

# Anlagepolitik



Widerstandskraft

 **Luzerner  
Kantonalbank**

Q1 | 2024

Unsere Markteinschätzung  
Seite 7

Fokusthema  
Das Jahr 2024 bietet Raum  
für etwas Optimismus  
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

Das Jahr 2023 hielt einige Überraschungen und Wendungen an den Finanzmärkten und in der Wirtschaft bereit: März-Bankenkrise, Mai-Boom beim Thema künstliche Intelligenz, steigende Renditen im Herbst und wieder aufkommende Hoffnungen auf die sanfte Landung zum Jahresende gaben sich quasi die Klinke in die Hand.

## «Der Ausblick für das Anlagejahr 2024 ist relativ positiv. Rückläufige Inflation, tiefere Zinsen und moderates Wachstum stellen gute Stützen dar.»

Für das kommende Jahr deutet sich ein Bild moderaten Wachstums bei gleichzeitig sinkender Inflation und tieferen Leitzinsen an. Die gute Stimmung an den Finanzmärkten nimmt diese Einschätzung zu einem guten Teil vorweg. Die Renditeerwartungen für das kommende Jahr sollten daher nicht in den Himmel wachsen, ein solides Jahr könnte es aber durchaus werden.

In unserem Fokustext legen wir dar, von welchen Konjunktur- und Marktentwicklungen wir im kommenden Jahr ausgehen und was dies für einzelne Anlageklassen bedeutet.

Ich wünsche Ihnen eine besinnliche Weihnachtszeit und einen guten Start ins neue Jahr.

Ihr Björn Eberhardt  
Leiter Investment Office



**Björn Eberhardt**  
Leiter Investment Office

## INHALT

- 4 | Highlights
- 6 | Basisszenario
- 7 | Markteinschätzung
- 8 | Konjunktur und Geldpolitik
- 10 | Fokus: Das Jahr 2024 bietet Raum für etwas Optimismus
- 14 | Festverzinsliche Anlagen
- 16 | Aktienmärkte
- 18 | Rohstoffe
- 20 | Immobilien
- 22 | Marktüberblick
- 23 | Makroprognosen





## FOKUSTHEMA

### Das Jahr 2024 bietet Raum für Optimismus

Das Wirtschaftswachstum wird sich leicht abschwächen, die Inflation weiter zurückgehen und die Leitzinsen sinken. Die Finanzmärkte haben diesen relativ positiven Ausblick zum Teil bereits vorweggenommen. Aktien und Anleihen dürften dennoch positiv rentieren, der Franken stark bleiben.

## AKTIEN

Wir bevorzugen US-Aktien sowie die Sektoren Energie, Gesundheitswesen und nicht-zyklischer Konsum. Schweizer Aktien sind trotz verhaltenen Gewinnausblicks im Gegensatz zu britischen und europäischen Aktien höher bewertet. Schwellenländeraktien erscheinen günstig, die Konsumschwäche in China ist ein Gegenwind.

## ANLEIHEN

2024 sollte ein gutes Jahr für Anleihen werden. Kurzläufer sind aufgrund der geringen Laufzeitenprämie attraktiver als längere Laufzeiten. Im CHF sollten Unternehmensanleihen bevorzugt werden, im US-Dollar und im Euro eher Staatsanleihen. Schwellenländeranleihen in Hartwährung sollten stärker gewichtet, die Währung aber abgesichert werden.



## ROHSTOFFE

OPEC+-Förderkürzungen stützen den Rohölpreis. Gold profitiert von den geopolitischen Krisen, sinkenden Zinsen und Dollar-Schwäche. Basismetalle haben verhaltene Perspektiven aufgrund der schwächeren Konjunktur.



## IMMOBILIEN

Aufgrund der hohen Nettozuwanderung bleibt die Nachfrage nach Mietwohnungen in der Schweiz hoch. Der Nachfrageüberhang und der Anstieg des Referenzzinssatzes treiben die Mieten in die Höhe. Schweizer Immobilienfonds sind überdurchschnittlich attraktiv, da sie von tieferen Leerständen und höheren Mieteinnahmen profitieren.

# BASISSZENARIO

Die Weltwirtschaft wächst im Jahr 2024 moderat, eine Rezession wird vermieden.

Zudem wird die Wachstumsbasis breiter, denn die Industrie wird sich vom diesjährigen Abschwung erholen. Der Dienstleistungssektor verliert zwar etwas an Dynamik, er bleibt aber wegen steigender Realeinkommen der Konsumenten gut unterstützt. Gleichzeitig wird sich die Inflation weiter zurückbilden. Das eröffnet den Zentralbanken Spielraum, ihre Leitzinsen im kommenden Jahr zu senken.

## Erwartete Marktauswirkungen

Leicht positiv für Aktien und Risikoprämien von Unternehmensanleihen, aber hohe Bewertungen stellen Risiko dar. Renditen dürften noch weiter sinken. Goldpreis ist gut unterstützt, v.a. bei rückläufigen Realzinsen. Rohstoffpreise mit konjunkturellem Gegenwind.

## ALTERNATIVSZENARIEN

### 1. Scharfe Rezession

Mögliche Auslöser: Geldpolitik erweist sich als zu restriktiv, erneute Banken-/Schulden-/geopolitische Krisen, Rohstoffschocks u. Ä.

#### Erwartete Marktauswirkungen

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

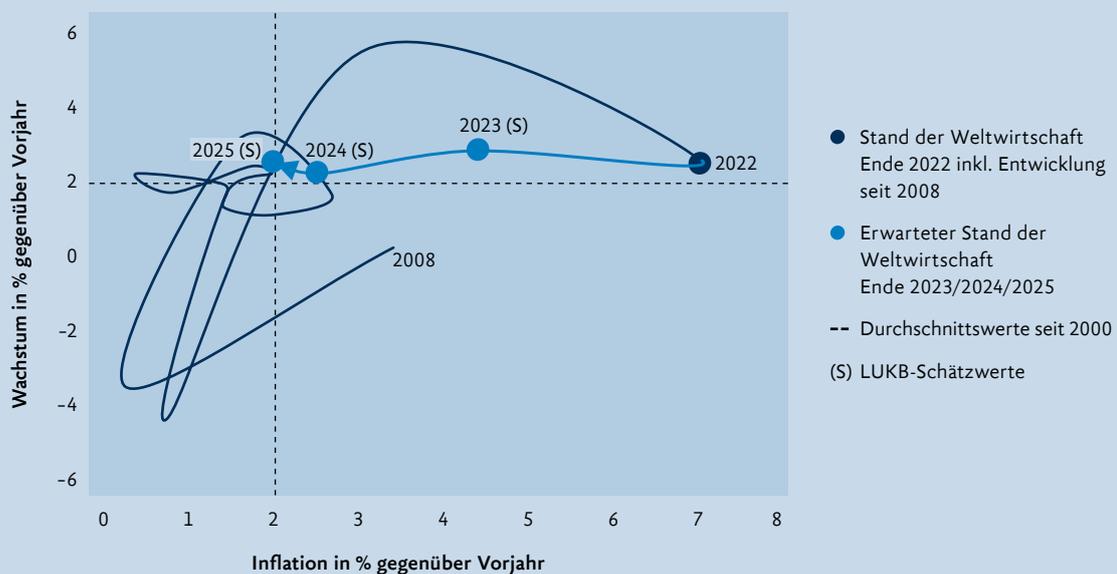
### 2. Globaler Aufschwung

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

#### Erwartete Marktauswirkungen

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

## Wirtschaftswachstum und Inflation in den Industrieländern seit 2008



# MARKTEINSCHÄTZUNG

Die Finanzmärkte haben zuletzt eine sanfte Landung eingepreist. Wir glauben, dass sie mittlerweile etwas zu viel Optimismus reflektieren. Auf Basis unserer moderaten Wachstumserwartungen bauen wir die Aktienquote dennoch leicht auf über die Schweiz, die Eurozone und Schwellenländer (EM). Bei Obligationen erhöhen wir die

US- und EM-Anleihen etwas. Zur Finanzierung nutzen wir Liquidität und realisieren Gewinne bei Schweizer Anleihen und Gold. Schweizer Immobilienfonds sollten stärker gewichtet werden, globale Immobilienaktien und Rohstoffe neutral.

