P-500-Unternehmen anlässlich der Präsentationen der Quartalszahlen (siehe Abbildung, Seite 10 links), kann man zumindest einen sehr starken Anstieg des Interesses konstatieren. Es könnte aber auch ein Anzeichen einer Übertreibung sein. Tendenziell scheint die Spitze des Hypes hinter uns zu liegen.

Wichtig bleibt in diesem Kontext jedoch, dass sich der Kapitalmarkt bei der Abschätzung der Folgen einer neuen Technologie gerne mal verschätzt. Häufig wird ein zu optimistisches Bild der Zukunft gezeichnet. Die Dotcom-Bubble von Ende der 1990er-Jahre ist ein ganz gutes Beispiel dafür. Nach der anfänglichen Euphorie bewegt sich der Fokus nun langsam auf die Wirtschaftlichkeit. Zunächst bedeutet der Schritt zu KI für die

Mehrheit der Unternehmen mehr oder minder grosse Ausgaben, die die Profitabilität belasten. Die Frage, ob und wie viel Umsatz mit den neuen Möglichkeiten generiert werden kann, bleibt häufig noch unbeantwortet. Dennoch scheint mehr Realismus eingekehrt zu sein, sowohl was die Fähigkeiten generativer KIs anbelangt als auch beim Gewinnpotenzial. Kursrückschläge bleiben allerdings im Bereich des Möglichen.

Das Fundament wird breiter

Es ist nicht weiter überraschend, dass sich der Markt noch immer stark auf den Technologie-Sektor konzentriert. Anfangs drehte sich alles um Nvidia, denn die Grafikchips des Unternehmens stecken in fast allen KI-Systemen. Die enorme Nachfrage nach den Chips und dem damit verbundenen Gewinnwachstum gibt den Investoren Recht, die Nvidia als die zentrale KI-Aktie einschätzen. Allerdings baut nicht nur Nvidia Chips für KI-Anwendungen. Im Halbleiter-Sektor hat sich die Bandbreite der beachteten Aktien mittlerweile stark erweitert. Sie reicht von Software für den Entwurf von Chips über die Hersteller von Maschinen zur Produktion bis hin zu Unternehmen, die die eigenen Chips produzieren. Diese Unternehmen profitieren teilweise sehr direkt vom Erfolg von Nvidia. Bei der Art der Halbleiter sind längst auch besonders schnelle Speicher, Chips für die Vernetzung und Halbleiter für spezielle KI-Anwendungen in das Blickfeld gerückt.

Auf der Nutzerseite entfällt der Grossteil des Interesses ebenfalls noch auf den Technologie- und Kommunikations-Sektor. KI spielt beispielsweise in der Online-Werbung eine zentrale Rolle. Sie sorgt dafür, dass Suchmaschinen die passenden Ergebnisse finden und dem Nutzer Werbung möglichst optimal zugespielt werden kann. Unternehmen in diesem Bereich investieren schon seit Jahren in KI und haben bereits den Nachweis angetreten, dass sie damit Geld verdienen können. Allerdings sorgt das derzeitige Wettrüsten bei KI dafür, dass das Gewinnwachstum kurzfristig leiden wird. Das ist ein Grund für unsere negative Haltung zum Kommunikations-Sektor. Viele Software-Unternehmen

«Von einer KI mit kognitiven Fähigkeiten sind wir noch sehr weit entfernt.»



Quo vadis, KI? Die Technologie wird unsere Gesellschaft und Wirtschaft zukünftig noch stärker prägen.

forcieren den Einsatz von KI in ihren Produkten stark, denn sie versprechen sich davon zusätzliches Umsatzpotenzial oder zumindest Effizienzgewinne.

KI als struktureller Wachstumstreiber

Auch wenn Unternehmen ausgezeichnet positioniert scheinen, ist der langfristige Erfolg nicht sicher. Der Technologie-Sektor ist sehr innovativ und zuweilen bringt er disruptive Unternehmen hervor. Entscheidend ist jedoch, dass es sich bei KI um einen starken strukturellen Wachstumstreiber handelt. Die Abgrenzung zu Digitalisierung oder Big Data mag fließend sein, aber die Bedeutung dieser Wachstumstreiber lässt sich gut an der Performance des Technologie-Sektors ablesen (siehe Abbildung, Seite 10 rechts).

Zu der Verbreiterung der Diskussion gehört, dass auch ausserhalb des Technologie- und Kommunikations-Sektors KI-Anwendungen in den Blickpunkt rücken. Es ist nicht überraschend, dass zu den diskutierten Bereichen der Finanz-Sektor gehört. Hier werden Algorithmen zur Verhinderung von Betrug und zur Abschätzung von Risiken eingesetzt. KI spielt zwar eine stark untergeordnete Rolle bei unserer Einstufung des Sektors mit Übergewichten, aber Banken können im Massengeschäft mit innovativen Technologien hohe Skaleneffekte realisieren. Damit wird Künstliche Intelligenz zu einem Faktor bei der Wettbewerbsfähigkeit.

Auch im Industrie-Sektor sind KI und maschinelles Lernen altbekannte Themen. Zu der Überwachung der Produktion und dem Finden von Fehlern könnten sich künftig noch die Optimierung von Prozessen und die Unterstützung von Mitarbeitern gesellen. Im Gesundheitssektor scheint ein zunehmender Einsatz ebenfalls denkbar. KI scheint prädestiniert zu sein, um in der Arzneimittelforschung und bei der Analyse von bildgebenden Verfahren zu unterstützen. Hier können sie ihre Stärken bei der Analyse riesiger Datenmengen ausspielen.

All diesen Einsatzfeldern ist gemein, dass sie erheblichen Einfluss auf die Wettbewerbsfähigkeit haben dürften. Das dürfte sowohl für die Effizienz innerhalb des Unternehmens gelten als auch für die Qualität der

Produkte. Allerdings wird es vermutlich einige Zeit brauchen, bis der Einsatz Wirkung entfaltet. Zudem wird der Erfolg weit weniger leicht ablesbar sein als beispielsweise im Falle von Nvidia, wo ein Blick auf den Umsatz mit Rechenzentren ausreicht.

