

Anlagepolitik



Miteinander

 **Luzerner
Kantonalbank**

Unsere Markteinschätzung

Seite 7

Fokusthema

Finanzmärkte zwischen KI-Boom
und Rezessionsorgen

Seite 10

Q3 | 2023

Miteinander

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

EDITORIAL

Geschätzte Investorin, geschätzter Investor

Glücklicherweise scheint es im Moment so, als wäre die Bankenpanik nur ein heftiger, aber kurzer Frühlingssturm gewesen. Die Aktienmärkte fanden denn auch schnell ein neues Thema, welches für Auftrieb und viel Fantasie sorgte, nämlich die rasanten Fortschritte im Bereich künstlicher Intelligenz.



Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

«Die Begeisterung der Investoren für Technologieaktien ist mit voller Wucht zurückgekehrt. Am breiten Markt gibt es dagegen wenig Zeichen von zu grosser Euphorie.»

Allerdings hat diese Entwicklung auch ihre Kehrseiten: denn während einige wenige grosskapitalisierte Unternehmen starke Kursavancen verbuchten, ging die Begeisterung an vielen anderen Aktien vorbei. Die mangelnde Marktbreite stellt vor dem Hintergrund der kommenden Konjunkturabschwächung aus unserer Sicht ein bedeutendes Risiko dar.

In unserem Fokusartikel werfen wir daher einen genaueren Blick auf die Bewertung von US-Aktien insgesamt und von US-Technologieaktien im Speziellen und nehmen eine Einordnung im historischen Vergleich vor.

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: Finanzmärkte zwischen KI-Boom und Rezessionsorgen
- 14 | Festverzinsliche Anlagen
- 16 | Aktienmärkte
- 18 | Rohstoffe
- 20 | Immobilien
- 22 | Marktüberblick
- 23 | Makroprognosen



FOKUSTHEMA

Finanzmärkte zwischen KI-Boom und Rezessionsorgen

Grosse Erwartungen an Unternehmen aus dem Bereich Künstliche Intelligenz (KI) verliehen den Aktienmärkten zuletzt wieder Flügel. US-Technologieaktien sind gemessen am relativen Kurs-Gewinn-Verhältnis teuer, aber noch weit von den Exzessen des Jahres 2000 entfernt.

AKTIEN

Europäische Aktien sind günstiger als US-Aktien bewertet. Unser Favorit bleiben Aktien aus dem Raum Pazifik. Wir bevorzugen die Sektoren Energie, Gesundheitswesen und den nicht-zyklischen Konsum. Bei den Sektoren Immobilien, Kommunikation und zyklischer Konsum ist Zurückhaltung angebracht.

ANLEIHEN

Die Zinskurven haben sich weiter invertiert, was kürzer laufende Anleihen interessanter macht. Die Leitzinsen dürften auf ihren aktuellen Niveaus oder leicht höher verharren. Wir empfehlen eine leichte Übergewichtung von Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen. Obligationen der Schwellenländer sollten leicht stärker gewichtet werden.



ROHSTOFFE

Schwächere Konjunkturdaten setzten die Preise von Öl und Industriemetallen unter Druck. Auf dem aktuellen Niveau sollten die Ölpreise gut unterstützt sein. Der Goldpreis könnte vom nahen Ende der Zinserhöhungen profitieren.



IMMOBILIEN

Schweizer Immobilienfonds dürften nach der Anhebung des Referenzzinssatzes von steigenden Mieten profitieren. Wir raten zu einer leicht höheren Gewichtung gemischter Schweizer Immobilienfonds und einer Gewichtung gemäss Anlagestrategie von internationalen Immobilienanlagen.

BASISSZENARIO

Die Weltwirtschaft wächst langsamer. Während die USA an Fahrt verlieren, kommt China trotz der Wiedereröffnung nur langsam in Schwung. Gleichzeitig bleibt das europäische Wachstum verhalten. Die Konjunkturabkühlung trägt aber auch dazu bei, dass die Inflation fällt. Die Zentralbanken bleiben zwar noch wachsam. Die Leitzinsen haben ihr Hoch aber mittlerweile so gut wie erreicht. Rasche Zinssenkungen, wie es der Markt zum Teil erwartet, wird es allerdings nicht geben.