## Markteinschätzungen und Positionierung per 13. Dezember 2023

Anlageklasse		Kommentar
<b>Liquidität</b>		Die Liquidität sollte trotz Reduktion leicht erhöht sein, u.a. wegen der mittlerweile besseren Verzinsung
<b>Festverzinsliche Anlagen</b>		Die Rally hat die Attraktivität von Anleihen etwas reduziert. Wir empfehlen eine leichte Umschichtung in höher rentierende Anleihemärkte
CHF		Der Schweizer Markt hat mittlerweile wieder sehr niedrige Renditeniveaus erreicht, auf denen eine Übergewichtung nicht mehr gerechtfertigt ist
EUR		Der Markt erwartet sehr aggressive EZB-Zinssenkungen, weshalb wir ein Untergewicht beibehalten. Zudem ist der EUR-Ausblick ungünstig
GBP		Anleihen in GBP haben die Rally nicht ganz so stark nachvollzogen, wir bleiben aber vorsichtig aufgrund des unklarerer Makro-Ausblicks
USD		Wir bauen US-Anleihen noch etwas auf, da das Renditeniveau hier den meisten Raum für Rückgänge in einem negativen Wachstumsszenario aufweist
Schwellenländer		Neben Hartwährungsanleihen bauen wir auch Lokalwährungsanleihen auf ein leichtes Übergewicht auf aufgrund der ebenfalls recht attraktiven Renditen
<b>Aktienmärkte</b>		Die Aktienquote erhöhen wir angesichts der intakten Wachstumsaussichten etwas, bleiben aber wegen der bereits erfolgten Rally leicht untergewichtet
Schweiz		Die Bewertung des Heimmarktes erscheint ambitioniert. Die relative Attraktivität gegenüber anderen stärker gelaufenen Märkten hat aber zugenommen
Eurozone		Auch für Aktien der Eurozone gilt, dass die Markterwartungen zum Gewinnwachstum optimistisch sind, die Bewertung ist dennoch interessant
Grossbritannien		Der UK-Markt enttäuschte im Jahr 2023. Trotz tiefer Bewertungen sehen wir weiter wenig Perspektiven und raten zu einem Untergewicht
Nordamerika		Die positiven Gewinnrevisionen stützen den US-Markt, der zudem in den kommenden Monaten eine Aufholbewegung kleinerer Unternehmen sehen könnte
Pazifik		Japans Aktien sind zuletzt etwas weniger dynamisch gelaufen. Wir erwarten ein starkes Gewinnwachstum, was für uns eine Übergewichtung rechtfertigt
Schwellenländer		Schwellenländeraktien sind relativ niedrig bewertet, allerdings lahmt der Markt China. Wir nutzen die aktuelle Kursschwäche für einen leichten Aufbau
<b>Realwerte</b>		
Immobilienfonds Schweiz		Schweizer Immobilienfonds werden z.T. noch unter Inventarwert gehandelt und sind für uns eine attraktive Alternative zu CHF-Aktien und Anleihen
Immobilien global (REITs)		Die globalen REITs-Märkte stiegen zuletzt stark an. Die Bewertungen sind damit weniger günstig, wir verzichten auf ein grösseres Engagement
Gold		Der Goldpreis legte zuletzt dank tieferer Zinsen und USD-Schwäche zu. Dabei wurde etwas viel eingepreist, weshalb wir das Gewicht reduzieren
Rohstoffe (ohne Agrar)		Rohstoffe belassen wir neutral gewichtet. Beim Ölpreis sowie den Basismetallen fehlen angesichts nur moderaten Wachstums die Kurstreiber
<b>Fremdwährungen vs. Franken</b>		Wir raten zu einem leicht höheren Anteil von Fremdwährungen im Portfolio, da die jüngste Franken-Stärke einiges vorweggenommen hat

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

# Konjunktur und Geldpolitik

Die Weltwirtschaft wächst 2024 moderat. Doch die Wachstumsbasis wird breiter. Die Inflation fällt weiter, und die Zentralbanken senken die Zinsen.

Die globale Wirtschaft wird 2023 wohl keinen Preis in der Kategorie kräftiges Wachstum erzielen. Doch angesichts der vielfältigen geopolitischen und wirtschaftlichen Herausforderungen ist es ein Erfolg, dass sie nicht viel langsamer als im Vorjahr gewachsen ist. Für die nächsten beiden Jahre erwarten wir ein moderates Wirtschaftswachstum, das aber auf einer breiteren Basis steht.

## Konsum wird wichtiger Wachstumsmotor

Es gibt mehrere Gründe, warum wir optimistisch auf die kommenden beiden Jahre blicken. Die global restriktive Geldpolitik war zumindest bei der Inflationsbekämpfung erfolgreich. Die Inflationsraten befinden sich auf dem Rückmarsch. Einerseits stärkt das die Kaufkraft der privaten Haushalte und Unternehmen. Andererseits eröffnet er den Zentralbanken Spielraum, ihre Leitzinsen zu senken. Wir halten es dabei für wahrscheinlich, dass das schon im Verlauf von 2024 passieren könnte. Damit würden auch die Finanzierungsbedingungen für Investitionen in Ausrüstungen und in Bauten günstiger werden. Gleichzeitig erwarten wir, dass die Arbeitsmärkte auch 2024 und 2025 in den allermeisten der von uns analysierten Länder eng

bleiben werden. Die Beschäftigung dürfte 2024 weiter zunehmen, wenn auch moderater als in den Vorjahren. Wir sehen den privaten Konsum damit auch 2024 als wichtigen Wachstumsmotor.

## Wachstumsbasis sollte breiter werden

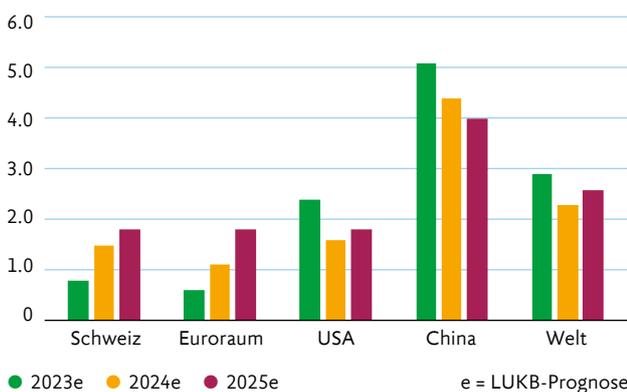
Wir gehen zudem davon aus, dass das Fundament des Wirtschaftswachstums breiter wird. 2023 wurde die Wirtschaftsleistung in vielen Ländern hauptsächlich vom Dienstleistungssektor getragen. Wir rechnen damit, dass 2024 und 2025 zunehmend auch positive Impulse von der Industrie ausgehen werden. Einerseits erwarten wir, dass sich die Konsumpräferenzen wieder etwas stärker in Richtung Güterkonsum verschieben. Andererseits gibt es Anzeichen dafür, dass der globale Lagerabbau bei Händlern und Herstellern in den nächsten Monaten sein Ende findet. Vielfach melden Unternehmen, dass die Lagerbestände ihrer Kunden zu niedrig sind. Damit deutet sich an, dass sie wieder aufgefüllt werden könnten. Im Verlauf von 2024 sollte sich damit auch die globale Nachfrage nach Waren wieder verbessern. Insgesamt erwarten wir, dass die globale Wirtschaftsleistung (BIP) 2024 und 2025 inflationsbereinigt (real) um 2.3% respektive 2.6% zum Vorjahr wachsen wird.

## USA verlieren an Dynamik, bleiben aber solide

Für die Vereinigten Staaten rechnen wir damit, dass die Wirtschaft 2024 an Tempo verliert. Nachdem die reale Wirtschaftsleistung 2023 noch um fast 2.5% gewachsen sein dürfte, sehen wir für 2024 einen Zuwachs von 1.6% als realistisch an. So gehen wir davon aus, dass der

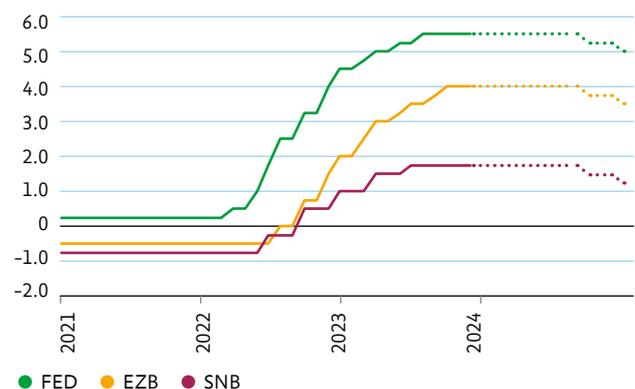
## Wirtschaftswachstum

Bruttoinlandprodukt in % gegenüber Vorjahr, preisbereinigt



## Leitzinsen

in %, gepunktete Linie = LUKB-Prognose



Rückenwind von Seiten der Fiskalpolitik nachlassen wird. Auch der private Konsum sollte 2024 etwas moderater taktieren. Dennoch erwarten wir, dass die privaten Konsumausgaben ein wichtiger Wachstumsmotor bleiben. Die realen Einkommen dürften aufgrund einer weiter fallenden Inflation zunehmen. Gleichzeitig bleibt der Arbeitsmarkt robust, auch wenn wir mit einem leichten Anstieg der Arbeitslosigkeit rechnen. Ein moderateres Wirtschaftswachstum und eine abnehmende Inflation geben der Notenbank Fed den Spielraum, den Leitzins 2024 um insgesamt 0.5 Prozentpunkte auf 5% zu senken.

