

Anlagepolitik



Widerstandskraft

 **Luzerner
Kantonalbank**

Q2 | 2024

Unsere Markteinschätzung

Seite 7

Fokusthema

Bankenkrise von 2023 –

Wo stehen wir ein Jahr später?

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 1. Quartal brachte eine Rückkehr der Allzeithochs, so bei Aktien in den USA, Japan oder Deutschland sowie bei den Preisen von z.B. Gold oder Bitcoin. Und das, obwohl die US-Geldpolitik noch nicht einmal gelockert wurde. Eher das Gegenteil ist der Fall, haben die Finanzmärkte doch erkannt, dass sie vermutlich noch etwas länger auf die ersten Zinssenkungen in den USA warten müssen.



Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

«Etliche Aktienindizes erreichten zuletzt neue Allzeithochs. Die Vergangenheit zeigt, dass das allein noch kein gutes Verkaufssignal ist.»

Ein Schnäppchen sind Aktien dadurch mittlerweile nicht mehr. Aber das Wachstumstempo bleibt in den USA recht dynamisch und die Unternehmen liefern gute Zahlen ab. Eine zu vorsichtige Positionierung rechtfertigt sich vor diesem Hintergrund nicht.

In diesem März jährt sich zudem die Bankenkrise vom März 2023. Sieht man vom allmählichen Aufgehen der Credit Suisse in der UBS ab, könnte man meinen, es sei gar nie etwas geschehen. Ob diese Ruhe trägt oder Bestand haben könnte, beleuchtet unser Fokustext in der aktuellen Ausgabe.

Ich wünsche Ihnen eine interessante Lektüre.

Ihr Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

INHALT

- 4 | Highlights
- 6 | Basisszenario
- 7 | Markteinschätzung
- 8 | Konjunktur und Geldpolitik
- 10 | Fokus: Bankenkrise von 2023 - Wo stehen wir ein Jahr später?
- 14 | Festverzinsliche Anlagen
- 16 | Aktienmärkte
- 18 | Rohstoffe
- 20 | Immobilien
- 22 | Marktüberblick
- 23 | Makroprognosen

HIGHLIGHTS

MAKRO- UND RISIKO-UMFELD

Unsere Indikatoren zeigen an, dass die Rahmenbedingungen für die Finanzmärkte vergleichsweise positiv ausfallen. Die Liquidität ist zwar noch niedrig, steigt aber an. Die Risikobereitschaft am Markt ist dagegen erhöht, während die Inflation sinkt und das Wachstum stabil ist.

■ 1. Quartal 2024

■ 2. Quartal 2024



LIQUIDITÄT

Der Liquiditätsindikator ist weiter angestiegen und dürfte in den kommenden Monaten von der Aussicht auf Zinssenkungen gestützt werden.



RISIKO-UMFELD

Die anhaltende Rally insbesondere an den Aktienmärkten zeigt eine zunehmende Risikobereitschaft an den Finanzmärkten, die vorerst noch stützen dürfte.



WACHSTUM

Wenig Veränderung gab es beim Wachstumsindikator, der im Einklang mit unserer Erwartung eines etwas langsameren Konjunkturgangs ohne grosse Abschwächung steht.



INFLATION

Der Inflationsdruck hat weiter abgenommen, aber wie zu erwarten, ist der Rückgang verhältnismässig langsam. Das dürfte in den kommenden Monaten so bleiben.

UNSERE POSITIONIERUNG

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

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



FOKUSTHEMA

Bankenkrise von 2023 - Wo stehen wir ein Jahr später?

Die Bankenkrise vom März 2023 legte sich dank raschen staatlichen Handelns glücklicherweise sehr schnell. Das Bankensystem befindet sich derzeit in einer soliden Verfassung und sollte daher auch in der Lage sein, die Probleme bei den Gewerbeimmobilien zu bewältigen.

AKTIEN

Gute Daten von Seiten der Unternehmen und die Erwartung einer solide laufenden Konjunktur sprechen trotz erhöhter Bewertungen für Aktien, die wir insgesamt neutral gewichten. Wir bevorzugen Aktien aus der Eurozone, den USA, Japan und den Schwellenländern sowie die Sektoren Energie, Gesundheitswesen und Versorger.

ANLEIHEN

Wir erwarten eine Verflachung der Zinskurven primär über die kurzen Laufzeiten. Auch am langen Ende sehen wir Potenzial für sinkende Renditen, vor allem im US-Dollar und Euro. Die Risikoprämien von US- und Euro-Unternehmensanleihen sind wenig attraktiv. Schwellenländeranleihen in Hart- und Lokalwährung sind dagegen interessant.



ROHSTOFFE

Der Goldpreis dürfte die jüngst erreichten Höchststände u.a. dank Zinssenkungsfantasien verteidigen können. Auch der Ölpreis ist fundamental gut untermauert. Basismetalle haben vorerst noch Gegenwind.



IMMOBILIEN

Schweizer Immobilienfonds sind nach der guten Performance der letzten Monate eher fair als attraktiv bewertet. Gewerbeimmobilienfonds haben im Vergleich zu Wohnimmobilienfonds noch Aufholpotenzial. Die globalen REITs-Märkte weisen eine attraktive Dividendenrendite auf und dürften von den kommenden Zinssenkungen profitieren.

BASISSZENARIO

Die globale Wirtschaft wird dieses und nächstes Jahr weiter moderat wachsen.

Das Fundament des Wachstums wird dabei breiter. Gleichzeitig gehen wir davon aus, dass die Inflationsraten auf normalere Niveaus zurückkommen werden.

Somit ergibt sich für die Zentralbanken Spielraum, ihre Leitzinsen zu senken. Wir rechnen damit, dass sich die Notenbanken in den USA und der Eurozone Zeit lassen und die Geldpolitik erst in der zweiten Hälfte von 2024 lockern werden.

Erwartete Marktauswirkungen

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

ALTERNATIVSZENARIEN

1. Scharfe Rezession

Mögliche Auslöser: Geldpolitik bleibt zu lange 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, Euro und Schwellenländer-Vermögenswerte.

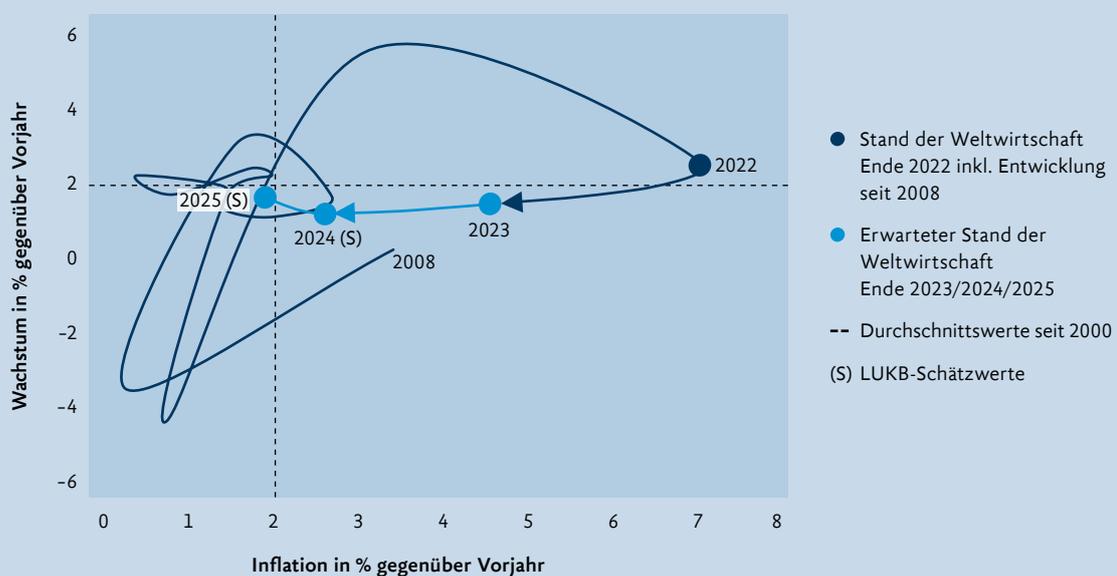
2. Globaler Aufschwung

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 Konjunkturdaten und die Unternehmensergebnisse zeigen sich weiterhin recht solide. Wir erwarten nur eine leichte Abschwächung bei rückläufiger Inflation und Leitzinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte. Aus diesem Grund ist eine zu defensive Positionierung nicht angebracht, weshalb wir zu einer neutralen Aktienquote raten

mit einem Fokus auf die USA, die Eurozone, Japan und die Schwellenländer. Anleihen sollten übergewichtet werden, vor allem in den USA und Schwellenländern. Bei den Immobilienanlagen setzen wir Schweizer Immobilienfonds etwas stärker gewichtet ein. Globale REITs, Gold sowie Rohstoffanlagen gewichten wir gemäss Strategie.