Erwartete Marktauswirkungen

Aktien und Risikoprämien von Unternehmensanleihen nach Rally anfälliger gegenüber Konjunkturabschwächung. Renditen angesichts erhöhter Leitzinsen vorerst seitwärts. Gold gut unterstützt bei rückläufigen Realzinsen. Rohstoffpreise mit konjunkturellem Gegenwind.

ALTERNATIVSZENARIEN

1. Scharfe Rezession

Mögliche Auslöser: Geldpolitik bereits zu restriktiv, Bankenkrise, geopolitische Eskalationen, Rohstoffknappheiten u. Ä.

Erwartete Marktauswirkungen

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

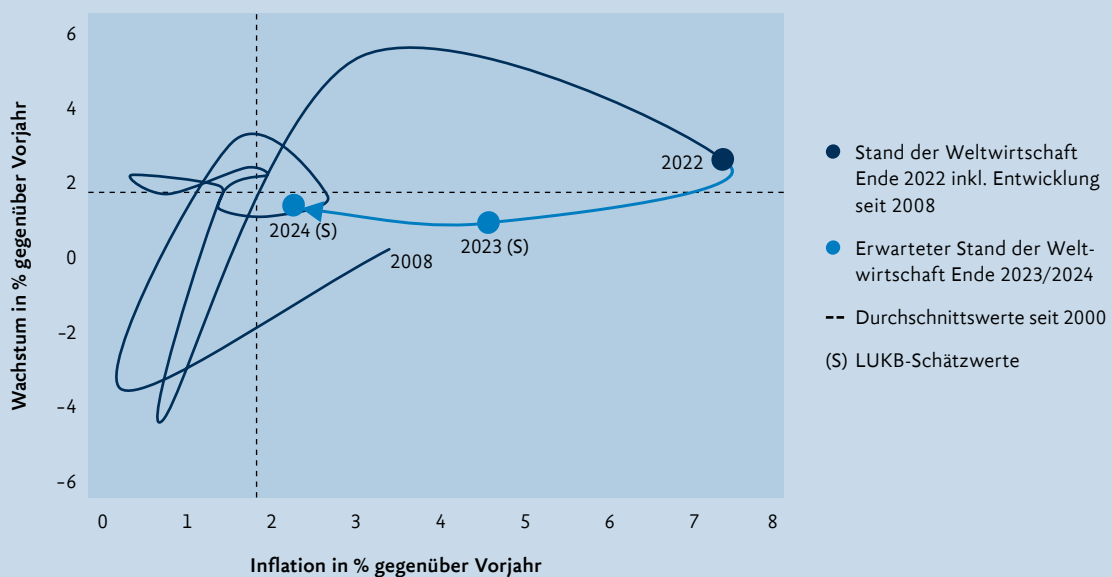
2. Globale Erholung

Mögliche Auslöser: Stimulusmassnahmen Chinas, Ende des Ukraine-Krieges, 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

Wir gehen von einer weiteren konjunkturellen Verlangsamung in den kommenden Monaten aus, bei einer gleichzeitig noch für längere Zeit strafferen Geldpolitik. Aus diesem Grund raten wir zu einer leichten Untergewichtung der Aktienquote. Zu unseren bevorzugten Märkten zählen der Raum Pazifik, UK und die Eurozone. Anleihen

sollten noch leicht untergewichtet werden, das Risiko steigender Renditen ist aber kleiner geworden. Während wir Rohstoffe als neutral gewichten, sollten Gold, Schweizer Immobilienfonds und Liquidität leicht übergewichtet werden.