Mittlerweile hat auch die Erkenntnis eingesetzt, dass mit dem Wettrüsten in den Rechenzentren ein höherer Stromverbrauch einhergehen wird. Die dadurch ansteigende Nachfrage nach Strom ist einer der Gründe für unsere positive Haltung zum Versorger-Sektor. Sowohl nichtregulierte Stromerzeuger als auch Betreiber von Stromnetzen dürften profitieren.

KI, quo vadis?

KI ist einer der grossen technologischen Brüche, die langfristig ihre Wirkung entfalten. Bei der Einordnung der Auswirkungen ist mehr Realismus eingetreten und in einigen Fällen wohl auch Ernüchterung. Es dürfte jedoch schwieriger werden, die langfristigen Gewinner auszumachen. Oft genug sind die künftigen Stars nicht an der Börse gelistet, wie das Beispiel OpenAI zeigt. Bei Technologie- und Kommunikations-Aktien ist die Gruppe der möglichen Profiteure grösser geworden, was das Thema in den Sektoren breiter abstützt. Dennoch sind die Erwartungen sehr hoch. Daraus ergibt sich bei allem Potenzial auch ein Risiko für Enttäuschungen, zumal die Frage des Marktpotenzials unbeantwortet ist.

«Die Anwendung von KI dürfte die Wettbewerbsfähigkeit deutlich beeinflussen.»

Als Nächstes dürfte sich die Anwendung von KI auf mehr und mehr Sektoren ausdehnen. Nach einer Phase der Investitionen und der Entwicklung von Anwendungsfeldern sollten sich mittelfristig die Früchte der Arbeit einstellen. Die Fortschritte in der Produktivität und verbesserte Produkte werden sich zu einem Wettbewerbsvorteil entwickeln. Der derzeitige Versuch des Kapitalmarktes, im Technologie-Sektor die Gewinner von den Verlierern zu unterscheiden, wird dann auch in anderen Sektoren eine Rolle spielen. Allerdings wird es schwieriger sein, diese zu finden. ■

Festverzinsliche Anlagen



Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

Anleiherenditen ziehen zwischenzeitlich an

Nach dem jüngsten Renditerückgang sind CHF-Anleihen wenig attraktiv. In den Hauptwährungen sind vor allem US-Dollar-Anleihen interessant. Schwellenländeranleihen stellen ebenfalls eine gute Alternative dar.

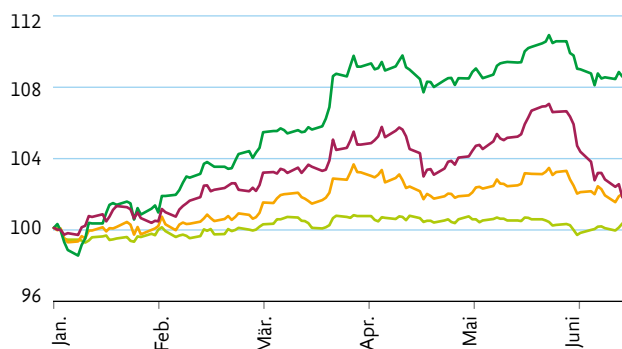
Die Renditen von Staatsanleihen in der Schweiz, der Eurozone und den USA stiegen im Verlauf des 2. Quartals zwischenzeitlich an, wobei sich die Zinskurven gleichzeitig verflachten. Gerade in den USA war dabei eine weitere zeitliche Verschiebung der Erwartungen von Leitzinssenkungen in die Zukunft verantwortlich. Grund waren die anhaltend guten Konjunkturdaten und Inflationszahlen, die tendenziell über den Markterwartungen lagen. Gegen Ende des Quartals kamen aber die Renditen in den drei Währungsräumen in den meisten Laufzeiten wieder zurück.

Das Bild bei den Risikoprämien von Unternehmensanleihen hat sich relativ wenig verändert. Besonders bei den guten Schuldnerqualitäten handeln die Risikoprämien nur etwas über dem Niveau vom Ende des Vorquartals und sind damit weiterhin sehr niedrig. Bei Hochzinsanleihen engte sich der Renditeabstand zwischen Euro und US-Dollar ein.

Im Bereich der Schwellenländeranleihen lag die Performance sowohl bei Lokal- als auch Hartwährungsanleihen über das Quartal leicht im Minus. Zurückzuführen ist das vor allem auf den zuletzt wieder etwas stärkeren Franken. Regional zeigten sich vor allem Währungen aus Südamerika schwach.

Anleiheindizes seit Jahresbeginn 2024

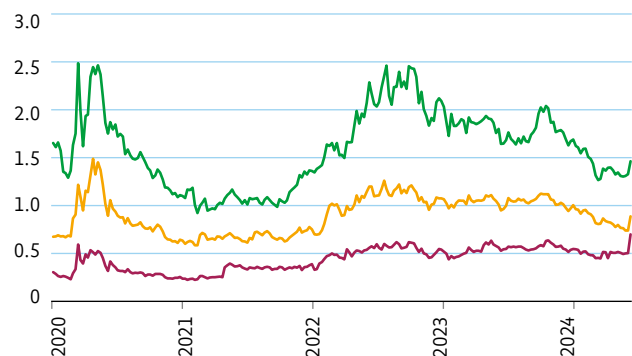
1. Januar 2024 = 100; Gesamttrendite in CHF



● Schwellenländer (USD-Anleihen) ● Global
● Schwellenländer (Lokalwährung) ● Schweiz

Risikoprämien Eurozone relativ zu Deutschland

in Prozentpunkten, Laufzeit 10 Jahre



● Italien ● Spanien ● Frankreich

Für die kommenden zwölf Monate gehen wir davon aus, dass die Schweizerische Nationalbank ihren Leitzins noch bis auf 1% absenken wird. Das liegt unter dem aktuellen Niveau der zweijährigen Staatsanleiherendite, die damit eher hoch bewertet erscheint. Die Schweizer Inflation dürfte sich zudem nahe der Marke von 1% einpendeln. Der Aufwärtsdruck auf die Renditen in längeren Laufzeitenbereichen sollte dadurch vorerst begrenzt bleiben. Alles in allem spricht viel dafür, dass sich Zinskurve und Rendite-niveaus in den kommenden Monaten nicht nennenswert verändern. Insofern bleibt das Performancepotenzial bei Schweizer-Franken-Anleihen recht beschränkt.