Markteinschätzungen und Positionierung per 27. März 2024

Anlageklasse		Kommentar
Liquidität		Wir reduzieren die Liquidität weiter zugunsten der Aktienquote
Festverzinsliche Anlagen		Anleihen sind durch den Renditeanstieg in einigen Märkten seit Jahresbeginn etwas interessanter bewertet. Wir empfehlen eine leicht höhere Gewichtung
CHF		Im Heimmarkt ist das Renditeniveau eher tief. Es gibt aber nur geringe Risiken eines Renditeanstiegs und Opportunitäten ausserhalb von Staatsanleihen
EUR		Die Attraktivität von EUR-Anleihen hat sich verbessert, die Renditen sind jedoch im Vergleich mit anderen Währungsräumen weniger attraktiv
GBP		GBP-Anleihen weisen interessantere Renditen auf, der Inflationsrückgang ist aber sehr schleppend und die Konjunkturerholung erhöht die Aufwärtsrisiken
USD		Anleihen in USD sollten leicht übergewichtet werden, wobei wir die Beimischung von inflationsgeschützten Anleihen empfehlen
Schwellenländer		EM-Anleihen in Hart- und Lokalwährung erachten wir als attraktiv, da die Risikoprämien im Vergleich zu Unternehmensanleihen relativ hoch sind
Aktienmärkte		Die Aktienquote erhöhen wir auf neutral, da sich die Unternehmensergebnisse sowie die Konjunktur robust halten und sich zudem Zinssenkungen abzeichnen
Schweiz		Der Heimmarkt ist relativ hoch bewertet und bei einigen Schwergewichten fehlen die Kurstreiber, weshalb wir den Markt untergewichten
Eurozone		Aktien der Eurozone gewichten wir stärker, da sich der Konjunkturausblick verbessern dürfte und die Bewertung noch vergleichsweise attraktiv ist
Grossbritannien		Beim UK-Markt fehlt die Fantasie. Trotz tiefer Aktienbewertungen sehen wir vorerst keine überzeugenden Perspektiven und belassen das Untergewicht
Nordamerika		Die Gewinnsaison im US-Markt war besser als erwartet und das Momentum im Markt ist hoch. Für uns wesentliche Gründe, ein Übergewicht beizubehalten
Pazifik		Der japanische Markt ist fair bewertet, dürfte aber weiterhin vom günstigen Yen und der Aussicht einer globalen Erholung unterstützt werden
Schwellenländer		Bei den Schwellenländern ist vor allem das Schwergewicht China interessant: Der Markt ist tief bewertet und in vielen Portfolios niedrig gewichtet
Realwerte		
Immobilienfonds Schweiz		Immobilienfonds sind nicht mehr ganz so günstig bewertet, aber für uns dennoch eine attraktive Alternative zu Aktien und Anleihen in Schweizer Franken
Immobilien global (REITs)		Im Gegensatz zu Aktien liegen die REITs-Märkte seit Jahresbeginn im Minus. Die Bewertungen sind jedoch günstig und Zinssenkungen dürften stützen
Gold		Gold hat neue Allzeithochs erreicht und dürfte sich dank Zinssenkungsfantasien und Zentralbankkäufen auf den neuen Preisniveaus etablieren
Rohstoffe (ohne Agrar)		Rohstoffe (ohne Agrar) sollten im Portfolio neutral gewichtet werden, momentan fehlen noch die grossen positiven Treiber von der Konjunkturseite
Fremdwährungen vs. Franken		Wir halten einen leicht höheren Anteil von Fremdwährungen, was vor allem Folge der übergewichteten Positionen in ausländischen Aktien und Anleihen ist

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

Konjunktur und Geldpolitik

Die globale Wirtschaft wächst moderat. Der private Konsum bleibt wichtiger Wachstumsträger. Die Inflation stabilisiert sich auf niedrigerem Niveau. Die Notenbanken senken die Zinsen.

Die globale Wirtschaft wuchs 2023 inflationsbereinigt (real) um 3.0% gegenüber dem Vorjahr, nach 3.5% im Jahr 2022. Jedoch gab es eine Reihe von Bremsfaktoren, die die Konjunktur durchaus stärker hätten in Mitleidenschaft ziehen können. So hatten viele Zentralbanken im Kampf gegen zu hohe Inflationsraten ihre Leitzinsen noch bis Mitte 2023 angehoben. Der Zinsanstieg beeinträchtigte vor allem zinsensitive Sektoren wie die Baubranche. Gleichzeitig bauten Händler und Hersteller weltweit ihre Lagerbestände ab. Darunter litt die Industrie.

Wachstumsbasis gewinnt an Breite

Als Fels in der Brandung erwies sich 2023 der private Konsum. Dieser profitierte von einer positiven Beschäftigungs- und Einkommensentwicklung. Wir gehen auch für dieses Jahr davon aus, dass die Konsumnachfrage in vielen Ländern eine wichtige Wachstumssäule bleibt. Eine Voraussetzung hierfür ist, dass sich die Arbeitsmärkte weiter solide entwickeln. Gleichzeitig profitieren private Haushalte und Unternehmen davon, dass die Inflationsraten zurückkommen. Damit verbessert sich die reale Kaufkraft, was die Konsumausgaben

der privaten Haushalte und die Unternehmensinvestitionen stützt. Wir erwarten auch, dass sich die globale Nachfrage im Jahresverlauf erholen wird. Somit gehen wir davon aus, dass das Wirtschaftswachstum dieses und nächstes Jahr auf einem breiteren Fundament stehen wird. Hierbei erwarten wir, dass sich das moderate Wachstum fortsetzt, und prognostizieren Zuwachsraten von 2.7% für dieses und nächstes Jahr.

Zinssenkungen in Sichtweite

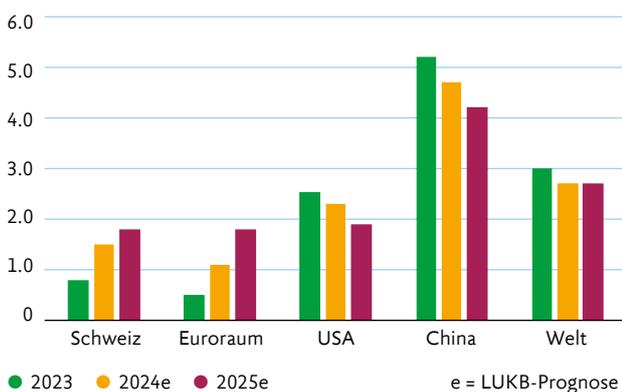
Die Inflationsraten sind zuletzt weiter gesunken und die Wirtschaftsdynamik hat sich verlangsamt. In der Schweiz hat die Nationalbank (SNB) darauf bereits mit einer Zinssenkung reagiert, während die Notenbanken im Euroraum und den USA ihre Leitzinsen konstant hielten. Dass die US-Notenbank Fed und die Europäische Zentralbank EZB ihre Leitzinsen nun ebenfalls rasch senken werden, halten wir für unwahrscheinlich. Die Gefahr von Zweitrundeneffekten wie einer Lohn-Preis-Spirale sind in den USA und im Euroraum noch latent. EZB und Fed dürften sich noch Zeit lassen. Daher rechnen wir mit Zinssenkungen erst für die zweite Jahreshälfte. Für die SNB liegt der Fall anders. Die Inflationsrate befindet sich schon seit Mitte 2023 deutlich unter 2% und auch für die nächsten Monate sind die Inflationsaussichten positiv. Nach der jüngsten Zinssenkung dürften im Jahresverlauf weitere folgen.

USA wachsen solide

Die US-Wirtschaft entwickelte sich bis zuletzt solide. Davon zeugt u.a. der Arbeitsmarkt. Beschäftigung und Löhne nehmen weiter zu. Das sind gute Nachrichten

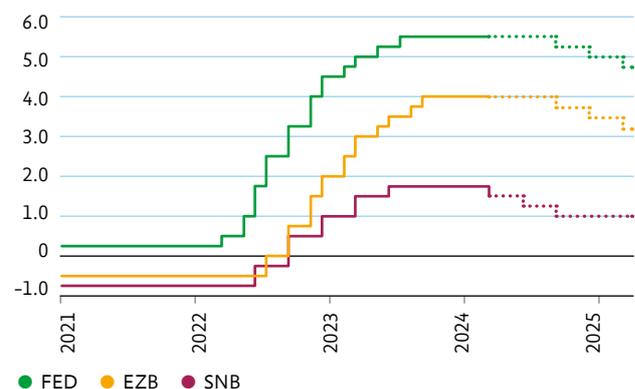
Wirtschaftswachstum

Bruttoinlandprodukt in % gegenüber Vorjahr, preisbereinigt



Leitzinsen

in %, gepunktete Linie = LUKB-Prognose



für den privaten Konsum. Dieser profitiert zusätzlich davon, dass die rückläufige Inflation die reale Kaufkraft stärkt. Wir erwarten, dass die Inflation 2024 im Mittel auf 2.7% sinkt. Daher sehen wir für die Notenbank Fed Spielraum, ihren Leitzins zu senken. Angesichts der robusten Konjunktorentwicklung wird sie sich jedoch Zeit lassen. So erwarten wir, dass die Wirtschaft dieses Jahr real um 2.3% zum Vorjahr wachsen wird. Wir rechnen darum erst ab der zweiten Jahreshälfte mit Zinssenkungen. Auf Sicht von 12 Monaten erwarten wir, dass der Leitzins auf 4.75% gesenkt wird.