Markteinschätzungen und Positionierung per 28. Juni 2023

Anlageklasse		Kommentar
Liquidität		Die Liquidität sollte noch leicht erhöht behalten werden, u. a. aufgrund einer mittlerweile attraktiveren Verzinsung
Festverzinsliche Anlagen		Die Attraktivität von Anleihen hat sich aufgrund des Renditeanstiegs leicht verbessert und wir empfehlen eine nur leicht tiefere Gewichtung
CHF		Im Schweizer Markt sind die Renditen von Staatsanleihen sehr niedrig. Anleihen hochwertiger Unternehmensschuldner bieten eine Alternative
EUR		Im EUR sind die Renditen noch leicht gestiegen. Die EZB-Straffung nähert sich aber dem Ende, was das Risiko deutlich steigender Renditen reduziert
GBP		Im UK überraschte die Inflation immer wieder nach oben, was die BoE unter Zugzwang hält. Entsprechend raten wir noch zu einem Untergewicht
USD		USD-Anleihen sollten nur noch leicht untergewichtet werden. Wir setzen zudem inflationsgeschützte Anleihen ein zur Absicherung von Inflationsrisiken
Schwellenländer		Hart- und Lokalwährungsanleihen bieten gute Diversifikation und erscheinen derzeit fair bewertet. Wir reduzieren CNY-Anleihen leicht
Aktienmärkte		Bei Aktien raten wir zu einer Untergewichtung, denn eine Konjunkturverlangsamung wird zunehmend wahrscheinlich bei steigenden Abwärtsrisiken
Schweiz		Der Heimmarkt gehört zu den eher teuren Märkten und preist ein hohes Gewinnwachstum für 2024 ein, weshalb wir zu einem Untergewicht raten
Eurozone		Aktien dieser Region bleiben interessant bewertet, bei nur moderaten Gewinnwachstumserwartungen. Wir erhöhen die Quote auf eine neutrale Gewichtung
Grossbritannien		Der UK-Markt befand sich in den vergangenen Monaten auf Richtungssuche bei einer fairen Bewertung, was für uns für eine neutrale Position spricht
Nordamerika		US-Aktien sind im Vergleich hoch bewertet, wobei zuletzt vor allem die grossen Technologiewerte stark gesucht waren. Wir belassen sie untergewichtet
Pazifik		Trotz Rally weist v.a. Japan noch eine attraktive Bewertung auf und auch das Momentum spricht für den Markt, weshalb wir das Übergewicht beibehalten
Schwellenländer		Einige asiatische Märkte halfen dem Index zuletzt, Chinas Performance dürfte aber weiter enttäuschen. Wir senken die Quote auf eine Untergewichtung
Realwerte		
Immobilienfonds Schweiz		Schweizer Immobilienfonds bleiben interessant bewertet und eine attraktive Alternative zu den etwas teureren Aktien und Anleihen
Immobilien global (REITs)		Die globalen REITs-Märkte blieben hinter den Aktienmärkten insgesamt hinterher. Auf den aktuellen Niveaus scheinen sie fair bewertet
Gold		Gold konnte sich trotz steigender Realzinsen zuletzt gut halten und wir gewichten es zur Absicherung gegen unerwartete Markt-Schocks leicht höher
Rohstoffe (ohne Agrar)		Rohstoffe litten zuletzt unter der Wachstumsschwäche, die unserer Meinung nach anhalten wird, was für eine neutrale Position spricht
Fremdwährungen vs. Franken		Wir raten nur zu einem leicht erhöhten Anteil von Fremdwährungen im Portfolio im aktuell unsicheren Umfeld

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

Konjunktur und Geldpolitik

Die Weltwirtschaft läuft 2023 langsamer. Die Notenbanken sind fast fertig mit den Leitzinsanhebungen. Die Inflation nimmt weiter ab.

Weltwirtschaft verliert an Tempo

Der globale Konjunkturzug rollt dieses Jahr langsamer. Auch wenn manche Länder positiv ins Jahr gestartet sind, der konjunkturelle Schwung lässt nach. Grund hierfür ist u. a., dass die Zentralbanken weltweit ihre Leitzinsen kräftig angehoben haben. Hierbei gehen wir davon aus, dass die meisten Notenbanken ihre Zinshochs bald erreicht haben werden. Die dämpfenden Effekte auf die Wirtschaft sollten sich jedoch erst zeitlich verzögert voll wirksam zeigen. In vielen Ländern haben zinssensitive Bereiche wie z. B. der Immobiliensektor bereits negativ auf die gestiegenen Zinsen reagiert. Darüber hinaus trüben die teilweise noch hohen Lebenshaltungskosten die Konsumlaune. Per Saldo erwarten wir, dass die Weltwirtschaft dieses Jahr preisbereinigt um 2.5% gegenüber dem Vorjahr wächst (Vorjahr 2.8%).