Im Euro und US-Dollar deutet die ausgeprägte Inversion beider Zinskurven an, dass die Märkte unverändert von sinkenden Leitzinsen und rückläufiger Inflation ausgehen. Das deckt sich auch mit unserer Einschätzung, weshalb wir weiterhin ein Absinken der Zinskurve samt Verflachung vom kurzen Ende her erwarten. Ein anhaltend guter Konjunkturgang in den USA oder eine Belebung in der Eurozone, die stärker als erwartet ausfällt, stellen dabei die bedeutendsten Alternativen dar, die die Renditen erhöht halten bzw. sogar eine Verflachung über das lange Ende auslösen könnten.

Innerhalb der Eurozone stiegen nach den EU-Parlamentswahlen die Renditeaufschläge gegenüber deutschen Staatsanleihen wieder an (siehe Abbildung rechts). Das traf vor allem französische Anleihen, deren Aufschlag auf den höchsten Wert seit 2017 kletterte. Grund sind die anstehenden Neuwahlen in Frankreich und die Aussicht auf instabile Machtverhältnisse bis zur nächsten Präsidentschaftswahl im Jahr 2027. Bereits Anfang Juni wurde zudem das Schuldner-Rating Frankreichs herabgestuft. Insofern hat die anstehende Wahl einen wichtigen Einfluss auf die weitere Entwicklung der Risikoprämien, v.a. von Frankreich. Eine schnelle Rückbildung erscheint aber weniger wahrscheinlich.

Unsere Einschätzung bezüglich Unternehmensanleihen hat sich wenig geändert. Die tiefen Renditen von Schweizer Staatsanleihen sprechen im Heimmarkt klar für Unternehmensanleihen. Im US-Dollar machen die tiefen Niveaus der Risikoprämien Unternehmensanleihen wenig attraktiv, im EUR sind sie nur leicht interessanter. In beiden Märkten sollte weiterhin Staatsanleihen der Vorrang gegeben werden.

Damit verbleiben für uns die Schwellenländermärkte als eine attraktivere Alternative - sowohl in Lokal- als auch Hartwährungsanleihen. Denn bei Lokalwährungsanleihen befinden sich die Renditen zumeist auf attraktiven Niveaus, die teilweise sogar etwas angestiegen sind. Bei Hartwährungsanleihen sind die Risikoprämien gerade von guten Schuldnern zuletzt weiter gesunken, was die Anlageklasse etwas weniger attraktiv macht. ■

Stabile CHF-Kurve, Verflachung im Euro und US-Dollar

Anstieg der Risikoprämien in der Eurozone

Risikoprämien bei Schwellenländern attraktiver als bei Unternehmensanleihen

IN KÜRZE

Kürzere Laufzeiten unverändert attraktiver als längere

Staatsanleihen im Franken teuer, Unternehmensanleihen vorziehen

Im USD und EUR dagegen Staatsanleihen bevorzugen

Schwellenländeranleihen als attraktivere Alternative

Aktienmärkte

Die Hausse seit Jahresbeginn hat zuletzt an Dynamik eingebüsst. Die Aussicht auf eine rechte Regierung in Frankreich verunsichert die Investoren in der Eurozone. Lediglich am US-Aktienmarkt setzt sich der Anstieg dank des KI-Optimismus unbeirrt fort.

Die konjunkturellen Aussichten bleiben konstruktiv und die Aussicht auf Zinssenkungen der Notenbanken wirkt unterstützend auf den Gesamtmarkt. Im Fokus der Anleger stehen weiterhin die grosskapitalisierten Wachstumsaktien, dabei insbesondere die Technologie- und Medienaktien. Während die Wachstumsaktien in diesem Jahr 17% zulegen konnten, hinken die Substanzwerte mit 7% deutlich hinterher. Entsprechend unterdurchschnittlich schnitt der **Schweizer** Aktienmarkt mit seinen konservativen Schwergewichten Nestlé, Roche und Novartis ab.

Die **US-Märkte** zählten im 2. Quartal und seit Jahresbeginn zu den Besten. Zu verdanken ist das vor allem den Sektoren Technologie und Kommunikation. Die Erwartungen an die Unternehmensgewinne haben dabei deutlich zugenommen.

Der **europäische** Aktienmarkt gehört durch seine zyklische Ausrichtung prinzipiell zu den Gewinnern des aktuellen Umfelds. Die Ausrufung von Neuwahlen in Frankreich hat vor Kurzem zu einem Rücksetzer an den Märkten geführt. Mittelfristig sollten sich die vergleichsweise niedrige Bewertung und die intakten, wenn auch moderaten globalen Wachstumsaussichten wieder als die massgeblichen Faktoren durchsetzen.

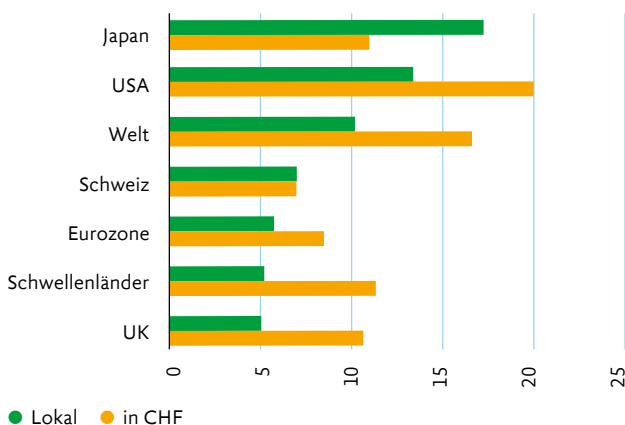
Der **britische** Aktienmarkt profitierte davon, dass die Sektoren Industrie und Gesundheitswesen eine ansprechende Performance zeigten. Kurzfristig steht mit den britischen Parlamentswahlen ein weichenstellendes Ereignis für die nächsten Jahre bevor.