Euroraum sollte an Fahrt gewinnen

Die Wirtschaft im Euroraum kam letztes Jahr kaum vom Fleck. Immerhin reichte es für ein leichtes Wachstum von 0.5% gegenüber 2022. Positive Impulse für die Wirtschaft erwarten wir u.a. vom privaten Konsum, der ähnlich wie in den USA von einer günstigen Beschäftigungs- und Einkommensentwicklung gestützt wird. Die Nettoexporte dürften von einer allmählichen Erholung der globalen Nachfrage profitieren und positiv zum Wirtschaftswachstum beitragen. Dagegen dürfte sich die Dynamik bei den Ausrüstungsinvestitionen etwas verlangsamen. Gleichzeitig erwarten wir, dass die Inflationsrate weiter fällt. Zuletzt lag sie bei 2.6% und damit in Nähe der von der Europäischen Zentralbank (EZB) anvisierten Zielmarke von 2%. Vorausgesetzt, die Teuerung stabilisiert sich nachhaltig um 2%, dürfte die EZB ihre Leitzinsen in den nächsten 12 Monaten um insgesamt 75 Basispunkte senken.

Schweiz erholt sich 2024

Die Wirtschaft der Schweiz profitierte auch zu Beginn des neuen Jahres von einer positiven Konsumnachfrage. So nahmen die realen Einzelhandelsumsätze im Januar um 0.7% gegenüber dem Vormonat zu. Wir gehen auch hier davon aus, dass der Konsum der privaten Haushalte dieses Jahr ein wichtiger Träger des Wirtschaftswachstums bleibt. Gleichzeitig erwarten wir positive Impulse von den Ausrüstungsinvestitionen. Diese dürften u.a. von günstigeren Finanzierungsbedingungen profitieren. Zumal wir erwarten, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren Leitzins weiter senken wird. Hierbei rechnen wir damit, dass sich die Inflationsrate bis 2025 auf dem Niveau von rund 1% stabilisieren wird.



Brian Mandt
Chefökonom

China wächst strukturell bedingt langsamer

Für dieses Jahr hat sich die Führung des Landes ein Wachstumsziel von rund 5% gesetzt. Wir erwarten, dass die Marke unterschritten wird, und rechnen mit einem Wirtschaftswachstum von real 4.7%. Als Bremschuh sollte sich dabei u.a. der noch anhaltende Abschwung am Immobilienmarkt erweisen. Dieser reduziert das Nettovermögen der privaten Haushalte. Das dämpft die Konsumlaune. Diese ist ohnehin schon getrübt, da die Arbeitslosenquote noch hoch ist. Daher erwarten wir keine grossen positiven Impulse seitens des privaten Konsums. Dagegen gehen wir davon aus, dass die Exportwirtschaft und die Industrie von einer allmählichen Erholung der globalen Nachfrage profitieren sollten. Für die kommenden Jahre erwarten wir, dass die Wirtschaft im Reich der Mitte strukturell bedingt noch weiter an Tempo einbüßen wird. Grund hierfür ist u.a. die ungünstige demografische Entwicklung. ■

IN KÜRZE

Globales Wirtschaftswachstum bleibt moderat

Fundament des Wachstums wird breiter

Inflationsraten stabilisieren sich auf niedrigeren Niveaus

SNB vor weiteren Zinssenkungen, EZB und Fed folgen ab Jahresmitte

Bankenkrise von 2023 - Wo stehen wir ein Jahr später?



Die Bankenkrise vom März 2023 legte sich überraschend schnell. Das Bankensystem ist in einer soliden Verfassung und sollte daher auch die Probleme bei den Gewerbeimmobilien bewältigen können.

Daniel Bosshard Aktienanalyst Immobilien & Banken

Am Anfang stand die Silicon Valley Bank

Die Pleite der Silicon Valley Bank (SVB) löste Anfang März 2023 speziell bei regionalen US-Banken eine Vertrauenskrise aus. Verunsicherte Kundinnen und Kunden zogen Gelder ab, was die Banken zwang, sich Liquidität zu beschaffen. Dies erfolgte primär über den Verkauf von Wertschriften, vor allem Obligationen. Allerdings hatte der Renditeanstieg 2022/23 in den Büchern der US-Banken zu Buchverlusten bei Obligationen von USD 600 Mrd. geführt. Solange diese Obligationen nicht verkauft werden mussten, blieben es Buchverluste. Da einige Banken jedoch zum Verkauf gezwungen waren, wurden aus Buchverlusten nun realisierte Verluste. Dies zehrte das Eigenkapital bei zahlreichen kleineren Banken auf, führte zur Überschuldung und letztlich zur Liquidation. Die Kundinnen und

Kunden suchten Schutz bei den Grossbanken, was den Exodus von Kundengeldern bei den kleinen Instituten weiter verschärfte. Die Krise nahm an Fahrt auf.

US-Notenbank unterband Vertrauenskrise

Speziell um diesen Teufelskreis zu unterbinden, setzte die US-Notenbank Fed ein neues Kreditprogramm auf und spielte auf Zeit: Banken konnten sich die nötige Liquidität bei der Fed holen und mussten ihre Anleihen nicht mehr mit Verlusten verkaufen. Unter anderem dank dieser Massnahmen beruhigten sich die Märkte schnell. Dennoch mussten im Zuge der Bankenkrise vom März 2023 einige kleinere US-Institute schliessen bzw. wurden von grösseren Konkurrenten wie der US-Grossbank JPMorgan übernommen.

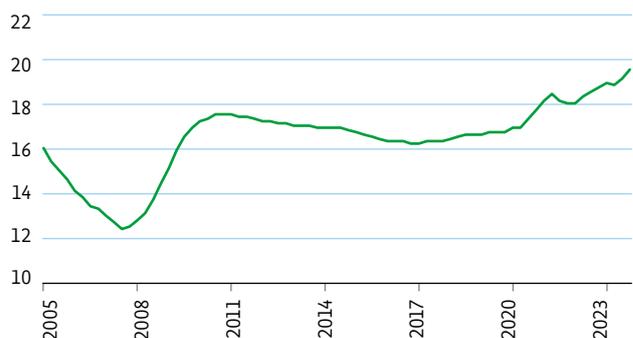
Kurse von Grossbanken vs. Regionalbanken USA

indiziert, März 2023 = 100, in USD



Leerstand von Büros in US-Metropolen

in %



Das Ende der Credit Suisse

Der Vertrauensverlust in die Banken war auch in Europa deutlich spürbar. Das europäische Bankensystem zeigte sich jedoch wesentlich widerstandsfähiger. Denn seit der Finanzkrise 2008/09 sind die europäischen Banken viel besser kapitalisiert und werden auch sehr streng überwacht. Trotzdem geriet die Credit Suisse spätestens seit März 2021 in eine zunehmende Schiefelage: eine falsche Strategie, grobe Managementfehler, fragwürdige Anreizsysteme und mangelnde Kontrolle führten zu Milliardenverlusten im Zusammenhang mit Greensill und Archegos. Bereits im Herbst 2022 nahm der Abfluss von Kundengeldern besorgniserregende Ausmasse an und zeugte von einem Vertrauensverlust in die Credit Suisse. Die Bankenkrise vom März 2023 führte zu einem weiteren Schub von Abflüssen, den die Bank allein nicht mehr stemmen konnte. Ende März schliesslich übernahm die UBS die Credit Suisse für umgerechnet CHF 3 Mrd. - aus heutiger Sicht zu einem Schnäppchenpreis.

Sorgenkind Gewerbeimmobilien

Ein Problem, das trotz der schnellen Beruhigung der US-Bankenkrise unterschwellig bestehen blieb, sind die Exponierungen gegenüber Gewerbeimmobilien. Diese wurden und werden in den USA vor allem durch Regionalbanken finanziert. Die effektiven Risiken in den Büchern der US-Regionalbanken sind nach wie vor eine «Blackbox».

Lange Zeit galt der Markt für Gewerbeimmobilien in den USA als sicherer Hafen. Durch den Trend zum Homeoffice seit der Pandemie stehen inzwischen viele Büros leer. Damit fehlt vielen Restaurants, Take-aways, Coiffeursalons etc. die Laufkundschaft. Wenn solche Kleinunternehmen als Folge ihr Geschäft einstellen und als Mieter verschwinden und gleichzeitig Nachmieter Mangelware sind, führt das natürlich zu steigenden Leerständen. Leerstand und Vermietbarkeit haben aber direkten Einfluss auf den Wert der Immobilien - welcher in der Folge häufig stark gesunken ist.