Inflation auf dem Rückmarsch

Die konjunkturelle Verlangsamung hat aber auch ihr Gutes: die Inflation fällt, auch wenn sie sich vielerorts noch deutlich über den Zielwerten der Zentralbanken befindet. Der Rückgang hat dabei an Breite gewonnen. Sowohl die gesunkenen Energiepreise als auch Preisenkungen - vor allem bei Konsumgütern - tragen dazu bei. Hier schlägt sich u. a. das veränderte Kaufverhalten

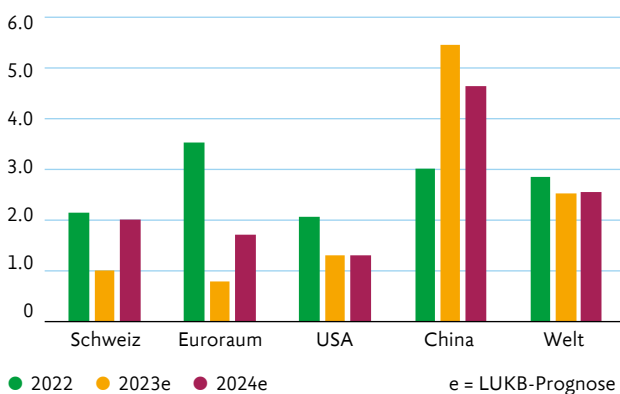
der Konsumenten nieder. Diese fragen weniger Güter und dafür vermehrt Dienstleistungen nach, wie beispielsweise Restaurantbesuche, Reisen und Freizeitaktivitäten. Die Preise für Dienstleistungen reagieren dabei etwas träger als die von Gütern. Grund hierfür ist, dass die Wertschöpfungskette von importierten Kostenschocks, z. B. höhere Energiepreise, bis zu den Endverbraucherpreisen bei vielen Dienstleistungen länger ist als bei Waren. Daher dauerte es länger, bis die Dienstleistungspreise als Reaktion auf die höheren Kosten zunahmten. Nun dauert es auch länger, bis sie wieder zurückgehen. Doch auch hier zeichnet sich ab, dass die Preiszuwächse abnehmen.

Globale Konjunktur wird sich 2024 moderat erholen

Setzt sich der Teuerungsrückgang fort, stützt das die Kaufkraft von privaten Haushalten und Unternehmen und damit auch den privaten Konsum und die Unternehmensinvestitionen. Zudem erwarten wir, dass die Arbeitsmärkte robust bleiben, wovon die Binnennachfrage zusätzlich profitieren dürfte. Die Unternehmen werden zwar wegen der konjunkturellen Verlangsamung weniger Stellen aufbauen. Doch die Umfragen aus der Wirtschaft weisen auf einen Mangel an Arbeitskräften hin. Grund hierfür ist u. a. die Überalterung der Gesellschaft. Viele Betriebe dürften daher, vorausgesetzt es ist ökonomisch tragbar, eher Personal horten als es freizusetzen. Für 2024 sind die konjunkturellen Vorzeichen positiv, zumal wir auch damit rechnen, dass die Zentralbanken ihre restriktive Geldpolitik bis dahin beendet haben sollten. Im Verlauf des nächsten Jahres

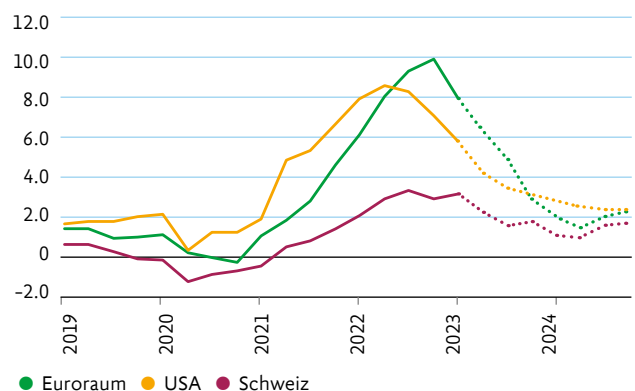
Wirtschaftswachstum

Bruttoinlandprodukt in % gegenüber Vorjahr, preisbereinigt



Inflationsraten

Konsumentenpreise in % ggü. Vj., gepunktete Linie = LUKB-Prognose



dürfte die Weltwirtschaft daher wieder an Fahrt gewinnen. Da der Wachstumsüberhang aus diesem Jahr jedoch niedrig ausfällt, erwarten wir für 2024 lediglich einen Zuwachs des Bruttoinlandproduktes (BIP) von 2.5%.