### Euroraum gewinnt an Fahrt

Wir erwarten, dass sich die Konjunkturaussichten für den Euroraum in den kommenden beiden Jahren aufhellen werden. 2023 kam es fast zum Stillstand, wobei die Wachstumsunterschiede innerhalb des Euroraums signifikant waren. Während die deutsche Wirtschaft schrumpfte, hat die spanische kräftig zugelegt. Das reale Euroraum-BIP dürfte 2023 moderat um 0.6% gestiegen sein. Für 2024 und 2025 prognostizieren wir Wachstumsraten von 1.1% bzw. 1.8%. Hierbei dürften sich die Antriebskräfte der Wirtschaft vom Dienstleistungssektor stärker in Richtung Industrie verlagern. Gleichzeitig erwarten wir auch, dass der Aussenhandel wieder positiv zum BIP beitragen wird. Rückenwind erhält die Wirtschaft weiterhin von der Fiskalpolitik. Der Inflationsrückgang sollte sich fortsetzen. Die Europäische Zentralbank dürfte die Leitzinsen zwar noch einige Zeit auf erhöhten Niveaus belassen. Dennoch erwarten wir auf Jahressicht eine Senkung um 50 Basispunkte.

### Schweiz wächst 2024 wieder kräftiger

Als kleine offene Volkswirtschaft sollte die Schweizer Wirtschaft in den nächsten beiden Jahren davon profitieren, dass die Nachfrage der beiden wichtigsten Handelspartner, der USA und des Euroraums, wieder zunimmt. Wenig Entlastung kommt dagegen vom Franken, denn der dürfte stark bleiben. Doch der starke Franken hat auch sein Gutes. Er trägt dazu bei, die importierte Inflation einzudämmen. Im Trend der nächsten Jahre sollte die Teuerung abnehmen. Wir gehen daher davon aus, dass die SNB ihren Leitzins 2024 von 1.75% auf 1.25% zurücknehmen kann. Für die Wirtschaft prognostizieren wir ein reales Wachstum von 1.5% bzw. 1.8% für 2024 respektive 2025.



**Brian Mandt**  
Chefökonom

### China wächst moderat

Im Reich der Mitte dürfte die Wirtschaftsleistung 2023 real um gut 5% wachsen. Damit sollte das Wachstumsziel der Regierung erfüllt werden. Für 2024 erwarten wir eine Verlangsamung auf knapp 4.5%. Wir rechnen zwar damit, dass vor allem von der Exportwirtschaft und der Industrie positive Impulse auf die Gesamtwirtschaft ausstrahlen. Doch der Wohnbaumarkt dürfte noch im Abschwung bleiben. Das wird die Konsumfreude der privaten Haushalte auch 2024 dämpfen, denn für viele Chinesen ist Wohneigentum eine Art Altersvorsorge. Der Preisverfall von Immobilien lässt auch das Nettovermögen der privaten Haushalte schrumpfen. Darüber hinaus gibt es einige strukturelle Faktoren, wie die Vergreisung der Gesellschaft und die abnehmende Produktivität, die das Wirtschaftswachstum mittel- bis langfristig dämpfen werden. Für 2025 rechnen wir daher mit einem BIP-Zuwachs von 4%. ■

---

## IN KÜRZE

**Weltwirtschaft wächst 2024 moderat**

**Das Wachstumsfundament wird breiter**

**Privater Konsum wird wichtiger Wachstumsmotor**

**Die Inflation nimmt weiter ab**

**Die Zentralbanken dürften 2024 die Leitzinsen senken**

# Das Jahr 2024 bietet Raum für etwas Optimismus



Die Wirtschaft wird sich leicht abschwächen und die Inflation weiter sinken. Die Finanzmärkte haben dies zum Teil schon vorweggenommen. Aktien und Anleihen dürften dennoch positiv rentieren.

**Thomas Härter** Investment-Strategie

Das Jahr 2023 überraschte in vielerlei Hinsicht auf der positiven Seite. So fiel das Wachstum gerade in den USA besser aus als erwartet und verhalf damit auch der globalen Konjunktur zu einer höheren Dynamik. Die Inflation bildete sich dennoch weiter zurück. Dies dürfte auch auf das beherzte Eingreifen der Notenbanken zurückzuführen sein, die ihre Leitzinsen weiter erhöhten, als man es Ende 2022 erwartet hatte. Dass dies bisher kaum nennenswerte Bremseffekte auf die Konjunktur zeigte, dürfte eine der grössten Überraschungen gewesen sein. Die Aktienmärkte entwickelten sich in diesem Umfeld erfreulich, beflügelt vom US-Markt und den Sektoren Informationstechnologie und Kommunikation. Die Unruhe im Bankensektor im Frühjahr 2023 erwies sich bisher nur als ein kurzfristiges Beben, die Begeisterung der Anlegenden für das Thema künstliche Intelligenz dagegen als langlebiger.

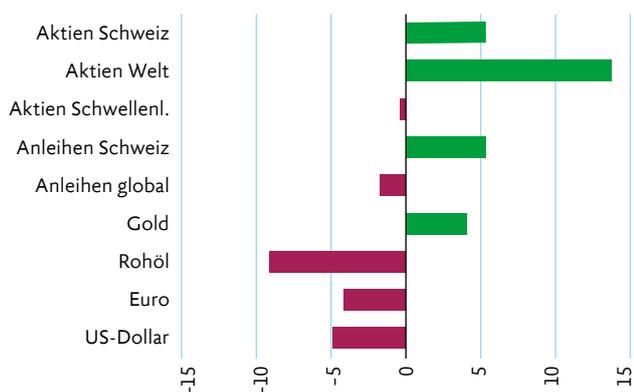
Was erwarten wir nun Ende 2023 für das vor uns liegende Anlagejahr? In der Folge stellen wir Ihnen die Antworten unserer Experten aus dem LUKB Asset Management auf einige aus unserer Sicht spannende Fragen mit Blick auf 2024 vor.

## Was kann von der Konjunktur im Jahr 2024 erwartet werden? Droht uns vielleicht doch eine Rezession?

Wir gehen davon aus, dass sich die globale Konjunktur insgesamt etwas verlangsamen wird. Dies liegt vor allem an den USA und China, die beide langsamer als 2023 wachsen dürften. Für die Schweiz und die Eurozone sind wir dagegen zuversichtlich, dass sich das Wachstum leicht verbessern wird. Stützend wirkt u.a. die rückläufige Inflation, welche ein leicht positives Reallohnwachstum erlaubt. Eine Rezession erscheint

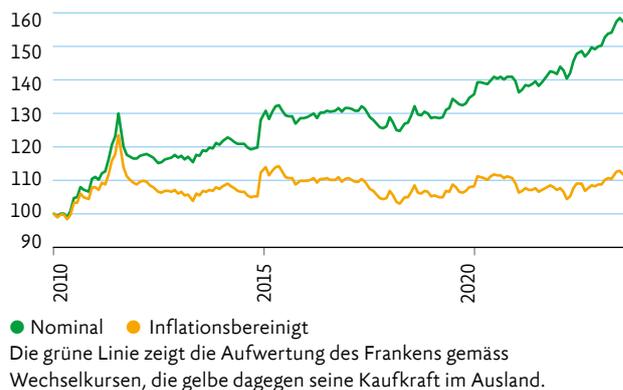
### Performance 2023 ausgewählter Anlagewerte

Gesamtrenditen (%) in CHF



### Aussenwertentwicklung des Schweizer Frankens

indexiert, 2010 = 100, höhere Werte = Aufwertung



aus heutiger Sicht wenig wahrscheinlich. Ein Risiko besteht vor allem darin, dass die deutlich höheren Zinsen schlussendlich doch einen schärferen Abschwung auslösen, als aus heutiger Sicht zu erwarten ist.

### **Ist das Inflationsgespenst wirklich besiegt?**

Momentan spricht sehr viel dafür. Etliche der Faktoren, die zum starken Anstieg der Inflation führten - Lieferkettenprobleme, die starke Nachfrage von Dienstleistungen nach Corona, aber auch die Rohstoffpreisschocks aufgrund des Ukraine-Kriegs - sind entweder abgeklungen oder aber die Wirtschaft hat sich mittlerweile darauf eingestellt. Hinzu kommen die Leitzinserhöhungen der Notenbanken und der laufende Abbau ihrer Wertpapierbestände. Beides hat zu einem höheren Zinsniveau geführt, das die Nachfrage dämpft und damit ebenfalls hilft, die Inflation zurückzuführen. Sichtbar wird dies an einer sich bereits abkühlenden Lage an den Arbeitsmärkten.

Der Prozess wird noch weitere Zeit benötigen, aber die Notenbanken sind auf einem guten Weg, die Inflation wieder auf die Zielwerte zurückzuführen.

### **Werden die Notenbanken die Leitzinsen nächstes Jahr bereits senken können?**

Wir erwarten, dass erste Leitzinssenkungen im Jahr 2024 sehr wahrscheinlich sind. Sollte sich die globale Wirtschaft wie erwartet verlangsamen und die Inflation weiter sinken, entsteht für die Notenbanken Spielraum für Zinssenkungen. Das ist an den Märkten aktuell auch eingepreist. In einem Negativszenario einer Rezession dürften diese sogar schneller und in grösserem Ausmass erfolgen. Nur in einem Szenario überraschend robusten Wachstums wären die Notenbanken wohl gezwungen, auf Leitzinssenkungen vorerst zu verzichten. Konkret erwarten wir, dass der Leitzins in der Schweiz per Ende 2024 bei 1.25% liegen wird gegenüber aktuell 1.75%.