Die Krise bei den Gewerbeimmobilien bietet immer wieder Stoff für medienwirksame Schlagzeilen. So

wurde in Los Angeles im Dezember ein Büroturm mit einem Abschlag von 45% verkauft. In San Francisco gab es im vierten Quartal einen Leerstand bei Gewerbeimmobilien von 37%. Und in Chicagos Geschäftsviertel gibt es Gebäude, die nur zu 17% belegt sind. Auch wenn dies besorgniserregend klingt, muss bedacht werden, dass US-Büroimmobilien nur rund 15% des sonst soliden kommerziellen US-Markts ausmachen. Zudem gibt es auch in den USA bei den Qualitätsliegenschaften kaum Leerstand. Jede Krise findet darüber hinaus ihre Profiteure. So versuchen Investoren, an günstige Objekte zu kommen, und setzen darauf, dass die Nachfrage mittelfristig wieder anzieht.

«Die Probleme bei US-Gewerbeimmobilien sind vor allem bei regionalen Banken ein wichtiges Thema.»

Regionalbanken als grosse Kreditgeber

Die meisten Kredite für Gewerbeimmobilien werden von Regionalbanken vergeben, grosse Banken sind weniger betroffen. So stehen 70% der bis 2025 fällig werdenden gewerblichen Kredite in den Bilanzen von regionalen Instituten, wie aus einer Studie der US-Grossbank

Morgan Stanley hervorgeht. Laut Goldman Sachs werden in diesem Jahr USD 520 Mrd. an Hypotheken fällig, bis Ende 2025 sind es USD 1'200 Mrd. Dies bei einem gesamten Hypothekenvolumen von USD 20'000 Mrd.

Solche Kredite werden üblicherweise für 5 oder 10 Jahre abgeschlossen, das heisst, was jetzt fällig wird, muss zu wesentlich höheren Konditionen refinanziert werden.

Laut jüngsten Studien befindet sich fast die Hälfte der Hypotheken für amerikanische Gewerbeimmobilien bei den Banken «unter Wasser»: Der Wert der Immobilien liegt also unter dem Wert der noch ausstehenden Kredite. Daher beobachtet man, dass viele Banken versuchen, die Kredite zu verlängern, um das Problem in die Zukunft zu schieben in der Hoffnung, dass die Preise wieder steigen.

Umnutzung der Büros ist schwierig

Das Problem mit leerstehenden Büroimmobilien lässt sich leider nicht einfach durch eine Umnutzung lösen. So haben Büroimmobilien teilweise grosse Flächen,



Durch die dauerhafte Etablierung des Homeoffice stehen inzwischen viele Büros leer, mit wenig Aussicht auf Besserung.

die man abtrennen müsste. Oft handelt es sich auch um fensterlose Handelsräume. Ferner müssen in der Regel Stromversorgung und Lüftung umgebaut werden. Dazu kommen zusätzliche sanitäre Einrichtungen mit allen dazugehörigen Leitungen. Umnutzungsprojekte sind entsprechend umfangreich und kostenintensiv. Sie rechnen sich auch nur dann, wenn die erzielbaren Mieteinnahmen die Kosten rechtfertigen. Es überrascht daher nicht, dass Banken diesbezüglich vorsichtig sind und lieber darauf setzen, dass sich die Situation von allein wieder verbessert. Das Überangebot an Gewerbeimmobilien dürfte den Markt daher noch eine ganze Weile unter Druck halten.

US-Notenbank hält Probleme für überschaubar

Auch wenn es Probleme in Teilssegmenten des Marktes für kommerzielle Liegenschaften in den USA gibt, geht Jerome Powell, Chef der US-Notenbank, nicht davon aus, dass sich diese zu einer schweren Krise auswachsen werden. Wahrscheinlicher dürfte es «ein Problem sein, das uns über Jahre beschäftigen wird», wie er in einem Interview betonte. Auch wenn es Verluste geben werde, wie Powell meinte, halte er die Lage für «überschaubar». Ähnlich hatte sich zuvor auch US-Finanzministerin Janet Yellen geäußert.

Trotz dieser eher positiven Einschätzung ist nicht auszuschliessen, dass einzelne US-Regionalbanken die Krise nicht überleben werden. Die grossen Banken sind dagegen sehr solide finanziert und werden sehr streng durch die Aufsichtsbehörden überwacht. In den letzten Monaten haben die Banken zwar etwas mehr zurückgelegt für ausfallgefährdete Kredite. Das Ausmass ist aber weit weg von einem Krisenszenario. Eine Ausweitung der Probleme auf das gesamte Finanzsystem ist nach heutigem Kenntnisstand eher unwahrscheinlich.

Die Lage in Europa

Auch in Europa steht der Immobiliensektor immer wieder im Fokus der Medienberichterstattung. Denn auch hier hat der Zinsanstieg der vergangenen Jahre die Finanzierungssituation verschärft. Zudem hält die Signa-Pleite mit ihren zahlreichen Tochterfirmen und vielfältigen Verflechtungen das Thema in den Nachrichten. Die Europäische Zentralbank geht in ihrem

jüngsten Finanzstabilitätsbericht dennoch davon aus, dass vom Gewerbeimmobiliensektor der Eurozone keine systemische Krise ausgelöst werden kann. Ein Grund ist, dass in Europa nur 10% aller Kredite auf Gewerbeimmobilien entfallen, im Vergleich zu 30% bei Wohnimmobilien.

Bei Gewerbeimmobilien gibt es ähnlich wie in den USA nach wie vor Überkapazitäten, wenn auch nicht so ausgeprägt wie in den USA. So bestätigt die deutsche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) die schwierige Lage bei den Gewerbeimmobilien. Sie sieht aber vor allem Auswirkungen auf der Ertragsseite der

Banken durch eine höhere Risikoversorge. José Manuel Campa, Leiter der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA), geht zwar von einer langanhaltenden Belastung der Banken durch den Preisverfall bei Gewerbeimmobilien aus. Das Bankensystem als Ganzes sieht er jedoch nicht in Gefahr. Insgesamt gilt damit auch für die Eurozone, dass die Probleme im Bereich der Gewerbeimmobilien mit hoher Wahrscheinlichkeit keine systemischen Ausmassen annehmen dürften.

«Eine Ausweitung der Probleme auf das gesamte Finanzsystem ist nach heutigem Kenntnisstand eher unwahrscheinlich.»

Bankenkrise 2023 - ein Schockmoment, aber keine Ankündigung einer neuen globalen Finanzkrise

Rückblickend erscheint die Bankenkrise von vor einem Jahr als ein heftiges, aber glücklicherweise kurzes Beben. Die Schweiz war durch den Untergang der Grossbank Credit Suisse direkt mitbetroffen. Die schnelle Übernahme durch die UBS verhinderte jedoch Schlimmeres. Auch in den USA wurde durch das schnelle Eingreifen der US-Notenbank und die Unterstützung der US-Grossbanken ein Flächenbrand verhindert.

Auf dem Gewerbeimmobilienmarkt beidseits des Atlantiks herrscht ein rauer Wind und kurzfristig wenig Aussicht auf eine schnelle Verbesserung. Dass sich dies aber zu einer Banken- bzw. Systemkrise in den USA oder Europa auswachsen kann, erscheint aus heutiger Sicht wenig wahrscheinlich. ■

Festverzinsliche Anlagen



Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

Anleiherenditen korrigieren Übertreibungen

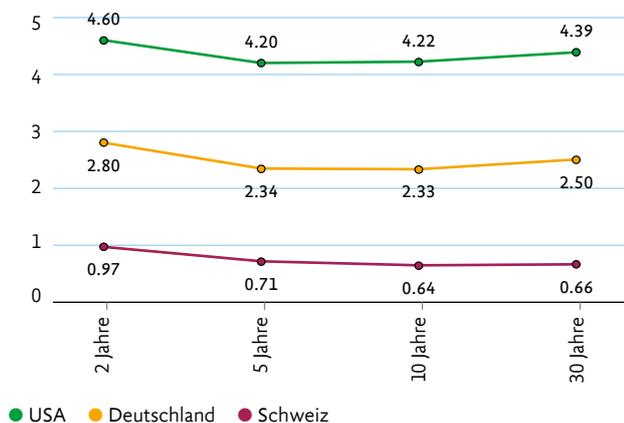
Der Renditeanstieg seit Jahresbeginn in EUR und USD hat zu einer interessanteren Bewertung geführt. CHF-Anleihen dürften dieses Jahr nur leicht positiv rentieren. Anleihen der Schwellenländer erscheinen attraktiv.