US-Wirtschaft bremst ab

Von einem kräftigen Abschwung oder gar einer Rezession kann bei der US-Wirtschaft noch keine Rede sein. Dennoch zeigen die Zinsanhebungen der US-Notenbank Fed Wirkung. Der Immobilienmarkt, der besonders sensibel auf Zinsänderungen reagiert, befindet sich bereits im Abschwung. Zuletzt haben auch die Investitionen der Unternehmen nachgelassen. Der private Konsum wird zwar auch an Dynamik verlieren. Er profitiert aber von einer positiven Beschäftigungs- und Einkommensentwicklung. Zudem verbessert sich die Kaufkraft der privaten Haushalte mit einer rückläufigen Teuerungsrate. Insgesamt rechnen wir damit, dass die Wirtschaftsleistung dieses und nächstes Jahr preisbereinigt um jeweils 1.3% wachsen wird. Daher dürfte die Fed den Leitzins unverändert bei 5.25% lassen. Eine erste Zinssenkung halten wir erst in 12 Monaten für wahrscheinlich.

Euroraum wächst moderat

Für die Euroraum-Wirtschaft deutet sich für 2023 ein moderates Wachstum an. Die restriktive Geldpolitik und der Abschwung der globalen Nachfrage sind belastend. Dagegen profitiert die Wirtschaft von den staatlichen Investitionen, die noch im Zusammenhang mit den Corona-Hilfen stehen. Gleichzeitig erwarten wir, dass der Arbeitsmarkt robust bleibt. Löhne und Gehälter nehmen zu, wogegen die Inflation abnimmt. Die reale Kaufkraft der Konsumenten verbessert sich. Das sollte den privaten Konsum stützen. Preisbereinigt dürfte sich das Wirtschaftswachstum dieses Jahr auf 0.8% verlangsamen. Für 2024 erwarten wir eine Erholung auf 1.7%. Die Europäische Zentralbank (EZB) dürfte ihren Leitzins noch einmal erhöhen und danach eine abwartende geldpolitische Haltung einnehmen.

Schweiz schlägt sich wacker

Die Schweizer Wirtschaft hat sich allen Unwägbarkeiten zum Trotz solide entwickelt. Im 1. Quartal wuchs das BIP preisbereinigt um 0.3% zum Vorquartal. Die Vorgaben für das 2. Quartal sind zwar weniger euphorisch. So leidet die Exportindustrie darunter, dass die globale Nachfrage nachlässt. Jedoch brummt der Arbeitsmarkt,



Brian Mandt
Chefökonom

was der Konsumlust der privaten Haushalte eher förderlich ist. Gleichzeitig nimmt die Inflationsrate ab. Mit knapp 2.2% lag sie im Mai jedoch noch über dem Zielband der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Diese hob den Leitzins im Juni auf 1.75% an. Die Tür für weitere Zinsschritte hält sie offen. Da wir davon ausgehen, dass sich das Wirtschaftswachstum dieses Jahr deutlich auf 1% verlangsamen wird und die Inflation 2023 und 2024 im Schnitt auf 2.2% bzw. 1.3% fallen wird, dürfte die SNB ihren Leitzins nur noch ein weiteres Mal im September anheben und dann pausieren.