### **Wird also 2024 noch mal ein gutes Aktienjahr? Welche Aktienrenditen können Investoren erwarten?**

In unserem Basisszenario gehen wir von einer sogenannten «sanften Landung» der Weltwirtschaft und einer

beginnenden Lockerung der Geldpolitik aus. Vergleichbare Szenarien werden von vielen Marktteilnehmern geteilt, weshalb dieses positive Bild bereits in Form erhöhter Aktienbewertungen zum Teil vorweggenommen erscheint. Deshalb gehen wir für 2024 nur von Renditen im einstelligen Bereich aus und erachten eine erneut überdurchschnittlich hohe Performance der Aktienmärkte als weniger wahrscheinlich. Nach der Rally der grosskapitalisierten Aktien könnte das nächste Jahr eines der Nachzügler aus der zweiten Reihe werden.

### **Ist es zu spät, noch auf Künstliche-Intelligenz-Aktien zu setzen?**

Der Wirbel um die sogenannte generative künstliche Intelligenz (KI) hat im Jahr 2023 einen wahren Begeisterungsturm für Aktien ausgelöst, die sich mit dem Thema beschäftigen. Quasi jeder Kommentar eines Un-

ternehmens zu einem Engagement in diesem Bereich wurde mit Kursaufschlägen belohnt. KI ist zweifelsohne ein starker und tragfähiger Trend. Ein wiederkehrendes Muster ist jedoch, dass nach einer Phase enormer Aufmerksamkeit ein Rückschlag erfolgt. Nach der Häufigkeit der Erwähnung von KI zu urteilen, sind wir aktuell wohl eher in einer Hype-Phase. Für Anlegende mit längerfristigem Anlage-

horizont stellt es weiterhin ein interessantes Thema dar, nach den Kursgewinnen der vergangenen Monate sollte jedoch das Rückschlags-Risiko nicht unterschätzt werden.

### **Die Leitzinsen und die Inflation dürften sinken. Wie sind dann die Aussichten für Anleihen?**

Anleihen dürften insgesamt ein gutes Jahr vor sich haben. Für den Schweizer Markt sehen wir allerdings nur ein begrenztes Potenzial, denn hier ist das Renditeniveau mittlerweile wieder recht niedrig. Die Aussicht auf weiter sinkende Renditen ist damit ungünstiger als in anderen Märkten und die zu erwartende Performance im Jahr 2024 sollte eher im tiefen einstelligen Bereich liegen. Besser sind die Perspektiven z.B. am US-Markt, wo die laufenden Renditen von Staats- und Unternehmensanleihen im Schnitt zwischen 4 bis 5% liegen.

«Nach der Rally der grosskapitalisierten Aktien könnte das nächste Jahr eines der Nachzügler aus der zweiten Reihe werden.»



Widerstandskraft: Lachse legen eine lange und ermüdende Reise zurück, um in den oberen Flussläufen zu laichen.

Sollten die Renditen wie von uns erwartet leicht sinken, dürften noch Kapitalgewinne hinzukommen. Allerdings dürften sinkende US-Renditen auch mit einer weiteren US-Dollar-Schwäche einhergehen, weshalb sich eine Währungsabsicherung empfiehlt.

### **Das Risiko einer US-Dollar-Schwäche steht also im Raum. Wird der Schweizer Franken im Jahr 2024 generell weiter aufwerten?**

Im zurückliegenden Jahr verloren sowohl der US-Dollar als auch der Euro weiter gegenüber dem Schweizer Franken. Anlegende sollten dennoch nicht davon ausgehen, dass sich beide gegenüber dem Franken deutlich erholen werden. Langfristig entwickeln sich Wechselkurse ungefähr gemäss dem Unterschied zwischen den jeweiligen Inflationsraten. Da die Inflation in den USA und der Eurozone in den letzten Jahren deutlich höher war als in der Schweiz, ist die Aufwertung des Frankens fundamental gerechtfertigt. Ende 2023 erscheint der Euro aus unserer Sicht sogar immer noch leicht überbewertet. Investoren sollten sich daher auf eine anhaltende Frankenstärke einstellen, auch wenn zwischenzeitlich Phasen von kurzfristigen Rallys bei den Fremdwährungen nicht überraschend wären.

### **Wir haben einiges über die Chancen erfahren. Was sind denn aber die Hauptrisiken 2024?**

Ein wichtiges Thema könnten die unangenehm hohe Staatsverschuldung und Haushaltsdefizite in vielen Ländern werden. Für neu herausgegebene Staatsanleihen sind mittlerweile deutlich höhere Zinsen fällig. Sollten die Finanzmärkte zu der Einschätzung kommen, dass die Haushaltssituation eines Landes riskanter geworden ist, könnte das zu höheren Risikoprämien führen. Die Zinslast würde nochmals steigen und damit die Lage des Landes verschlechtern. Eine selbst erfüllende Prophezeiung drohte. Ein deutlicher Zinsanstieg würde verschiedene Anlageklassen wie Aktien, Anleihen und Immobilien unter Druck setzen. In unserem Basis-szenario gehen wir allerdings nicht davon aus, dass eine solche Negativspirale eintritt. Aber sollten erneut überraschend grosse Fiskalpakete aufgelegt werden, könnte dies die Aufnahmebereitschaft der Finanzmärkte für neue Schulden testen.

Ein weiteres Risiko stellt der Beginn einer grösseren Rezession in den USA und/oder in Europa dar. Das könnte zum Beispiel geschehen, wenn die Wirkungsverzögerung der gestrafften Geldpolitik unterschätzt wurde und sie doch stärker zu bremsen beginnt als erwartet. In diesem Fall dürften die Notenbanken wohl einen geldpolitischen 180-Grad-Schwenk einleiten und die Zinsen senken. Falls auch eine ausgeprägte Gewinnrezession bei den Unternehmen die Folge wäre, dürften Aktien trotz sinkender Zinsen an Boden verlieren.

Geopolitische Faktoren dürften auch 2024 immer wieder einen spürbaren Einfluss auf die Finanzmärkte ausüben. Es besteht die Chance, dass das Ende 2023 eingeleitete, bisher eher verbale Tauwetter zwischen den USA und China zu konkreten Auftauaktionen führt und somit die eine oder andere Permafrost-Beziehung zum Schmelzen gebracht wird. Allerdings stellt der US-Wahlkampf ein Risiko für Verstimmung dar, insbesondere wenn versucht wird, mit Rhetorik gegen China beim Wahlvolk zu punkten.

«Anleihen dürften insgesamt ein gutes Jahr vor sich haben, Franken-Anleihen aber etwas hinterhinken.»

### **Anleihen- und Aktienkurse haben sich in den vergangenen zwei Jahren oft in die gleiche Richtung entwickelt. Macht ein gemischtes Portfolio noch Sinn?**

Gerade vor dem Hintergrund der Risiken wird deutlich, dass ein gemischtes Portfolio auch 2024 sehr viel Sinn macht. Die Liquiditätskomponente sorgt für Sicherheit und wird mittlerweile wieder angemessen verzinst. Sollte sich die geopolitische Situation verschlechtern, dürften sich Staatsanleihen und Gold als Renditetreiber erweisen. Auch bei einer scharfen Rezession würde zumindest ein Teil der Aktienverluste durch Gewinne auf dem Anleiheportfolio ausgeglichen. Für Anleihen spricht ebenfalls, dass diese eine relativ attraktive Verzinsung versprechen und – insbesondere in den USA – eine attraktive Alternative zu Aktieninvestitionen darstellen. Und dies bei ansprechenden Renditen und deutlich tieferen Risiken. ■

# Festverzinsliche Anlagen



**Björn Eberhardt**  
Leiter Investment Office

Die Rally seit November hat das Szenario einer «sanften Landung» weitgehend eingepreist. Kurzfristige Rücksetzer sind zwar möglich, 2024 sollte aber ein gutes Jahr für Anleihen werden.

Die Monate Oktober und November brachten äusserst scharfe und gegensätzliche Bewegungen an den Anleihemärkten mit sich. Kam es im Oktober zu rasant steigenden Anleiherenditen, so kehrte sich dieser Trend Anfang November vollkommen in die andere Richtung um. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen bewegte sich in diesen zwei Monaten von 4.6% auf kurzzeitig knapp über 5%, nur um Anfang Dezember mit 4.2% sogar tiefer als zu Beginn zu notieren.