Die Anleihemärkte durchliefen in den letzten zwei Monaten des Jahres 2023 eine ausgeprägte Rally. Zu den Gründen zählten Hoffnungen, dass es im Jahr 2024 relativ frühzeitig zu grösseren Zinssenkungen durch die wichtigsten Notenbanken kommen könnte. Allerdings schossen die Märkte dabei deutlich über das hinaus, was realistischerweise zu erwarten war. Es überrascht daher nicht, dass die Renditen von Staatsanleihen mit Laufzeit von 10 Jahren in den USA und der Eurozone seit Jahresbeginn wieder angezogen haben. Lediglich in der Schweiz sind die Renditen hier tiefer. Der Grund ist, dass die Schweizer Inflation seit mehreren Quartalen im Zielband liegt und zuletzt weiter rückläufig war. Zudem hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Leitzinsen bereits gesenkt und dürfte noch weitere Senkungen folgen lassen.

Bei den Risikoprämien von Unternehmensanleihen aus den USA und der Eurozone setzte sich die Rally fort. Dabei holten insbesondere EUR-Anleihen auf, lagen die Risikoprämien hier doch im Dezember noch deutlich höher als im US-Dollar. Schwellenländeranleihen in Hartwährung profitierten in Franken gerechnet vor allem von der Aufwertung des US-Dollar seit Jahresbeginn. In USD gerechnet sind sie ähnlich wie US-Staatsanleihen dagegen leicht im Minus. Lokalwährungsanleihen der Schwellenländer profitierten dagegen sowohl von rückläufigen Risikoprämien als auch einer Währungsaufwertung.

Staatsanleiherenditen nach Restlaufzeit

in %, Daten per 22. März 2024



Risikoprämien von Unternehmensanleihen

Rating: BBB, Renditeaufschlag ggü. Staatsanleihen in Basispunkten



Für die kommenden Monate gehen wir bei Schweizer Staatsanleihen von einer weiteren leichten Verflachung der Zinskurve vom kurzen Ende her aus. Denn sollten sich weitere SNB-Zinssenkungen abzeichnen, dürfte vor allem der Bereich um 2 Jahre reagieren. In längeren Laufzeitenbereichen ist die Zinskurve ohnehin bereits weitgehend flach. Das Potenzial für tiefere Renditen am längeren Ende sehen wir nur dann, wenn die Inflationszahlen deutlich tiefer als unsere Prognosen ausfallen und für die SNB damit wieder Deflationsrisiken überhandnehmen sollten. Die Renditeaussichten Schweizer Staatsanleihen in diesem Jahr sind nach dem starken Jahr 2023 unverändert niedrig.

Im Euro und US-Dollar sehen die Perspektiven aufgrund der höheren Renditeniveaus prinzipiell besser aus, zumindest in Lokalwährung betrachtet. In beiden Währungsräumen ist nach dem jüngsten Renditeanstieg gerade das kurze Ende wieder deutlich realistischer bewertet. Die Inversion der Zinskurve ist im US-Dollar kaum verändert bei ca. 0.4 Prozentpunkten, hat dagegen im EUR aber zugenommen. In den kommenden Monaten gehen wir für beide Währungsräume eher von einer Verflachung aus aufgrund stärker sinkender Renditen am kurzen als am langen Ende. Entscheidend bleibt die weitere Entwicklung der Inflation. Sollte sich deren Rückgang länger als erwartet hinziehen, ist auch eine Verflachung über das lange Ende denkbar. Wirklich negative Inflationsüberraschungen erwarten wir allerdings nicht. In einer relativen Betrachtung geben wir US-Anleihen den Vorzug gegenüber EUR-Staatsanleihen.

Hinsichtlich der Unternehmensanleihen hat sich an unserer Einschätzung wenig geändert. In der Schweiz sollten sie aufgrund der tiefen Renditen von Staatsanleihen weiterhin bevorzugt werden. Im US-Dollar hingegen erachten wir die tiefen Niveaus der Risikoprämien als wenig attraktiv. Und durch den Rückgang der Prämien hat auch die Attraktivität im EUR nachgelassen. In beiden Märkten sollte daher Staatsanleihen der Vorrang gegeben werden.

Breit diversifizierte Engagements in den Schwellenländermärkten sind aus diesem Grund für uns unverändert eine attraktivere Alternative - sowohl in Lokal- als auch Hartwährungsanleihen. Denn bei Lokalwährungsanleihen befinden sich die Renditen zumeist auf attraktiven Niveaus, während von Seiten der Lokalwährungen Aufwertungspotenzial besteht. Bei Hartwährungsanleihen befinden sich die Risikoprämien gegenüber US-Staatsanleihen zudem auf interessanten Niveaus. ■

Aussicht auf Verflachung der Zinskurven

Teure Unternehmensanleihen, Schwellenländer attraktiver

IN KÜRZE

Kürzere Laufzeiten immer noch attraktiver als längere

CHF-Staatsanleihen teuer, daher andere hochwertige Anleihen vorziehen

Im USD und EUR dagegen Staatsanleihen leicht attraktiver als Unternehmensanleihen

Schwellenländeranleihen überwogen aufgrund attraktiver Renditeniveaus

Aktienmärkte

Die globalen Aktienmärkte blicken auf einen schwungvollen Start ins laufende Jahr zurück. Die US-Mega-Caps bilden einen wichtigen Treiber der Performance. Schweizer Aktien hinken den anderen relevanten Märkten hinterher.

Die globalen Aktienmärkte weisen nach wie vor einen positiven Trend auf. Zwar wurden die Erwartungen der Investoren in den USA von raschen Zinssenkungen nicht erfüllt, die robuste Konjunkturerwicklung und die gute Berichtssaison wirkten aber stützend.

Der **Schweizer Aktienindex** SPI hat seit Anfang 2024 rund 5.1% zugelegt. Die Schwergewichte Nestlé und Roche lasten auf der Performance, weshalb der heimische Aktienmarkt den anderen relevanten Märkten hinterherhinkt. Insgesamt ist die Bewertung von Schweizer Aktien fortgeschritten.

Aktien der **Eurozone** haben gemessen in Schweizer Franken seit Anfang Jahr 14.2% zugelegt. Nach der gut verlaufenen Berichtssaison liegt der Fokus nun wieder auf dem Konjunkturverlauf und dem Leitzinspfad der Europäischen Zentralbank (EZB). Während Ersteres für weiter steigende Kurse spricht, könnten Anlegende angesichts sich verzögernder Leitzinssenkungen zurückhaltender werden.

Der **britische** Aktienmarkt (seit Jahresanfang plus 9.5% in Schweizer Franken) profitierte davon, dass die Sektoren Industrie und Gesundheitswesen eine ansprechende Performance zeigten. Hingegen haben vor allem die Sektoren Grundstoffe sowie nicht-zyklischer Konsum mit ihren grossen Gewichten von ca. 10 bzw. 16% den Gesamtmarkt zurückgehalten.

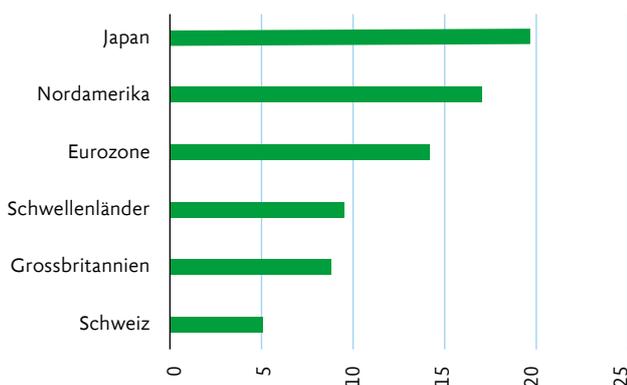
Der **nordamerikanische** Markt ist schwungvoll ins neue Jahr gestartet und legte bislang 17% zu. Die Mega-Caps haben auch in diesem Jahr grösstenteils zum guten Kursverlauf beigetragen. Allerdings sehen sie sich mit hohen Erwartungen konfrontiert, deren Verfehlung zu deutlichen Kurskorrekturen führen könnte. Kleinkapitalisierte Werte legten zwar auch zu, aber nicht im selben Ausmass.

Der **japanische** Aktienmarkt überzeugte mit einem Plus von 19.7% in Schweizer Franken. Die Bewertung ist im historischen und im Vergleich zu anderen Aktienmärkten fair und die erste Leitzinsanhebung seit 17 Jahren hat der Markt gut verkraftet. Exporteure profitieren vom günstigen japanischen Yen.

Die Aktienmärkte der **Schwellenländer** vermochten in diesem Jahr bislang um 8.8% zuzulegen. China, mit rund 26% das Schwergewicht im Schwellenländer-Index, ist interessant bewertet. Gründe dafür sind u.a. die strukturellen Probleme im Immobiliensektor und die fehlenden Sozialwerke, zwei Faktoren, die die Konsumlust im Reich der Mitte belasten. Die Nummern zwei und drei (Indien und Taiwan jeweils ca. 17% Gewicht) sind dagegen teuer bewertet.