Verhaltenes Wachstum in China

Chinas Wirtschaft kommt nicht so recht in Schwung. Zwar gibt es Nachholeffekte beim Konsum, nachdem die Corona-Restriktionen aufgehoben worden sind. Doch einem nachhaltigen und kräftigen Aufschwung steht beispielsweise die hohe Arbeitslosigkeit entgegen. Zudem belastet der Abschwung der globalen Nachfrage den Exportsektor. Die Regierung dürfte mit gezielten Massnahmen versuchen, die Wirtschaft anzukurbeln. Insgesamt prognostizieren wir für dieses Jahr ein Wirtschaftswachstum von gut 5%. Strukturelle Probleme verhindern jedoch ein kräftigeres Wachstum. Daher erwarten wir für 2024 einen BIP-Anstieg von knapp 5%. ■

IN KÜRZE

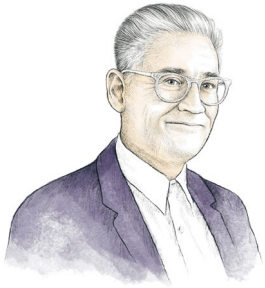
Weltwirtschaft verliert an Schwung

Arbeitsmärkte entwickeln sich solide

Inflation nimmt ab

Zentralbanken nähern sich Ende der Straffung

Finanzmärkte zwischen KI-Boom und Rezessionssorgen



Grosse Erwartungen an Firmen aus dem Bereich Künstliche Intelligenz (KI) verliehen den Aktien zuletzt Flügel. Eine fehlende Marktbreite und die restriktive Geldpolitik mahnen zur Vorsicht.

Thomas Härter Investment-Strategie

KI-Boom beflügelt Tech-Indizes

Spätestens seit der Vorstellung des Chatbots ChatGPT vor knapp einem halben Jahr ist das Thema KI wieder in aller Munde. An den Finanzmärkten hat die erneut aufblühende grosse Begeisterung der Anleger für KI-bezogene Themen dazu geführt, dass die Aktienmarkttrally der letzten Monate, die noch Anfang Mai Anzeichen von Ermüdungserscheinungen aufwies, wieder frischen Auftrieb bekommen hat. Auslöser waren die sehr guten Zahlen und ein sehr positiver Ausblick des Chipherstellers Nvidia, der von der stark anziehenden Nachfrage nach Chips für KI-Anwendungen profitiert.

Allerdings sind damit erneut vornehmlich Aktien aus jenen Sektoren gestiegen, die schon seit Beginn des Jahres die Performance gerade des US-Aktienmarktes massgeblich prägten. In diesem Zusammenhang wird

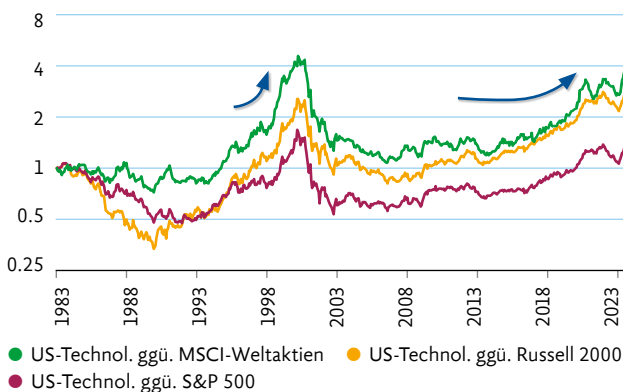
von vielen Beobachtern schon seit geraumer Zeit die fehlende Breite der Aufwärtsbewegung des US-Aktienmarktes moniert.

Es ist eher selten, dass Aktienindizes von sehr wenigen Branchen oder wenigen Aktien in immer luftigere Höhen getrieben werden, während der Rest des Marktes auf der Stelle tritt oder sogar an Wert verliert. Wir untersuchen daher, inwieweit die Situation bei den Technologieaktien heute mit den Übertreibungen der Zeit 1998/2000 vergleichbar ist und wo die Unterschiede liegen könnten. Wir wagen einen Ausblick auf folgende Fragestellungen:

- Befinden sich US-Technologiewerte durch die Rally mittlerweile in einer deutlichen Überbewertung, eventuell sogar vergleichbar mit der Dotcom-Blase?