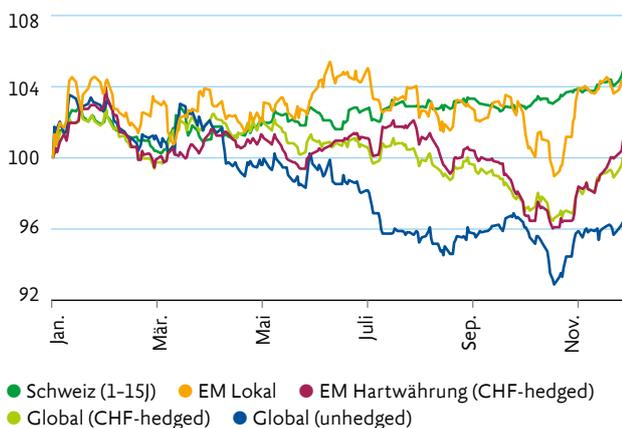
Der Schweizer Markt machte den Renditeanstieg zwar kaum mit, partizipierte aber dennoch am Rückgang. Mit aktuell 0.79% liegt die Staatsanleiherendite so niedrig wie zuletzt Anfang Juni. Zurückführen lässt sich der Rückgang auf eine veränderte Erwartungshaltung an die Geldpolitik. Mittlerweile ist der klare Marktkonsens, dass es im Verlauf des Jahres 2024 zu Zinssenkungen seitens der grossen Notenbanken kommen wird.

## Alternativszenarien nicht aus dem Auge verlieren

Natürlich stellen die Marktpreise immer auch eine Mischung verschiedener möglicher Szenarien dar. Leitzinssenkungen auf Basis eines «Sanfte-Landung»-Szenarios wären dabei der Idealfall: Die Wirtschaft bremst genug ab, um ein Absinken der Inflation zu erlauben und den Notenbanken Spielraum für Zinssenkungen zu geben. Die Renditen am kurzen und langen Ende würden beide sinken, die Zinskurve aber vorerst noch invertiert bleiben und sich erst im Verlauf des Zinssenkungszyklus wieder normalisieren.

### Anleiheperformance im Jahr 2023

1. Januar 2023 = 100; Entwicklung in CHF



### Entwicklung Leitzinserwartungen im Jahr 2023

in %, Markterwartung: Wo stehen die Leitzinsen im Dezember 2024?



Sollte aber nur die Inflation sinken, ohne dass die Wirtschaft stark einbremst («No Landing»), könnten den Notenbanken die Hände gebunden bleiben: Zinssenkungen würden dann einen Stimulus für die Konjunktur darstellen zu einer Zeit, in der diese immer noch gut läuft. Das könnte das mittelfristige Inflationsziel in Gefahr bringen. Sollten sie dennoch erfolgen, dürfte die Zinskurve recht schnell steiler werden. Erfolgen sie nicht, dürfte sich die Zinskurve wieder etwas nach oben verschieben, aber wohl invertiert bleiben.

In einer Rezession oder scharfen Verlangsamung könnten die Leitzinsen hingegen sehr schnell sinken und die Zinskurve sich nach unten verschieben. Die Inversion dürfte dann sehr schnell wieder einer steileren Zinskurve weichen.

Diese Aussagen gelten zwar primär für den US-Anleihemarkt. Da dessen Bewegungen aber tonangebend für die meisten anderen Anleihemärkte sind, dürfte auch der Schweizer Markt sie zum Teil nachvollziehen. An der starken Inversion am kurzen Ende und der relativen Flachheit am längeren Ende dürfte sich bei der Schweizer Zinskurve vorerst aber wohl nur wenig ändern. Unser Basisszenario lehnt sich am ehesten am Szenario einer «sanften Landung» an, was sich auch in unseren Renditeprognosen reflektiert.

Die Stimmungsaufhellung an den Finanzmärkten im November hat auch dazu geführt, dass die Risikoprämien von Unternehmensanleihen wieder gesunken sind. Insbesondere im USD notieren sie mittlerweile deutlich tiefer als zu Jahresbeginn und so niedrig wie zuletzt Anfang 2022. Das Niveau nähert sich damit im langfristigen Vergleich eher dem unteren Ende, womit sich das Potenzial für eine Fortsetzung der Rally langsam erschöpfen dürfte. Das Niveau ist allerdings insgesamt konsistent mit dem Szenario einer «sanften Landung». Im EUR ist die Prämie hingegen noch etwas weiter von den Tiefständen entfernt. Sollten sich die Konjunkturdaten hier wie erwartet verbessern, bestünde durchaus Potenzial für eine Fortsetzung der Rally. Am Schweizer Markt sehen wir aufgrund der tiefen Staatsanleiherenditen und von deren niedriger Liquidität wenig Alternativen zu Engagements in Unternehmensanleihen.

Im Bereich der Schwellenländeranleihen zeigten in Franken gerechnet insbesondere die Lokalwährungsanleihen bisher eine erfreuliche Performance im 4. Quartal. So half im November der globale Trend zu niedrigeren Renditen, auch wenn von der Währungsseite leichter Gegenwind bestand. Hartwährungsanleihen schnitten (in Schweizer Franken gerechnet) dagegen schwächer ab. Das lag vor allem an Verlusten im Oktober, die im November trotz einer Rally nicht vollständig ausgeglichen wurden. Die USD-Schwäche belastete zudem in beiden Monaten, weshalb wir für Frankeninvestoren auch eine Währungsabsicherung von Schwellenländeranleihen in Hartwährung empfehlen. Im Portfoliokontext empfehlen wir derzeit ein leichtes Übergewicht von breit diversifizierten Schwellenländeranlagen. ■

**Unternehmensanleihen  
relativ teuer, Schwellenländer  
attraktiver**

---

## IN KÜRZE

**Kurze Laufzeiten aufgrund  
der geringen Laufzeitenprämie  
attraktiver als längere**

**Im CHF Unternehmensanleihen  
bevorzugen**

**Staatsanleihen im USD und EUR  
aufgrund tiefer Risikoprämien  
leicht attraktiver**

**Schwellenländeranleihen  
übergewichten**

# Aktienmärkte

Die fortgeschrittene Bewertung des US-Aktienmarkts trifft auf relativ hohe Erwartungen an das Gewinnwachstum. In der Schweiz sind die Erwartungen deutlich tiefer, die Bewertung aber anspruchsvoll. Wir bevorzugen weiterhin Qualitätsaktien.

Das Gewinnwachstum beeinflusst die Kursentwicklung einer Aktie massgeblich. Darum ist die sorgfältige Beurteilung der künftigen Gewinne entscheidend. Wir zeigen auf, wie die Gewinnerwartungen und Bewertungen der einzelnen Aktienmärkte aussehen und was dies für das Aktienjahr 2024 bedeuten könnte.

Der **Schweizer Aktienmarkt** blickt auf ein schwieriges Jahr 2023 zurück. Die Performance war im Vergleich zu anderen wichtigen Aktienmärkten schwächer. Für das kommende Jahr erwartet der Markt ein Gewinnwachstum im mittleren einstelligen Bereich. Im selben Rahmen liegen auch die Erwartungen an den Weltaktienmarkt. Vor diesem Hintergrund mutet die Bewertung auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) von 16.3 nicht günstig an. Der Weltaktienmarkt weist zum Vergleich eine sehr ähnliche Bewertung von 16.7 auf.

**Aktien der Eurozone** lassen ein ähnliches Gewinnwachstum erwarten, bei einer zudem deutlich attrak-

tiveren Bewertung (KGV 12.1). Darum sprechen wir diesem Markt zu Beginn des neuen Jahres mehr Potenzial zu. Die Bewertung des **britischen Aktienmarktes** zeigt sich mit einem erwarteten KGV von 10.5 für das nächste Jahr ebenfalls interessanter als der Schweizer Markt.

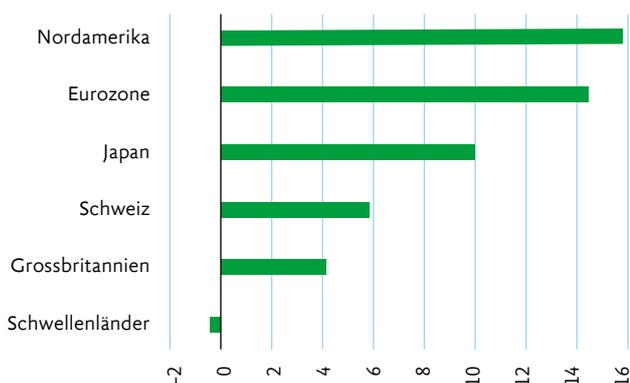
**US-Aktien** sind zwar auf den ersten Blick mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 18.6 hoch bewertet, weisen aber auch auf Jahressicht ein erwartetes Gewinnwachstum von 9.5% aus. Die glorreichen sieben, die grössten Technologiewerte, die zusammen rund 26% der US-Marktkapitalisierung ausmachen, tragen den Löwenanteil zu dieser Erwartung bei. Angesichts der intakten Wachstumserwartungen bleibt der US-Aktienmarkt einer unserer bevorzugten Märkte.

Der **japanische Aktienmarkt** überzeugt mit einem erwarteten Gewinnwachstum von 11% für das kommende Jahr. Angesichts dieser Prognose ist die Bewertung mit 15.2 interessant.