Der **japanische** Aktienmarkt hatte im 2. Quartal mit einer rückläufigen Dynamik zu kämpfen. Die Transparenzinitiative der Tokioter Börse ist weiterhin ein stützender Faktor und auch eine Belebung Chinas könnte sich positiv auswirken.

Die Aktienmärkte der **Schwellenländer** vermochten in diesem Jahr bislang um 5% zuzulegen, was vor allem den asiatischen Schwergewichten China, Taiwan und Indien zu verdanken ist. Chinas Aktienbewertungen sind vergleichsweise attraktiv, allerdings gibt es konjunkturelle und politische Unsicherheiten, die das Potenzial begrenzen.

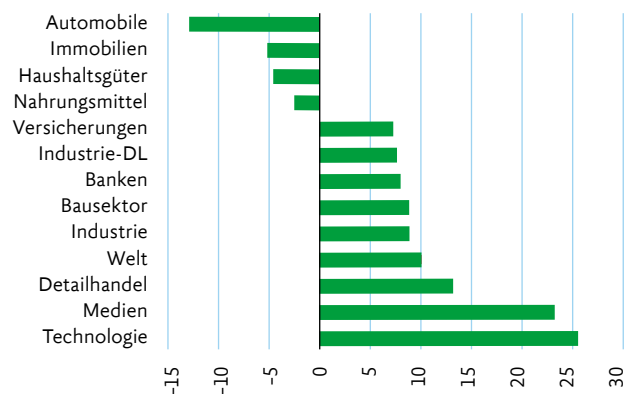
Performance der Aktienregionen

in %, Gesamttrendite seit Jahresbeginn



Performance von Aktiensektoren

in USD, Gesamttrendite seit Jahresbeginn



Sektoren

Die Performance des Gesamtmarktes spiegelt die Marktbewegungen nur unzureichend wider. In diesem Jahr waren die Performanceunterschiede zwischen den einzelnen Sektoren aussergewöhnlich gross. Während die Sektoren Technologie (+26%) und Medien (+23%) durch den KI-Optimismus und gute Ergebniszahlen getrieben wurden, stehen am anderen Ende Fahrzeuge (-13%), Immobilien (-5%) und Konsum (-5%). In den richtigen Sektoren investiert zu sein, war also ein entscheidender Erfolgsfaktor.

Angesichts der hohen Energiepreise bleibt der Energiesektor einer unserer favorisierten Sektoren. Wir gehen davon aus, dass konjunkturelle und geopolitische Faktoren den Ölpreis auf gegenwärtigem Niveau gut unterstützen werden. Dies wird bei den Energieunternehmen für starke Cashflows sorgen, die eine attraktive Dividende und Aktienrückkäufe ermöglichen.

Wir stufen ferner den Finanzsektor auf «Übergewichten» hoch, 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 Retailbanken, welche durch innovative Technologien im Massengeschäft hohe Skaleneffekte erzielen können.

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

Angesichts des sich abzeichnenden zyklischen Aufschwungs nach über zwei Jahren der Flaute sehen wir den Sektor Roh- und Grundstoffe neu insgesamt positiv und erhöhen unsere Einschätzung auf «Übergewichten». 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.



Daniel Bosshard
Aktienanalyst

Das Wiedererwachen eher zyklischer Sektoren (z.B. Grundstoffe) nach gut zwei Jahren Flaute dürfte dazu führen, dass der Gesundheitssektor demnächst nicht die Hitliste anführt, weswegen wir ihn auf «Neutral» zurückstufen. Wir präferieren Pharmakonzerne mit solider Bilanz, hoher Profitabilität und starker Wirkstoffpipeline. Im Medizintechnik- und Gesundheitsbereich bevorzugen wir defensive Unternehmen mit einem robusten Geschäftsmodell, einer hohen Preissetzungsmacht und einem grossen Anteil an wiederkehrenden Umsätzen.

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, sei es durch eine wirtschaftliche Erholung oder wachsenden Strombedarf von Rechenzentren, wirkt ebenfalls unterstützend. ■

IN KÜRZE

Mega-Caps als Kurstreiber mit hohen Erwartungen

Grosse Performanceunterschiede in den einzelnen Sektoren

Europawahlen bringen Verunsicherung

Japanische Aktien weiterhin interessant

Bevorzugte Sektoren: Energie, Finanzwesen, Roh- und Grundstoffe, Versorger

Rohstoffe



Andreas Müller
Analyst Rohstoffe

Gold, Erdgas und Industriemetalle waren zuletzt im Höhenrausch. Der Ölpreis geriet dagegen unter Druck nach der OPEC+-Entscheidung.

Im 2. Quartal stiegen die Preise für Gold, Basismetalle und Erdgas deutlich an. Der Preis für die Feinunze Gold legte zwischenzeitlich eine fulminante Rally hin und kletterte mehrmals über die Marke von USD 2'400 pro Unze, was einem Plus von knapp 10% seit Quartalsbeginn entspricht. Viele Basismetalle profitierten von der Hoffnung auf Leitzinssenkungen und der wieder aufkeimenden Diskussion um die Energiewende. Kupfer kletterte bis Ende Mai um rund 22% auf ein Rekordhoch von knapp USD 11'000 pro Tonne, Nickel sogar um knapp 30%.