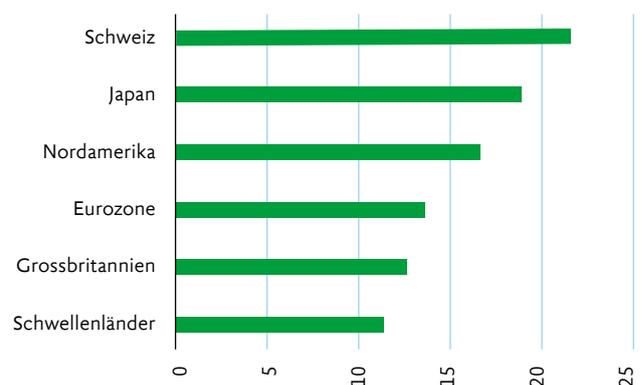
Aktienmarktrenditen 2024

in %, in CHF, per 22. März 2024



Marktbewertungen nach Kurs-Gewinn-Verhältnissen

Basis: erwartete Gewinne der nächsten 12 Monate



Versorger neu «übergewichten»

Bei Versorgern werden wir optimistischer und stufen diese neu mit «übergewichten» ein. Diese Unternehmen werden insbesondere im regulierten Geschäft von fallenden Zinsen profitieren. Eine steigende Nachfrage nach Strom, bedingt durch eine wirtschaftliche Erholung oder stärkeren Einsatz von KI, wäre ebenfalls positiv.

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

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

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

Im Sektor nicht-zyklischer Konsum konnten die Unternehmen in den vergangenen Jahren die Preise deutlich anheben. Angesichts der nun abflachenden Inflation dürfte dies nun schwerer fallen. Darum wird sich das Wachstum im Sektor 2024 verlangsamen und wir stufen ihn mit «neutral» ein.



Reto Lötscher
Leiter Finanzanalyse

Den Sektor Kommunikation sehen wir eher vorsichtig und stufen diesen mit «untergewichten» ein. Die Internetschwergewichte Alphabet und Meta, die dem Sektor zugerechnet werden, würden zwar von einer konjunkturellen Erholung profitieren, aber der primäre Gewinntrieb, namentlich Kostendisziplin, läuft aus. Zudem bestehen weiterhin regulatorische Risiken. Im Unterhaltungsbereich laufen die Nachholeffekte aus und Kunden werden preissensitiver.

Im Sektor zyklischer Konsum bleiben wir vorsichtig eingestellt. Den Automobilssektor beurteilen wir zurückhaltend, da die Auftragsbücher dünner werden und die Hersteller vermehrt grosszügige Rabatte gewähren müssen. Luxusgüterunternehmen haben eine hohe Preissetzungsmacht und können höhere Kosten den Kunden weiterleiten, allerdings lässt die Nachfragedynamik nach. Werte im absoluten Topsegment halten sich besser. Es werden insgesamt wieder mehr Güter und weniger Dienstleistungen konsumiert, was den Reisesektor belasten könnte. ■

IN KÜRZE

Mega-Caps als Kurstreiber mit hohen Erwartungen

Europäische Aktien günstiger bewertet als US-Aktien

Japanische Aktien weiter interessant

Bewertungsunterschiede in Schwellenländern

Bevorzugte Sektoren: Energie, Gesundheitswesen, Versorger

Rohstoffe



Andreas Müller
Analyst Rohstoffe

Der Ölpreis dürfte vorerst stabil bleiben und der Goldpreis die neuen Höchststände wohl verteidigen können. Basismetalle kurzfristig nur mit beschränkten Perspektiven.

Die deutliche Aufwärtsbewegung des Goldpreises sorgte in den letzten Wochen für Gesprächsstoff. Denn dieser legte seit dem Jahrestief von unter USD 2'000 pro Unze innerhalb weniger Tage um über 10% auf ein Rekordhoch von zwischenzeitlich mehr als USD 2'200 pro Unze im März zu. Überraschend war dabei, dass die Korrektur beim US-Dollar oder bei den Anleiherenditen nicht der Hauptgrund für den Preisanstieg war.

Auch der Preis von Rohöl erholte sich und wies seit Jahresbeginn bis Mitte März eine Performance von über 10% auf. Die europäischen Gaspreise gaben zur Erleichterung vieler nach. Sie standen unter dem Einfluss eines milden Winters, einer schwachen Industrienachfrage, des nahen Endes der Heizperiode und hoher Füllstände in den europäischen Gasspeichern. Palladium, das vor allem in Katalysatoren für Verbrennungsmotoren eingesetzt wird, litt in den letzten Jahren unter den Diskussionen um die Energiewende. Der Preis fiel sogar unter den von Platin, das eigentlich immer als das günstigere der beiden galt. Die Basismetalle bewegten sich mehrheitlich seitwärts, wobei Nickel seit langem wieder mit einem Anstieg glänzte.

Öl-Förderkürzungen wurden verlängert

Die wichtigsten OPEC+-Staaten - Saudi-Arabien und Russland - haben die Öl-Förderkürzungen bis mindestens zum Sommer verlängert. Damit wollen sie den Markt angesichts der schwächelnden Weltwirtschaft stabilisieren. Aber auch die anhaltenden Angriffe der Huthi-Rebellen im Roten Meer stützten den Rohölpreis. Zum einen verbrauchen die Containerschiffe, die nun den Umweg über Afrika nehmen müssen, mehr Öl. Zum anderen verteuern sich die Öllieferungen, da auch die Frachtraten deutlich gestiegen sind.

Goldpreis seit Anfang 2019

in USD je Unze (28,35 g)



Preise von Palladium und Platin

in USD je Unze (28,35 g)



Wir gehen davon aus, dass der Ölpreis zunächst auf dem aktuellen Niveau verharren dürfte. Denn zum einen strebt Saudi-Arabien höhere Ölpreise an, um seine grossen Infrastrukturprojekte zu finanzieren. Hinzu kommt, dass die USA irgendwann ihre strategischen Reserven wieder aufstocken werden. Schliesslich dürfte sich auch die allmählich erholende Konjunktur positiv auf den Rohölpreis auswirken. Auf der anderen Seite liegt die Produktion vieler afrikanischer Staaten und auch des Iraks immer noch über den festgelegten Quoten. So ist kürzlich Angola aus der OPEC+ ausgetreten, weil es keine Förderkürzungen und damit geringere Einnahmen hinnehmen wollte. Und auch die USA, die nicht der OPEC+ angehören, fördern derzeit Rekordmengen an Schieferöl, was das Angebot stützt. Das Risiko kurzfristiger Preissprünge bleibt jedoch bestehen, z.B. falls durch kriegerische Auseinandersetzungen weitere Ölinfrastruktur beschädigt werden sollte.

Das jüngste Kursfeuerwerk beim Gold wurde zu einem grossen Teil durch schwächere Konjunkturindikatoren Anfang März ausgelöst. Trotz dieses deutlichen Preisanstiegs sehen wir gute Gründe, warum der Preis auch auf dem neuen Niveau gut unterstützt ist. Dazu zählen insbesondere auch fundamentale Faktoren. Denn in den vergangenen Wochen liessen sich substantielle Käufe einzelner Zentralbanken beobachten, insbesondere von China und der Türkei. Beide stockten ihre Bestände weiter auf, um ihre Reserven zu diversifizieren. Aber auch chinesische Bürger selbst traten vermehrt als Käufer auf, da sie aufgrund der schwachen Konjunktur und unsicherer Immobilienpreise in Goldanlagen flüchteten. Auch wenn der Spielraum für höhere Preise auf dem aktuellen Niveau kurzfristig eher begrenzt ist, rechnen wir im Zuge der sich im Jahresverlauf abzeichnenden Leitzinssenkungen mit höheren Preisen.

Die meisten Basismetalle tendierten seit Jahresbeginn eher seitwärts. Die Ausreisser waren Nickel und Eisenerz, die in diesem Zeitraum eine Performance von +11% bzw. -15% aufwiesen. Nickel erholte sich nach einem längeren Abwärtstrend aufgrund der Erwartung eines geringeren Angebots und einer stärkeren Nachfrage aus China.

Da sich die Preise vieler Industriemetalle auf sehr niedrigem Niveau bewegen, haben viele Minengesellschaften damit begonnen, unrentable Minen zu schliessen und Mitarbeiter zu entlassen. Diese Massnahmen sollen die Nachfrageschwäche ausgleichen, die sich in der jüngsten Zunahme der Lagerbestände niedergeschlagen hat. Erst wenn die Bereinigungen abgeschlossen sind, könnten die Buntmetalle wegen tieferer Kapazitäten bei einer steigenden Nachfrage infolge der Energiewende profitieren und höhere Preise erzielen. ■

Zinssenkungsfantasien
beleben Goldpreis

Produktionskürzungen wegen
tiefer Basismetallpreise

IN KÜRZE

Verlängerte Förderkürzungen und die Geopolitik stützten die Preise von Rohöl

Gold profitiert von Zinssenkungsfantasien und Zentralbankkäufen

Tiefe Basismetallpreise führen zu Minenschliessungen

Immobilien

Schweizer Immobilienfonds sind gut ins neue Jahr gestartet und profitieren von besseren Auslastungsgraden und steigenden Mieten. Internationale REITs sollten von den kommenden Zinssenkungen profitieren können.