**Schwellenländer-Aktien** überzeugen mit ansprechenden Wachstumsaussichten und einer interessanten Bewertung. Allerdings sehen wir die Gefahr, dass die Prognosen zu optimistisch sind. Die strukturellen Probleme im chinesischen Immobiliensektor und fehlende Sozialwerke bremsen die Konsumlust im Reich der Mitte. China hat mit einem Anteil von 30% am Schwellenländer-Aktienindex das mit Abstand höchste Gewicht. Daher bleiben wir für den Markt insgesamt vorsichtig eingestellt.

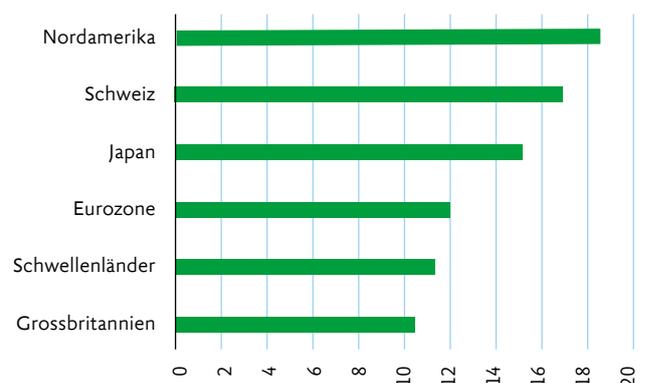
## Aktienmarktrenditen 2023

in %, in CHF, per 8. Dezember 2023



## Marktbewertungen nach Kurs-Gewinn-Verhältnissen

Basis: erwartete Gewinne der nächsten 12 Monate



## Qualität bleibt Trumpf

Auch im kommenden Jahr erwarten wir eine verhaltene Konjunkturdynamik. Die langfristigen Zinsen sollten nur leicht sinken, obwohl die Inflationsraten weiter fallen dürften. Die Zentralbanken werden sich zudem Zeit mit Leitzinssenkungen lassen. All diese Punkte veranlassen uns dazu, weiterhin Qualitätsaktien in den Fokus zu stellen.

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

Diese Ausgangslage führt dazu, dass wir bei Aktien aus dem Sektor Zyklischer Konsum weiterhin untergewichtet bleiben. Wir bevorzugen den nicht-zyklischen Konsum, also Konsumgüter des täglichen Bedarfs. Aktien aus diesem Sektor bleiben auch bei erhöhter Inflation und anhaltend hohen Zinsen gefragt.

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

Angesichts der hohen Energiepreise empfehlen wir, den Energiesektor überzugewichten. Konflikte in für die Energiemärkte wichtigen Regionen und die Ölförderkürzungen der OPEC+ führen dazu, dass wir den Ölpreis auf dem gegenwärtigen Niveau gut unterstützt sehen. Integrierte Energiewerte werden aufgrund der hohen Cashflows in der Lage sein, hohe Dividendenausüttungen vorzunehmen und gleichzeitig die nötigen Investitionen zu tätigen.



**Reto Lötscher**  
Leiter Finanzanalyse

Wir stufen den Immobiliensektor auf «neutral» hoch. Die Reaktion der Immobiliengesellschaften auf das höhere Zinsniveau waren geringere Dividendenausüttungen, die Aussetzung von Immobilienkäufen und das Einfrieren neuer Projekte. Die freiwerdenden Cashflows wurden für den dringend notwendigen Schuldenabbau verwendet. Die höheren Zinsen führten auch zu deutlichen Wertkorrekturen bei den Immobilien. Wir glauben, dass sich der Bereinigungsprozess seinem Ende zuneigt und die Zuversicht in den kommenden Monaten langsam zurückkehren wird. ■

## IN KÜRZE

**Schweizer Aktien trotz schwacher Performance mit fortgeschrittener Bewertung**

**US-Aktien mit attraktivem Gewinnwachstum**

**Schwellenländeraktien durch China-Schwäche belastet**

**Immobilienmarkt neu auf «neutral» hochgestuft**

**Bevorzugte Sektoren: Energie, Gesundheitswesen sowie nicht-zyklischer Konsum**

# Rohstoffe



**Andreas Müller**  
Analyst Rohstoffe

Förderkürzungen unterstützten den Rohölpreis, die Preise für Gas sowie vieler Industriemetalle tendierten seitwärts und Gold legte angesichts neuer Krisen zu.

Die Rohstoffpreise standen in den letzten drei Monaten mehrheitlich im Bann der globalen Konjunkturunsicherheiten und verzeichneten keine nennenswerten Impulse. Die Basismetalle gaben leicht ab, wobei die Spannbreite gross war: Nickel verlor bis Anfang Dezember über 15%, Eisenerz konnte um ca. 20% zulegen. Der Preisverfall des Edelmetalls Palladium setzte sich mit einem Minus von über 20% fort, was einem Jahresverlust von ungefähr 45% entspricht. Das Metall leidet unter dem Trend zu mehr Elektromobilität. Gold hingegen glänzte mit einem Plus von knapp 5% seit Anfang September. Mit dem Angriff der Hamas auf Israel Anfang Oktober bewies es einmal mehr seine Krisenfestigkeit und konnte sich zwischenzeitlich über der Marke von USD 2000 pro Unze positionieren.

## OPEC+ versucht, den Öl-Markt zu stabilisieren

Im Sog von Wachstumshoffnungen kletterte der Ölpreis bis Ende September auf über USD 95 pro Barrel (159 Liter), nur um dann aufgrund von erneuten Konjunktursorgen wieder zu erodieren. Saudi-Arabien und Russland, die beiden wichtigsten Länder der 23 Staaten umfassenden OPEC+, bemühen sich intensiv um eine Stabilisierung des Preises für das schwarze Gold. So haben sie ihre im Frühsommer beschlossenen Förderkürzungen sukzessive verlängert und zusätzliche, jedoch freiwillige Förderkürzungen beschlossen. Allerdings ist fraglich, ob sich einige afrikanische Staaten daran halten werden. Mit dieser Massnahme will die OPEC+ einer schwächeren Nachfrage begegnen, die sich u.a. in einem Anstieg der Rohöllagerbestände in den USA bemerkbar macht.

### Goldpreis seit 1970

in USD je Unze (28,35 g)



### Gesamtrendite von Rohöl 2023

in USD, indiziert. 1. Januar 2023 = 100



Mit den USA und Brasilien haben aber auch zwei Länder, die nicht der OPEC+ angehören, ihre Exportquoten erhöht. Denn die USA wollen im Kampf gegen die Inflation einen möglichst niedrigen Ölpreis. Aus diesem Grund haben sie es auch zugelassen, dass der Iran trotz der Sanktionen wieder mehr Öl exportieren konnte. Angesichts dieser Gemengelage gehen wir davon aus, dass der Rohölpreis auf dem aktuellen Niveau gut unterstützt sein dürfte.

Die europäischen Gaspreise bewegten sich in diesem Jahr überwiegend in einer Bandbreite von ca. EUR 30-50 pro MWh und damit deutlich niedriger als im Vorjahr, als noch Spitzenwerte von fast EUR 350 pro MWh erreicht wurden. Lediglich der Ausbruch des Nahostkonflikts und die kältere Witterung führten zwischenzeitlich zu einem leichten Anstieg auf über EUR 50 pro MWh. Denn die für Europa wichtige Gasproduktion aus Israel fiel für rund einen Monat aus. Durch verschiedene Massnahmen, wie z.B. den Import von Flüssiggas aus anderen Ländern, soll eine Gas- und damit Stromknappheit in diesem Winter vermieden werden. Die europäischen Gasspeicher sind inzwischen fast voll, nicht zuletzt, weil ein Teil der europäischen Gasversorgung trotz der Sanktionen weiterhin aus Russland kommt. Auch wenn die nächsten Monate ungewöhnlich kalt werden sollten, gehen wir davon aus, dass Europa ohne grössere Schwierigkeiten und Gaspreisschwankungen durch den Winter kommt.

Seit dem Quartaltief von etwas mehr als USD 1'800 pro Unze hat das gelbe Metall eine beachtliche Klettertour hingelegt und notiert mittlerweile über USD 2'000 pro Unze. Verantwortlich dafür waren einerseits die Anschläge der Hamas und die Funktion des Goldes als Krisenschutz. Andererseits kauften die Zentralbanken so viel Gold wie noch nie und die Exchange-Traded Funds (ETFs) verzeichneten wieder Zuflüsse. Aber auch Privatanlegende griffen angesichts der Fest- und Hochzeitssaison in Asien zu Gold. Immer wieder aufkeimende Zinssenkungsfantasien im Zusammenhang mit Konjunktursorgen sowie eine Schwäche des US-Dollar konnten dem Edelmetall zusätzlichen Auftrieb verleihen. Die Aussicht auf sinkende Zinsen sollte den Goldpreis zwar weiter unterstützen, dürfte aber zum Teil bereits eingepreist sein.