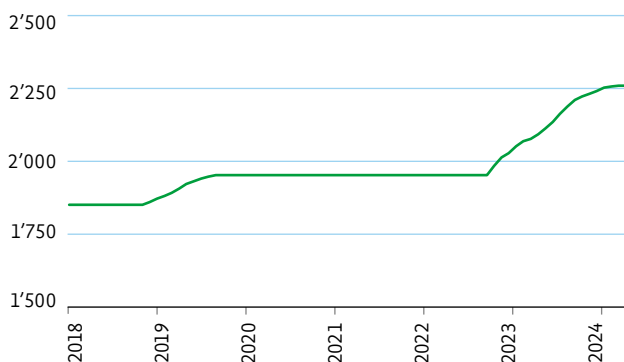
Im Energiebereich trieben Versorgungsengpässe und das heiße Wetter die Preise für amerikanisches und europäisches Gas in die Höhe. Diese stiegen seit April um rund 64% bzw. 28%. Während der Preis für Rohöl der Sorte Brent Anfang April aufgrund des allgemeinen Konjunkturoptimismus noch über USD 90 pro Fass notierte, drückte ihn die Aussicht auf höhere Fördermengen zeitweise unter die wichtige Marke von USD 80.

Ölförderungen werden erhöht, Gas teurer

Kürzlich gab die Vereinigung der OPEC+-Staaten bekannt, dass zwar ein Grossteil der Förderkürzungen bis Ende 2025 verlängert wird, ein weiterer Teil (2.2 Mio. Barrel pro Tag) jedoch ab Oktober über ein Jahr hinweg schrittweise reduziert werden soll. Die Aussichten auf ein höheres Angebot haben den Ölpreis auf Talfahrt geschickt. Zudem haben höhere Öllagerbestände und schlechtere Wachstumsprognosen den Ölpreis unter Druck gesetzt. Dies kommt den USA sehr entgegen, die insbesondere im Hinblick auf die bevorstehende «Driving Season», die Sommerferien der Amerikaner, einen möglichst tiefen Ölpreis anstreben, um die Inflation niedrig zu halten. Wir gehen davon aus, dass sich der Ölpreis der Sorte Brent weiterhin zwischen USD 80 und 90 bewegen dürfte.

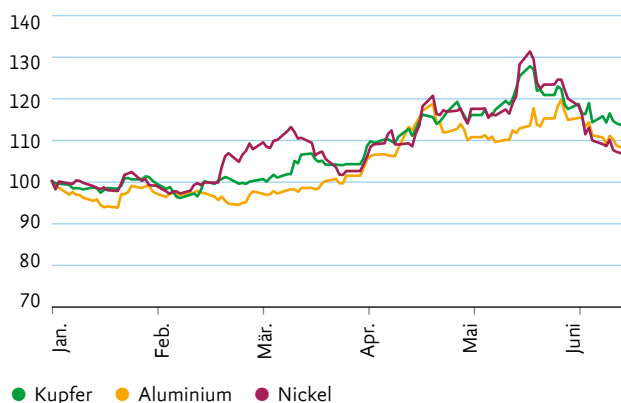
Goldreserven der chinesischen Zentralbank

in Tonnen



Preise ausgewählter Metalle im Jahr 2024

in USD, indiziert. Januar 2024 = 100



Sowohl in den USA als auch in Europa sind die Gaspreise im zweiten Quartal deutlich gestiegen. In den USA ist dies auf das bereits sehr warme Wetter, den bevorstehenden Sommer und die niedrige Produktion zurückzuführen. In Europa waren ein ungeplanter Ausfall bei einem Gasnetzbetreiber in Norwegen und der Schaden an einer Pipeline in der Nordsee für den Preisanstieg verantwortlich. Zudem haben heisse Temperaturen in Asien zu einer starken Nachfrage nach Gas geführt, das in Europa nicht mehr zur Verfügung stand. Mittelfristig dürften sich die Gaspreise wieder entspannen. Zwar sind die europäischen Gasspeicher mit über 70% sehr gut gefüllt, doch bleibt die Unsicherheit über die noch verfügbaren Pipelinelieferungen aus Russland.

Die vergangenen Monate waren von einem regelrechten Goldrausch geprägt. Zentralbanken, allen voran die chinesische, kauften grosse Goldbestände, asiatische Privatkunden deckten sich mit Schmuck und Barren ein oder kauften Exchange Traded Funds (ETFs) als Investitionsanlage. Der Krieg im Nahen Osten und insbesondere der Schlagabtausch zwischen Iran und Israel wirkten sich zusätzlich preistreibend aus. Zudem zeigten auch die von Spekulanten gehaltenen Terminkontrakte eine hohe Nachfrage. Inzwischen hat das gelbe Metall eine Verschnaufpause eingelegt. Einige Investoren dürften Gewinne mitgenommen haben und die preissensibleren Inder treten auf diesem Niveau nicht mehr als Käufer auf. Selbst die chinesische Zentralbank hat im Mai erstmals seit 18 Monaten keine Goldkäufe mehr getätigt. Ferner hat die US-Notenbank angedeutet, dass es in diesem Jahr nur noch eine Leitzinssenkung geben könnte. Das macht den Goldpreis auf dem aktuellen Niveau anfällig für Korrekturen. Käufe der Zentralbanken, die geopolitische Unsicherheit und allmählich wieder einsetzende Zuflüsse in ETFs dürften sich mittelfristig jedoch positiv auf den Preis des Edelmetalls auswirken.

Die meisten Industriemetalle legten im 2. Quartal deutlich zu. So haben die USA und Grossbritannien Sanktionen gegen Russland bei Kupfer, Nickel und Aluminium beschlossen. Da Russland ein wichtiger Produzent dieser Metalle ist, führte die Angst vor einer Angebotsverknappung zu höheren Preisen. Zusätzlich wurden die Basismetalle durch Konjunkturoptimismus und die Aussicht auf eine robuste Nachfrage nach Basismetallen im Zuge der Energiewende verteuert. Nachrichten über einen Produktionsrückgang der grössten Kupfermine in Chile und geringere Aluminiumlieferungen sorgten für zusätzlichen Auftrieb. Darüber hinaus sollen Eindeckungen von Short-Positionen den Kursanstieg beschleunigt haben. ■

Gold legt Pause ein

Bewegung bei den Basismetallen

IN KÜRZE

Geplante Erhöhungen der Öl-Fördermengen als Belastungsfaktor für den Ölpreis

Käufe von Zentralbanken und aus Asien werden den Goldpreis weiter stützen

Der Anstieg bei den Gaspreisen wird sich beruhigen

Mittelfristig dürften die Basismetalle von Konjunkturoptimismus und Energiewende profitieren

Immobilien

Die Kurse Schweizer Immobilienfonds litten unter Kapitalerhöhungen und steigenden Zinsen. Die intakten Fundamentaldaten stimmen uns weiterhin leicht positiv. Die Aussicht auf sinkende Zinsen könnte die globalen REITs-Märkte stützen.