Schweizer Immobilienfonds weisen seit Beginn des Jahres eine erfreuliche Kursperformance auf. Diese wurde sowohl von Wohn- als auch Geschäftsimmobilienfonds getragen. Die Kurse der internationalen REITs weisen dagegen Abgaben auf. Dies ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass sich die Erwartungen an Leitzinssenkungen in den USA und der Eurozone zeitlich nach hinten verschoben haben. Daneben standen aber besonders die europäischen REITs unter Druck, was vor allem auf die Kursschwäche beim Indexschwergewicht Vonovia zurückzuführen ist.

Zinssenkungen der SNB haben begonnen

Für Schweizer Immobilienfonds ist vor allem die Aussicht auf weiter sinkende Leitzinsen seitens der Schweizerischen Nationalbank (SNB) interessant. Denn die Inflation in der Schweiz ist bereits seit einiger Zeit im Zielband der SNB. Rückläufige Inflation und Erwartungen sinkender Leitzinsen haben auch zu sinkenden

Anleiherenditen in längeren Laufzeiten geführt. Im Zuge dessen sind auch die Hypothekarzinsen günstiger geworden, wovon auch Schweizer Immobilienfonds profitieren: Einerseits verbessert es die Finanzierungsbedingungen, andererseits werden die künftigen Erträge weniger stark abgezinst, was deren Gegenwartswert erhöht.

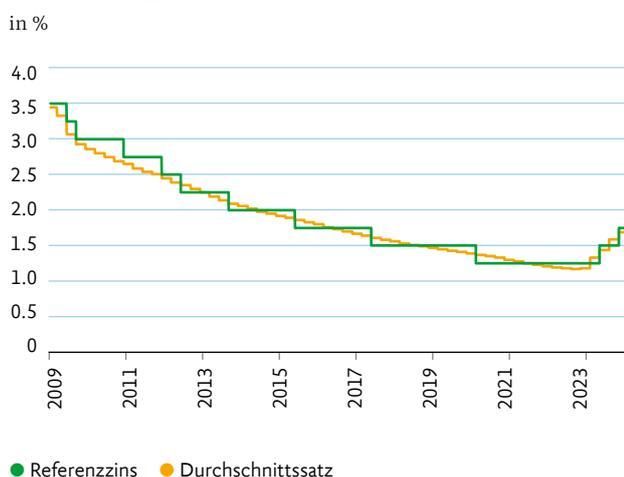
Konjunkturaufschwung kommt Gewerbeimmobilienfonds zugute

Für das laufende Jahr erwarten wir eine zunehmende Dynamik der Schweizer Konjunktur. Davon dürften auch die Gewerbeimmobilienfonds profitieren. In einzelnen Segmenten wie Büro- und Verkaufsflächen bestehen jedoch weiterhin Unsicherheiten. Der Trend zum Homeoffice führt tendenziell zu einer etwas geringeren Nachfrage nach Büroflächen. Dem steht jedoch die Schaffung von Arbeitsplätzen im Fall einer Konjunkturbelebung gegenüber. Welcher Effekt mittelfristig stärker wirkt, ist derzeit aber noch unklar. Bei den Verkaufsflächen macht sich der Trend zum Online-Shopping weiterhin negativ bemerkbar, was sich insbesondere auf periphere Lagen belastend auswirkt.

Intakte Wohnungsnachfrage dank Nettozuwanderung

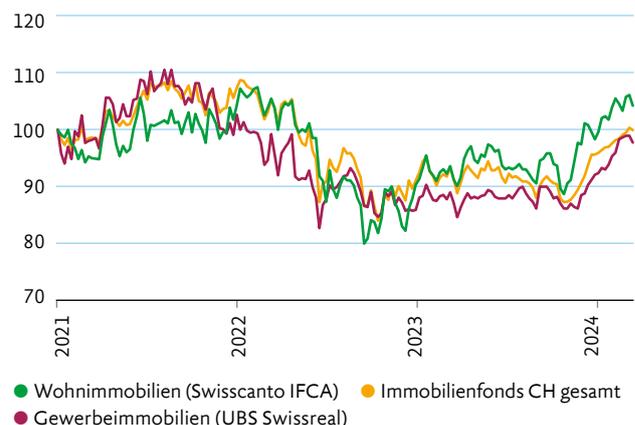
Da die Schweizer Wirtschaft im Vergleich zu ihren europäischen Nachbarn, insbesondere Deutschland, besser abschneidet, gehen wir davon aus, dass sich der Schweizer Arbeitsmarkt und damit die Zuwanderung im

Entwicklung Hypothekarischer Referenzzinssatz



Schweizer Immobilienfonds

Gesamtrendite in CHF, indiziert. Januar 2021 = 100



laufenden Jahr dynamisch entwickeln werden. Im vergangenen Jahr war die Nettozuwanderung mit 99'000 Personen überdurchschnittlich hoch. Aus heutiger Sicht könnte der Wohnungsneubau auch 2024 hinter der Zusatznachfrage zurückbleiben, der Nachfrageüberhang sich also weiter erhöhen. Starke Preissteigerungen sind erneut vor allem in städtischen Gebieten zu erwarten, wo der Nachfrageüberhang am ausgeprägtesten ist. In ländlichen Gebieten, wo das Angebot und die Leerstände noch höher sind, sollte der Anstieg dagegen moderater ausfallen.

Wohnimmobilienfonds profitieren von besserer Auslastung und steigenden Mieten

Die Aussichten auf höhere Erträge im Jahr 2024 sind für Wohnimmobilienfonds günstig. Auf der einen Seite stützt eine bessere Vermietungsquote, auf der anderen Seite tragen weiter steigende Mieten zu dieser Entwicklung bei. Neben den Angebotsmieten werden ab April ausserdem die Bestandsmieten nochmals anziehen, als Folge des Anstiegs beim Referenzzinssatz im Dezember 2023 von 1.5 auf 1.75%. Der Referenzzinssatz dürfte dank der Zinssenkung der SNB jetzt auf absehbare Zeit stabil bleiben.

Weiterer Preisanstieg bei Wohneigentum

Die Preise für Wohneigentum sind im 4. Quartal 2023 weiter gestiegen, auch wenn sich die Dynamik in einigen Segmenten und Regionen etwas abgeschwächt hat. Gemäss dem privaten Immobiliendienstleistungsunternehmen IAZI erhöhten sich die Preise im Quartalsvergleich für Einfamilienhäuser durchschnittlich um 1.1% und für Eigentumswohnungen um 1.2%. Wir gehen davon aus, dass die Nachfrage in den kommenden Monaten hoch genug sein wird, um das knappe Angebot zu übersteigen. Entsprechend rechnen wir mit weiter leicht steigenden Preisen. Dies vor dem Hintergrund, dass sich die Finanzierungsbedingungen über viele Laufzeiten bereits verbessert haben und auch kurzfristige Finanzierungen in der zweiten Jahreshälfte günstiger werden.

Immobilienfonds mit fairen Bewertungen

Die positive Performance der Schweizer Immobilienfonds hielt zu Jahresbeginn an und hat die Bewertungen steigen lassen. So liegt das durchschnittliche Agio, d.h. das Verhältnis zwischen Aktienkurs und Netto-



Tom Eyer
Analyst Immobilienanlagen

inventarwert, der Schweizer Immobilienfonds nun nahe dem historischen Durchschnitt und kann als fair bezeichnet werden. Wir bevorzugen gemischte Immobilienfonds, die sowohl in Wohn- als auch in Gewerbeimmobilien investiert sind.