Die Preise von Basismetallen bewegten sich in den letzten Monaten recht lustlos. Grund ist u.a. die anhaltende Konjunkturschwäche in China, einem der wichtigsten Verbraucher. Hoffnungen auf baldige Zinssenkungen durch die US-Fed konnten dem Kupferpreis dagegen in den letzten Wochen neues Leben einhauchen. Die Energiewende und der Trend zur E-Mobilität werden langfristig zu einer Verknappung führen, weshalb das rote Metall zum kritischen Metall erklärt wurde. Aluminium konnte sich gut behaupten, da die Produktion durch die Trockenheit und den damit verbundenen Strommangel eingeschränkt war. Zudem haben die hohen Energiepreise das Angebot verknappt. Insgesamt sehen wir bei den Basismetallen angesichts der aktuellen konjunkturellen Unsicherheiten wenig Grund für höhere Preise. ■

## Europäische Gasspeicher gut gefüllt

## Gold zeigt seine Funktion als «sicherer Hafen», Basismetalle dagegen unter Druck

---

## IN KÜRZE

**Rohölpreis dürfte durch OPEC+-Förderkürzungen gut unterstützt werden**

**Mangellage beim europäischen Gas in diesem Winter eher unwahrscheinlich**

**Gold bleibt «sicherer Hafen». Schwacher USD und tiefere Zinsen stützen**

**Konjunkturunsicherheiten begrenzen Preispotenzial bei Industriemetallen**

# Immobilien

Die hohe Nachfrage nach Mietwohnungen führt zu weiter steigenden Angebots- und Bestandsmieten. Schweizer Immobilienfonds profitieren von einer höheren Vermietungsquote und steigenden Erträgen. Internationale REITs könnten von Zinssenkungen profitieren.

Nach einem eher enttäuschenden Oktober, in dem die Kurse von Schweizer Immobilienfonds und globalen REITs mehrheitlich nachgaben, war der November von Kursgewinnen geprägt. Der Zinsrückgang sowie die Erwartung der Marktteilnehmer, dass die Notenbanken, allen voran die US-Fed, bereits 2024 mit Leitzinssenkungen beginnen könnten, haben den zinssensitiven Anlagen Auftrieb gegeben.

## Starke Nettozuwanderung stützt Wohnnachfrage in der Schweiz

Der nach wie vor sehr dynamische Schweizer Arbeitsmarkt zieht weiterhin ausländische Arbeitskräfte an. Entsprechend hoch fällt die Nettozuwanderung aus. Nachdem bereits im Vorjahr mit 81'000 Personen eine überdurchschnittliche Nettozuwanderung zu verzeichnen war, zeichnet sich für das laufende Jahr ein noch höherer Wert ab. Basierend auf den Zahlen vom 1. Halb-

jahr 2023 könnte die Nettozuwanderung für das Gesamtjahr 100'000 Personen betragen. Damit bleibt die Zuwanderung der wichtigste Treiber der Wohnnachfrage in der Schweiz.

## Nachfrageüberhang treibt Angebotsmieten in die Höhe

Eine Folge der intakten Wohnnachfrage bei einem zunehmend knappen Angebot - die Bautätigkeit kann mit der Wohnungsnachfrage nicht Schritt halten - sind steigende Angebotsmieten. Nachdem die Angebotsmieten zwischen 2015 und 2020 seitwärts tendierten und teilweise sogar rückläufig waren, sind sie zuletzt wieder angestiegen. Vor allem im städtischen Raum, wo ein starker Nachfrageüberhang besteht, erwarten wir in den kommenden Quartalen weiter steigende Angebotsmieten.

## Hypothekarischer Referenzzinssatz steigt, Bestandsmieten folgen

Nicht nur die Angebotsmieten steigen, sondern auch die Bestandsmieten. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der hypothekarische Referenzzinssatz, die wichtigste Bestimmungsgrösse für die Mietzinsen bei bestehenden Mietverhältnissen, per Anfang Dezember erneut um einen Viertelprozentpunkt auf 1.75% angestiegen ist. Dies gibt Vermietern wiederum die Möglichkeit, die Mieten zu erhöhen. Da der hypothekarische Referenzzinssatz, der den Durchschnittszinssatz aller ausstehenden Hypotheken in der Schweiz enthält, träge reagiert, könnte er 2024 erneut steigen. Trotz des Anstiegs der

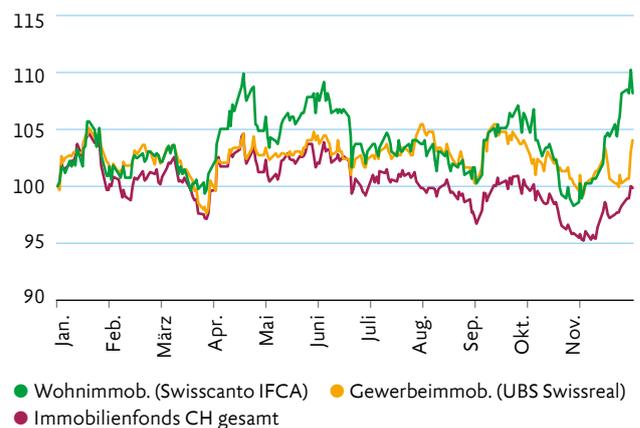
## Entwicklung internationaler REITs-Märkte 2023

Gesamtrendite in CHF, indiziert. Januar 2023 = 100



## Schweizer Immobilienfonds

Gesamtrendite in CHF, indiziert. Januar 2023 = 100



Bestandsmieten liegen diese in der Regel immer noch deutlich unter den Angebotsmieten für vergleichbare Wohnungen.

### Preisdynamik bei Wohneigentum lässt nach

Während die Mietpreise im Steigen begriffen sind, dürfte sich die Preisdynamik bei Wohneigentum allmählich etwas abschwächen. Steigende Finanzierungskosten und höhere Kaufpreise dürften die Nachfrage nach Wohneigentum dämpfen und damit die Preisdynamik abschwächen. Angesichts des begrenzten Angebots an Wohneigentum erwarten wir jedoch keine ausgeprägten, flächendeckenden Preiskorrekturen.

### Schweizer Immobilienfonds profitieren von besserer Auslastung und steigenden Erträgen

Die Aussichten für Schweizer Immobilienfonds beurteilen wir positiv. Bei den auf Wohnliegenschaften fokussierten Fonds führt die hohe Nachfrage zu sinkenden Leerständen, was zusammen mit steigenden Angebots- und Bestandsmieten zu höheren Erträgen führt. Die laufenden Erträge rücken zunehmend in den Fokus, da höhere Diskontierungssätze zu leichten Bewertungskorrekturen führen dürften. Nachverdichtungen und Sanierungen von Bestandsimmobilien können dazu beitragen, den Wert des Immobilienportfolios zu erhalten oder sogar zu steigern. Bei Geschäftliegenschaften rechnen wir nicht mit grösseren Mietzinsrückgängen, da die Schweizer Wirtschaft nicht in eine Rezession abrutscht und die Mietverträge in der Regel langfristig abgeschlossen sowie an einen Preisindex gebunden sind.

Das durchschnittliche Agio, d.h. das Verhältnis zwischen Aktienkurs und Nettoinventarwert, der Schweizer Immobilienfonds liegt unter den historischen Durchschnittswerten. Die Bewertungen erachten wir deshalb als attraktiv. Gewerbeimmobilienfonds werden sogar mit einem Abschlag gehandelt. Die Ausschüttungsrendite von Schweizer Immobilienfonds von im Schnitt 2.5% erachten wir ebenfalls als interessant. Wir bevorzugen gemischte Immobilienfonds, die sowohl in Wohn- als auch in Gewerbeimmobilien investiert sind.

### Globale REITs - Chancen und Risiken halten sich die Waage

Internationale Immobilienaktien (REITs) profitierten im November von Hoffnungen auf sinkende Leitzinsen und



**Tom Eyer**  
Analyst Immobilienanlagen

konnten die Verluste vom Oktober grösstenteils wieder wettmachen. Insbesondere REITs aus der Eurozone konnten sich stark erholen und weisen mittlerweile eine positive Jahresperformance von fast 10% auf. Historisch betrachtet haben REITs positiv auf Zinssenkungen reagiert, sofern die Wirtschaft nicht in eine Rezession geriet. Wir halten die Chancen und Risiken für globale REITs derzeit für ausgewogen. In einem Portfolio bieten Immobilienaktien gute Diversifikationsmöglichkeiten. Zudem ist die Dividendenrendite mit 3.4% attraktiv. Wir bevorzugen ein Engagement in globalen, breit diversifizierten REITs. ■

---

## IN KÜRZE

**Schweizer Wohnimmobilienfonds profitieren von steigenden Mieten**

**Gewerbeimmobilienfonds sind im historischen Kontext günstig bewertet**

**Gemischten Schweizer Immobilienfonds den Vorzug geben**

**Chancen und Risiken internationaler Immobilienanlagen in etwa ausgeglichen**

# MARKTÜBERBLICK

Das Jahr 2023 war per Anfang Dezember weitgehend erfreulich für die globalen Finanzmärkte und aus Sicht der Referenzwährung Schweizer Franken. Globale Aktien legten rund 15% zu, wobei US-Technologiewerte mit Gewinnen von mehr als 30% klar hervorstachen. Schweizer Aktien stiegen mit mehr als 6% weniger als der Durchschnitt. Damit bewegte sich ihre Rendite in der

Grössenordnung des Schweizer Anleihemarktes. Dieser konnte die meisten seiner globalen Pendanten schlagen. Das Gleiche gilt für den Schweizer Franken, der gegenüber US-Dollar, Euro und vielen anderen Währungen aufwertete. Schwach zeigten sich zum Jahresende dagegen Immobilienanlagen sowie Rohstoffe (v.a. Industriemetalle und Rohöl). Lediglich der Goldpreis legte zu.