Schweizer Immobilienfonds konnten im 2. Quartal bisher nicht ganz an den starken Jahresauftakt anknüpfen und verzeichneten mehrheitlich leichte Kurskorrekturen. Zu den Gründen zählen Kapitalaufnahmen und ein leichter Zinsanstieg. Seit Jahresbeginn notieren Schweizer Immobilienfonds aber immer noch leicht im Plus. Die Kurse der internationalen REITs bewegten sich zuletzt seitwärts. Die Erwartung einer späteren ersten Leitzinssenkung in den USA hat zu einer abwartenden Haltung gegenüber Immobilienaktien geführt. Die erste Leitzinssenkung der EZB wurde unterdessen von den Marktteilnehmern bei europäischen REITs positiv aufgenommen. In Schweizer Franken notieren globale REITs seit Jahresbeginn leicht im Minus.

Immobilienfonds mit Kapitalerhöhungen

Das aktuelle Umfeld ist für die Kapitalbeschaffung der Schweizer Immobilienfonds günstig. So liegt bei vielen Immobilienfonds der aktuelle Kurs über dem Nettoinventarwert. Zudem ist die Ausschüttungsrendite im

Vergleich zu Obligationenrenditen in Schweizer Franken attraktiv. Entsprechend ist die Zahl der Immobilienfonds, die Kapital aufgenommen oder dies angekündigt haben, im 2. Quartal stark gestiegen. Neben dem grössten Schweizer Immobilienfonds UBS (CH) Property Fund – Swiss Mixed «SIMA», der etwas mehr als CHF 200 Mio. frisches Kapital aufgenommen hat, haben weitere Immobilienfonds wie Solvalor 61, La Foncière und AXA Real Estate Fund Kapitalerhöhungen angekündigt. Addiert man die Beträge der seit Jahresbeginn angekündigten Kapitalerhöhungen, so ergibt sich ein beachtliches Volumen von CHF 1.5 Mrd.

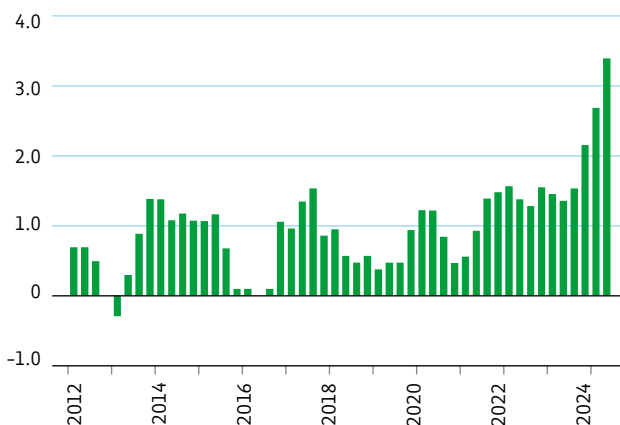
Der Belastungsfaktor aus den Kapitalaufnahmen dürfte sich nach deren Abschluss in den kommenden Monaten wieder zurückbilden. Ausserdem gehen wir davon aus, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren Leitzins weiter senken wird. Damit besteht aus unserer Sicht wenig Potenzial für weiter steigende Obligationenrenditen. Der Ausblick für Schweizer Immobilienfonds sollte sich damit wieder aufhellen.

Wohnungsknappheit lässt Angebotsmieten steigen

Von fundamentaler Seite kommt ebenfalls Unterstützung. Denn die hohe Nachfrage nach Wohnraum in der Schweiz ist ungebrochen, während das Angebot, d.h. die Bautätigkeit, derzeit nicht Schritt hält. Damit verschärft sich die Knappheitssituation auf dem Wohnungsmarkt weiter, was sich beispielsweise daran zeigt, dass die Angebotsmieten zuletzt so stark gestiegen sind wie seit Jahren

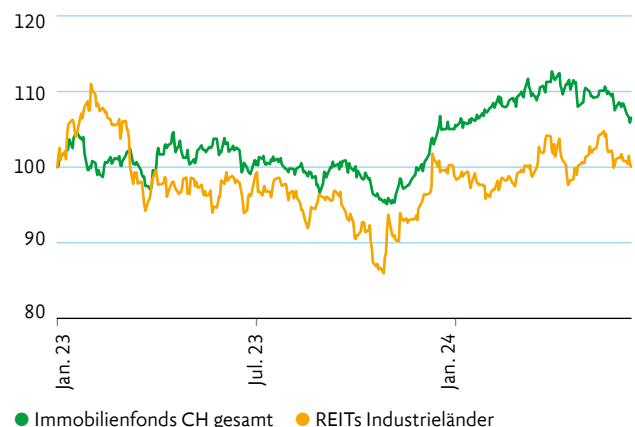
Schweizer Mietpreisindex

in % gegenüber Vorjahr



Schweizer Immobilienfonds und globale REITs

Gesamtrendite in CHF, indiziert. Januar 2023 = 100



nicht mehr. Bei den Bestandsmieten ist dank eines stabilen Referenzzinssatzes vorerst nicht mit einem weiteren Anstieg zu rechnen.