Globale REITs - Chancen und Risiken halten sich die Waage

Bei internationalen Immobilienaktien (REITs) halten wir Chancen und Risiken für etwa ausgeglichen. Chancen für REITs sehen wir in den sich abzeichnenden Zinssenkungen der Notenbanken, insbesondere der US-Notenbank, der resilienten US-Konjunktur sowie der im historischen Kontext attraktiven Bewertung. Weitere Probleme, z.B. bei US-Büroimmobilien, können nicht gänzlich ausgeschlossen werden. Wir sehen diese Risiken jedoch in den entsprechenden Kursen reflektiert. In einem Portfolio bieten Immobilienaktien gute Diversifikationsmöglichkeiten. Zudem ist die Dividendenrendite mit 3.3% attraktiv. Wir bevorzugen ein Engagement in globalen, breit diversifizierten REITs. ■

IN KÜRZE

Schweizer Wohnimmobilienfonds profitieren von besserer Auslastung

Gewerbeimmobilienfonds sind im historischen Kontext günstig bewertet

Gemischte Schweizer Immobilienfonds bevorzugen

Bei internationalen Immobilienanlagen halten sich Chancen und Risiken die Waage

MARKTÜBERBLICK

Im ersten Quartal konnten die meisten Aktienmärkte an die gute Performance aus dem 4. Quartal 2023 anknüpfen. Der Schweizer Markt liegt mit seiner Performance derzeit auf Augenhöhe mit der Gesamtjahresperformance 2023. Die gute Aktienentwicklung erfolgte überraschenderweise zeitgleich mit einem leichten Anstieg der Anleiherenditen. Dies belastete die Performance an den

Kapitalmärkten, allerdings im Ausland mehr als in der Schweiz. Währungsseitig gab der Franken seine Gewinne vom Jahresende 2023 wieder ab und verlor sowohl zum Euro als auch zum US-Dollar. Bei den übrigen Anlagen legten der Ölpreis, Gold und Schweizer Immobilienfonds zum Teil deutlich zu, während die REITs-Märkte unter Druck standen.

Performance ausgewählter Finanzmarktindizes

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

	Performance-Rückblick							Unsere Erwartung in 6-9 Monaten
	22.03.24	2024	2023	2022	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	
Geldmarkt								
Geldmarkt CHF 3 Mt.	116	0.2	0.7	-0.3	0.8	-0.7	-2.7	→
Staatsanleihen								
Schweiz (CHF)	179	-0.2	12.5	-17.0	6.4	-7.3	6.5	→
Eurozone (EUR)	213	-1.4	6.3	-19.2	3.0	-13.1	2.7	→
Grossbritannien (GBP)	228	-2.0	3.6	-25.1	-0.5	-19.4	7.4	→
USA (USD)	2'242	-1.2	4.1	-12.5	-0.3	-0.3	10.8	→
USA inflationsgeschützt (USD)	340	-0.3	3.9	-11.8	0.6	13.0	24.6	↗
China (CNY)	230	1.9	4.6	3.4	5.7	24.8	64.3	→
Unternehmensanleihen								
Denominiert in CHF	183	0.7	5.7	-7.5	5.9	-0.6	6.6	→
Global (USD)	269	-1.0	9.6	-16.7	5.5	3.9	15.4	→
EM-Anleihen								
Hartwährung (USD)	421	1.1	9.6	-16.6	9.3	3.2	27.1	↗
Lokalwährung (USD)	146	-1.0	6.9	-8.4	3.6	7.2	13.6	→
Aktienindizes								
Schweiz SMI	11'704	5.8	7.1	-14.3	11.4	46.0	93.1	→
Schweiz SPI	15'377	5.1	6.1	-16.5	8.4	38.4	90.3	→
USA (USD)	5'242	10.1	26.3	-18.1	35.1	103.2	238.1	→
UK (GBP)	7'883	3.7	7.9	4.7	9.2	32.9	77.5	→
Eurozone (EUR)	516	9.0	19.5	-11.7	19.4	64.1	120.2	↗
Japan (JPY)	2'796	18.9	28.3	-2.5	47.0	96.5	207.8	↗
China, Schanghai (CNY)	3'581	3.3	-9.1	-19.8	-9.2	3.1	103.8	→
Welt (USD)	3'435	8.6	24.4	-17.7	30.3	82.0	161.3	→
Schwellenländer (USD)	1'048	2.0	10.3	-19.7	11.5	13.2	45.5	→
Immobilien								
Schweizer Immobilienfonds	189	5.2	5.0	-15.2	12.0	24.6	66.4	→
REITs Global (USD)	132	-3.1	10.7	-24.5	12.3	2.0	46.4	→
Rohstoffe								
Breiter Rohstoffindex (USD)	1'817	4.7	-1.4	17.4	7.9	67.9	25.7	→
Gold (USD)	2'177	4.9	13.8	-0.4	11.3	65.1	62.3	→
Öl (Brent) (USD)	86	10.1	-8.5	8.3	11.6	28.6	-20.3	→
Devisen								
EUR/CHF	0.977	4.5	-5.8	-4.7	-2.5	-13.4	-20.2	→
USD/CHF	0.898	6.7	-9.0	1.3	-2.2	-9.7	1.7	→
EUR/USD	1.086	-2.1	3.5	-6.2	0.2	-4.1	-21.5	→
GBP/USD	1.267	-1.1	6.0	-11.2	3.0	-4.7	-23.6	→
USD/JPY	151.585	7.4	6.8	14.6	14.1	37.9	47.8	↘
USD/CNY	7.223	1.4	3.2	8.7	5.0	7.5	16.0	→

■ <-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. Wichtiger Wachstumsträger dürfte weiterhin der private Konsum bleiben. Dieser profitiert von anhaltend robusten Arbeitsmärkten und steigenden Einkommen. Darüber hinaus sollte sich der Inflationsrückgang fortsetzen und damit die inflationsbereinigte Kaufkraft der Konsumenten stärken.

Positive Impulse erwarten wir auch von den Leitzinssenkungen der Zentralbanken in diesem Jahr. Das sollte die Finanzierungsbedingungen verbessern und die Investitionen stützen. Gleichzeitig rechnen wir damit, dass die globale Nachfrage im Verlauf von 2024 anzieht. Insgesamt dürfte sich das Wachstumsfundament verbreitern.

Konjunktur- und Zinsprognosen

	BIP (% ggü. Vorjahr)			Inflation (% ggü. Vorjahr)			Leitzins (%)		Rendite 10 J. (%)	
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	22.03.24	in 6-9 Mt.	22.03.24	in 6-9 Mt.
Schweiz	0.8	1.5	1.8	2.1	1.2	1.0	1.50	1.00	0.64	0.70
Eurozone	0.5	1.1	1.8	5.4	2.2	2.0	4.00	3.50	2.33	2.10
Grossbritannien	0.1	0.5	2.0	7.3	2.1	2.1	5.25	5.00	3.93	3.70
USA	2.5	2.3	1.9	4.1	2.7	2.2	5.25-5.50	4.75-5.00	4.22	4.00
Japan	2.0	0.5	0.8	3.3	1.8	0.8	0.00	0.10	0.73	0.80
China	5.2	4.7	4.2	0.3	0.7	1.6	-	-	-	-
Brasilien	2.9	0.5	2.1	4.6	3.7	3.6	-	-	-	-
Russland	3.6	3.0	0.2	5.9	6.3	5.2	-	-	-	-
Indien	7.7	6.3	7.2	5.7	4.6	4.5	-	-	-	-
Welt	3.0	2.7	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 $< 2.0\%$

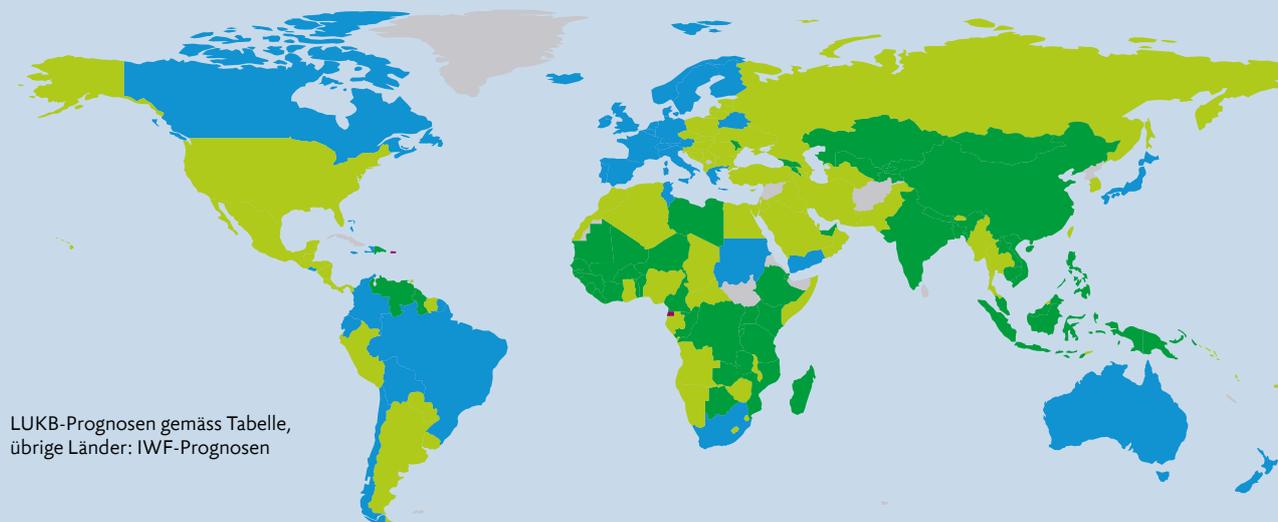
BIP-Wachstum 2024 $< 0\%$

● 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.