## Performance ausgewählter Finanzmarktindizes

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

	Performance-Rückblick							Unsere Erwartung in 6-9 Monaten
	08.12.23	2023	2022	2021	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	
<b>Geldmarkt</b>								
Geldmarkt CHF 3 Mt.	116	0.6	-0.3	-0.5	0.6	-1.1	-2.9	→
<b>Staatsanleihen</b>								
Schweiz (CHF)	178	11.4	-17.0	-4.2	4.3	-4.5	7.1	→
Eurozone (EUR)	213	4.2	-19.2	-3.8	-1.8	-11.5	4.1	→
Grossbritannien (GBP)	224	-0.6	-25.1	-5.3	-5.0	-17.8	6.9	→
USA (USD)	2'222	1.5	-12.5	-2.3	-0.4	1.4	10.2	↗
USA inflationsgeschützt (USD)	335	1.8	-11.8	6.0	-0.4	14.3	24.2	↗
China (CNY)	223	3.7	3.4	5.5	4.0	23.3	62.6	→
<b>Unternehmensanleihen</b>								
Denominiert in CHF	181	5.2	-7.5	-0.5	3.2	0.1	6.5	→
Global (USD)	263	5.8	-16.7	-2.9	3.6	6.0	15.5	↗
<b>EM-Anleihen</b>								
Hartwährung (USD)	404	6.2	-16.6	-2.6	5.5	4.3	24.6	↗
Lokalwährung (USD)	142	4.0	-8.4	-1.6	5.0	9.0	11.0	↗
<b>Aktienindizes</b>								
Schweiz SMI	11'072	6.5	-14.3	23.7	3.8	47.9	88.7	→
Schweiz SPI	14'469	5.3	-16.5	23.4	3.2	41.6	88.4	→
USA (USD)	4'604	21.8	-18.1	28.7	18.1	90.5	208.0	→
UK (GBP)	7'554	5.3	4.7	18.4	5.1	34.7	68.9	→
Eurozone (EUR)	472	19.0	-11.7	23.4	16.0	62.5	111.6	→
Japan (JPY)	2'324	25.8	-2.5	12.7	22.8	62.1	135.7	→
China, Schanghai (CNY)	3'399	-10.1	-19.8	-3.5	-11.9	19.0	71.9	→
Welt (USD)	3'047	19.5	-17.7	22.3	16.6	72.7	138.4	→
Schwellenländer (USD)	975	4.8	-19.7	-2.2	3.7	14.6	28.5	→
<b>Immobilien</b>								
Schweizer Immobilienfonds	175	0.9	-15.2	7.3	5.3	23.3	61.0	↗
REITs Global (USD)	128	3.6	-24.5	27.1	1.6	5.2	45.4	→
<b>Rohstoffe</b>								
Breiter Rohstoffindex (USD)	1'730	-2.7	17.4	34.9	0.2	63.6	21.1	→
Gold (USD)	2'004	10.4	-0.4	-4.0	12.1	60.9	62.2	→
Öl (Brent) (USD)	74	-12.7	8.3	51.1	-2.8	17.8	-33.5	↗
<b>Devisen</b>								
EUR/CHF	0.947	-4.1	-4.7	-4.2	-4.1	-16.2	-22.6	→
USD/CHF	0.880	-4.9	1.3	3.1	-6.1	-11.2	-1.4	↘
EUR/USD	1.077	0.9	-6.2	-7.1	2.1	-5.5	-21.3	↗
GBP/USD	1.254	4.3	-11.2	-0.9	2.7	-1.7	-23.3	→
USD/JPY	144.510	9.5	14.6	11.5	5.9	28.2	40.7	↘
USD/CNY	7.160	3.8	8.7	-2.9	2.8	4.2	17.7	→

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

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

# MAKROPROGNOSEN

Die globale Wirtschaft wuchs 2023 trotz vielfältiger geopolitischer und wirtschaftlicher Herausforderungen positiv. Für 2024 und 2025 erwarten wir zwar ein moderates Wachstum. Jedoch sollte es auf einer breiteren Basis stehen. Den Konsum der privaten Haushalte sehen wir dabei als wichtige Wachstumsstütze. Er profitiert u.a. von steigenden Realeinkommen. Doch auch die Un-

ternehmensinvestitionen sollten zulegen. Nach wie vor dürften dabei Investitionen in alternative Energieträger, in die Automatisierung von Produktionsabläufen und in die Digitalisierung im Fokus stehen. Gleichzeitig rechnen wir damit, dass die Teuerung weiter abnimmt. Das eröffnet den Zentralbanken die Möglichkeit, im Verlauf von 2024 ihre Zinsen zu senken.

## Konjunktur- und Zinsprognosen

	BIP (% ggü. Vorjahr)			Inflation (% ggü. Vorjahr)			Leitzins (%)		Rendite 10 J. (%)	
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	08.12.23	in 6-9 Mt.	08.12.23	in 6-9 Mt.
Schweiz	0.8	1.5	1.8	2.1	1.2	1.0	1.75	1.50	0.79	0.80
Eurozone	0.6	1.1	1.8	5.6	2.6	2.1	4.00	3.75	2.27	2.10
Grossbritannien	0.6	0.4	1.4	7.4	3.1	1.4	5.25	5.00	4.04	3.80
USA	2.4	1.6	1.8	4.2	2.7	2.2	5.25-5.50	5.00-5.25	4.23	4.00
Japan	1.7	0.7	0.8	3.1	1.8	0.5	-0.10	0.00	0.77	1.00
China	5.1	4.4	4.0	0.4	1.5	2.4	-	-	-	-
Brasilien	3.0	0.2	2.3	4.6	3.9	3.7	-	-	-	-
Russland	2.5	2.3	0.7	5.8	6.1	4.9	-	-	-	-
Indien	6.7	5.7	7.1	5.8	4.8	4.5	-	-	-	-
Welt	2.9	2.3	2.6	-	-	-	-	-	-	-

## ÜBERBLICK WELTWIRTSCHAFT

### Wachstumsprognosen für das Gesamtjahr 2024

BIP-Wachstum 2024  $\geq 4.0\%$

● **Sehr hohes Wachstum**

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

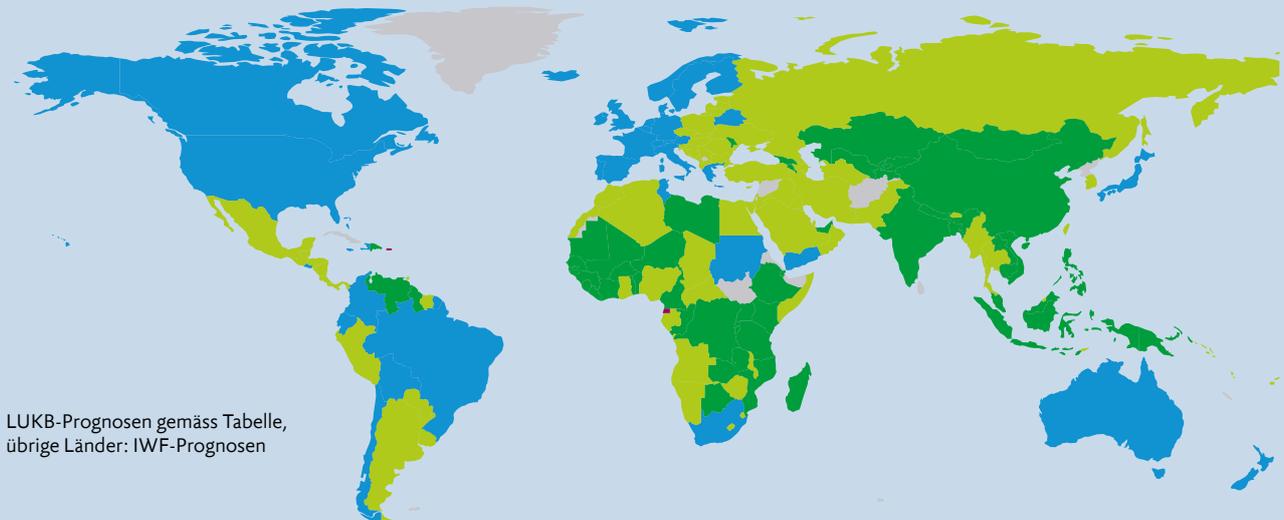
● **Moderates Wachstum**

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

● **Schwaches Wachstum**

BIP-Wachstum 2024  $< 0\%$

● **Rezession**



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

**Luzerner Kantonalbank AG**

Pilatusstrasse 12

6003 Luzern

Telefon +41 (0) 844 822 811

info@lukb.ch

lukb.ch

**Disclaimer**

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