Gewerbeliegenschaften profitieren von Wirtschaftsaufhellung

Die Vermietung von Geschäftsliegenschaften ist stärker konjunkturabhängig als jene von Wohnliegenschaften. Da die Schweizer Wirtschaft im 1. Quartal 2024 etwas an Dynamik gewonnen hat und wir für 2024 insgesamt ein leicht höheres Wirtschaftswachstum erwarten, schätzen wir die Aussichten für Gewerbeimmobilienfonds insgesamt leicht positiv ein. Je nach Segment und Standort ergeben sich jedoch Unterschiede. Bei Büroimmobilien sehen die Immobiliendienstleister nach dem Nachfragerückgang im Zuge der Corona-Pandemie allmählich eine leichte Erholung der Nachfrage. Gesucht werden vor allem Büros an zentralen Lagen. Im Verkaufsflächensegment sind unterschiedliche Entwicklungen zu beobachten. Gut frequentierte Lagen werden stark nachgefragt. Peripherere Standorte haben es derzeit etwas schwerer.

Schweizer Immobilienfonds fair bewertet

Schweizer Immobilienfonds sind derzeit in etwa fair bewertet. So liegt das aktuelle durchschnittliche Agio der Immobilienfonds 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 Geschäftsimmobiliensfonds. Der Aufschlag ist jedoch durch die höhere Ertrags- und Ausschüttungssicherheit gerechtfertigt. Bei gewerblichen Immobilienfonds ist die Unsicherheit über den Geschäftserfolg höher. Die grösseren Risiken werden unter anderem durch eine höhere Ausschüttungsrendite und eine niedrigere Bewertung kompensiert. Die leicht anziehende Konjunktur, die Aussicht auf weitere Zinssenkungen der SNB sowie der starke Mietermarkt stimmen uns für Schweizer Immobilienfonds weiterhin leicht positiv.

Zinssenkungen als möglicher Impuls für globale REITs

Internationale Immobilienanlagen weisen historisch einen zyklischen Charakter auf und reagieren stärker auf Veränderungen im Zinsumfeld als andere Aktien-



Tom Eyer
Analyst Immobilienanlagen

anlagen. Der Anstieg der US-Zinskurve seit Jahresbeginn sowie die leichte Abschwächung der US-Konjunktur haben die Kurse von Immobilienaktien belastet. Viele Immobilienaktien weisen im Vergleich zu ihren Nettoinventarwerten ein attraktives Kursniveau auf. Hinzu kommt, dass Immobilienaktien in der Gunst der Anleger zuletzt nicht an erster Stelle standen. Vor diesem Hintergrund könnten sich mittelfristig interessante Kurschancen ergeben, wenn die Weltwirtschaft wie von uns erwartet solide wächst und die grossen Notenbanken ihre Leitzinssenkungen fortsetzen, bzw. die US-Fed damit beginnt. Derzeit aber schätzen wir die Chancen und Risiken internationaler Immobilienanlagen als ausgewogen ein. ■

IN KÜRZE

Schweizer Wohnimmobilienfonds profitieren von steigenden Angebotsmieten und Erträgen

Konjunktureller Aufschwung wirkt sich positiv auf Gewerbeimmobilienfonds aus

Gemischte Schweizer Immobilienfonds bevorzugen

Internationale Immobilienanlagen mit allmählich attraktiverem Ausblick

MARKTÜBERBLICK

Die Performance der meisten Aktienmärkte war im 2. Quartal recht freundlich. Der Schweizer Markt konnte etwas gegenüber anderen Märkten aufholen. Überflieger blieben die US-Technologieaktien. Die Anleihemärkte litten dagegen unter einem Renditeanstieg, der im Ausland im April erfolgte und die Schweiz dann im Mai erlebte. Grössere Bewegungen gab es bei den Rohstoffen,

wo Edel- und Industriemetalle zeitweise eine stark positive Dynamik entfalten, die sich zuletzt aber etwas moderierte. Immobilienanlagen litten u.a. unter den gestiegenen Renditen - Schweizer Immobilienfonds ebenso wie internationale Immobilienaktien. Der Franken konnte sich gegenüber den Hauptwährungen wieder etwas stabilisieren.

Performance ausgewählter Finanzmarktindizes

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

	Performance-Rückblick							Unsere Erwartung in 6-9 Monaten
	21.06.24	2024	2023	2022	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	
Geldmarkt								
Geldmarkt CHF 3 Mt.	117	0.4	0.7	-0.3	0.8	-0.4	-2.5	→
Staatsanleihen								
Schweiz (CHF)	180	0.2	12.5	-17.0	5.2	-7.8	5.5	→
Eurozone (EUR)	212	-2.2	6.3	-19.2	2.4	-16.0	-0.8	→
Grossbritannien (GBP)	228	-2.2	3.6	-25.1	6.0	-20.3	6.6	→
USA (USD)	2'270	-0.3	4.1	-12.5	1.6	-2.3	10.7	↗
USA inflationsgeschützt (USD)	345	0.9	3.9	-11.8	2.5	11.3	22.1	↗
China (CNY)	233	3.5	4.6	3.4	5.6	25.8	61.5	→
Unternehmensanleihen								
Denominiert in CHF	184	1.2	5.7	-7.5	5.4	-0.9	5.9	→
Global (USD)	271	-0.6	9.6	-16.7	5.1	0.9	13.3	→
EM-Anleihen								
Hartwährung (USD)	426	2.1	9.6	-16.6	8.3	0.8	22.4	→
Lokalwährung (USD)	144	-1.5	6.9	-8.4	2.8	4.0	6.1	↗
Aktienindizes								
Schweiz SMI	12'013	11.2	7.1	-14.3	11.0	41.2	89.9	↗
Schweiz SPI	15'970	9.6	6.1	-16.5	8.6	33.3	85.8	↗
USA (USD)	5'465	15.4	26.3	-18.1	27.1	101.1	235.1	→
UK (GBP)	8'238	8.8	7.9	4.7	13.4	34.0	77.2	→
Eurozone (EUR)	505	9.2	19.5	-11.7	14.8	55.3	104.7	↗
Japan (JPY)	2'725	16.4	28.3	-2.5	21.5	98.9	169.2	↗
China, Schanghai (CNY)	3'496	2.8	-9.1	-19.8	-7.2	1.7	103.2	→
Welt (USD)	3'508	11.9	24.4	-17.7	22.2	78.6	152.4	→
Schwellenländer (USD)	1'087	7.6	10.3	-19.7	11.5	19.1	37.7	→
Immobilien								
Schweizer Immobilienfonds	185	3.5	5.0	-15.2	9.5	19.8	61.5	↗
REITs Global (USD)	128	-4.1	10.7	-24.5	5.4	-1.5	31.9	→
Rohstoffe								
Breiter Rohstoffindex (USD)	1'855	8.0	-1.4	17.4	7.0	78.6	23.9	→
Gold (USD)	2'332	12.9	13.8	-0.4	20.8	67.4	77.3	→
Öl (Brent) (USD)	85	9.9	-8.5	8.3	10.7	30.7	-25.7	→
Devisen								
EUR/CHF	0.954	2.7	-5.8	-4.7	-2.7	-14.1	-21.6	→
USD/CHF	0.894	6.2	-9.0	1.3	0.1	-8.4	-0.2	→
EUR/USD	1.068	-3.3	3.5	-6.2	-2.5	-5.6	-21.3	→
GBP/USD	1.263	-0.9	6.0	-11.2	-0.8	-0.5	-25.8	→
USD/JPY	159.585	13.2	6.8	14.6	12.4	48.2	56.2	↘
USD/CNY	7.289	2.4	3.2	8.7	1.6	6.1	17.1	→

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

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

MAKROPROGNOSEN

Für dieses und nächstes Jahr erwarten wir ein moderates Wachstum der globalen Wirtschaft. Wir gehen dabei davon aus, dass das Wachstum sowohl regional als auch auf Sektorebene breiter abgestützt sein wird als im letzten Jahr. Während sich z.B. die Konjunktur im Euroraum und in der Schweiz dieses Jahr erholen sollte, erwarten wir für die US-Wirtschaft eine Fortsetzung des

soliden Wachstums. Der Dienstleistungssektor sollte sich in den meisten Ländern robust entwickeln. Die Industrie kommt dagegen nur langsam in Gang. Gleichzeitig rechnen wir damit, dass die Inflation weiter zurückkommen wird. Daher erwarten wir, dass die Zentralbanken ihre Zinssenkungen fortsetzen oder, wie im Falle der US-Notenbank, noch starten werden.

Konjunktur- und Zinsprognosen

	BIP (% ggü. Vorjahr)			Inflation (% ggü. Vorjahr)			Leitzins (%)		Rendite 10 J. (%)	
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	21.06.24	in 6-9 Mt.	21.06.24	in 6-9 Mt.
Schweiz	0.8	1.5	1.7	2.1	1.2	1.0	1.25	1.00	0.64	0.70
Eurozone	0.6	1.0	1.8	5.4	2.3	2.0	3.75	3.25	2.41	2.30
Grossbritannien	0.1	0.9	2.0	7.3	2.5	2.5	5.25	5.00	4.08	3.80
USA	2.5	2.3	1.9	4.1	3.3	2.2	5.25-5.50	5.00-5.25	4.25	4.10
Japan	1.8	0.4	1.0	3.3	2.2	1.5	0.1	0.1	0.97	1.10
China	5.2	4.8	4.1	0.3	0.4	1.5	-	-	-	-
Brasilien	2.9	1.2	2.4	4.6	4.0	4.0	-	-	-	-
Russland	3.0	3.6	1.6	5.9	6.9	5.3	-	-	-	-
Indien	7.7	6.8	7.0	5.7	4.7	4.5	-	-	-	-
Welt	3.0	2.8	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 $< 2.0\%$

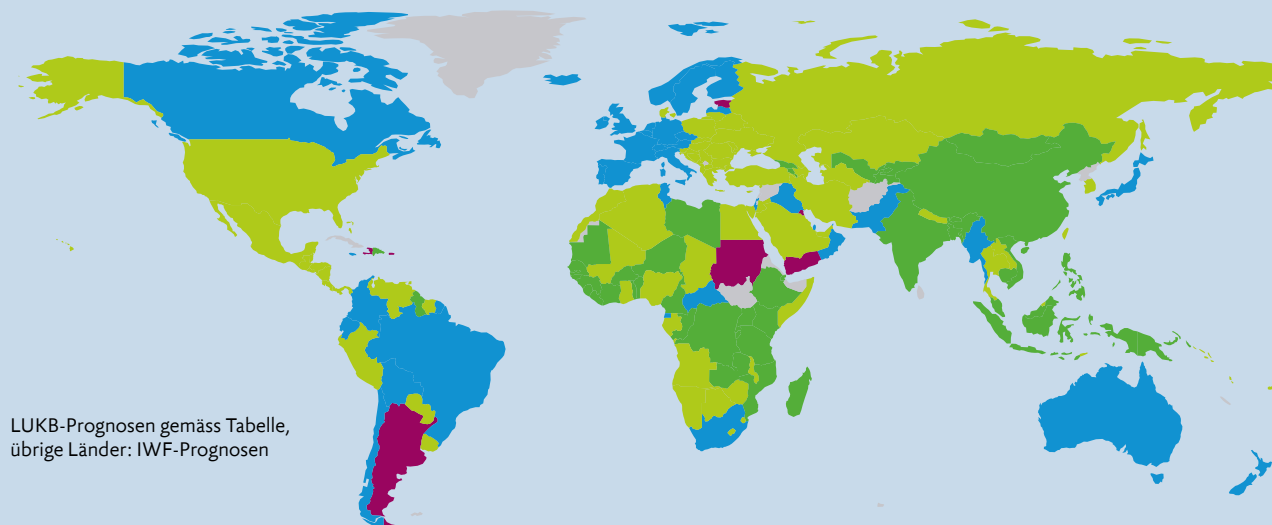
BIP-Wachstum 2024 $< 0\%$

● 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.