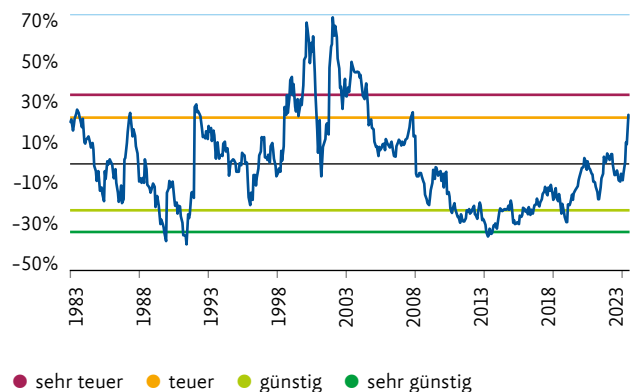
Relative Performance von US-Technologieaktien

Relative Entwicklung log-Masstab



Relative Bewertung von US-Technologie-Aktien

Kurs-Gewinn-Verhältnis relativ zum US-Gesamtmarkt



- Ist die Bewertung des restlichen US-Marktes attraktiv, wenn man durch die möglicherweise von den Technologieaktien nach oben verzerrte Bewertung des Gesamtmarktes hindurchschaut?

US-Tech durch KI-Boom getrieben

Die mangelhafte Marktbreite der Rally lässt sich an verschiedenen Kriterien ablesen: so liegt die Gesamtrendite des gleichgewichteten S&P 500 seit Jahresbeginn bei 5%, während der S&P 500 selbst um ganze 15% zulegen konnte. Oder der Ausschluss der grössten 10 Unternehmen führt dazu, dass die Rendite des Restindex auf nur ca. 6% sinkt. Auch die Bewertung der US-Tech-Aktien im Verhältnis zu kleinkapitalisierten US-Unternehmen scheint aus dem Ruder gelaufen zu sein. Dass Small Caps bei einer drohenden Wirtschaftsabkühlung schlechter laufen, ist jedoch nicht ungewöhnlich, da diese besonders von Bankkrediten abhängig sind und oft in konjunktursensitiveren Branchen tätig sind.

Dass Technologie-Aktien auch über längere Phasen eine sehr gute Performance aufweisen können, überrascht nicht. Schliesslich handelt es sich meistens um Unternehmen in strukturell schnell wachsenden Märkten, was oft zu Lasten etablierter Märkte erfolgt.

Grafik 1 zeigt die relative Entwicklung von US-Technologieaktien ggü. dem MSCI Weltaktienindex, S&P 500 sowie dem Russell 2000 seit 1983 im logarithmischen Massstab. Seit fast 20 Jahren konnten US-Technologieaktien dem Trend nach diese Indizes deutlich schlagen.

Dieser langfristige Trend beschleunigte sich in den letzten Monaten erneut, nach einem Einbruch, der von Ende 2021 bis Ende 2022 dauerte. Der jüngste Anstieg wurde insbesondere durch eine Handvoll Tech-Aktien (allen voran Nvidia) angetrieben, mit einem Fokus auf den Bereich der künstlichen Intelligenz. Die relativen Preisverhältnisse des Technologiesektors im Vergleich zum Weltaktienmarkt, dem S&P 500 und dem Russell 2000 sind wieder ähnlich hoch, wie zuletzt im Jahr 2000.

«Technologieaktien sind noch weit von den Exzessen des Jahres 2000 entfernt, als die Überbewertung drei Mal so hoch war.»

Geringere Überbewertung als im Jahr 2000

Eine gute Aktienperformance bedeutet nicht unbedingt, dass die Bewertung übertrieben sein muss. Das gilt insbesondere bei schnell wachsenden Industrien. Daher lohnt sich ein Blick auf die relative Bewertung von Technologieaktien auf Basis der erwarteten Gewinne.

Grafik 1 zeigt, wie sich die Outperformance während der Tech-Bubble 2000 beschleunigte (siehe gebogener roter Pfeil). Die jüngste Entwicklung zeigt eine im Vergleich zu 2000 bis jetzt wesentlich geringere Beschleunigung der Outperformance. Die Grafik zeigt ebenfalls, dass sich Technologieaktien in einem langfristigen Trend seit 40 Jahren besser entwickelten und somit die Outperformance in gewissem Sinne normal war. Schliesslich wiesen Technologieaktien ja auch seit Jahrzehnten ein höheres Trendgewinnwachstum auf.

Berechnet man, wie stark Technologieaktien fallen oder steigen müssten, um das durchschnittliche relative Kurs-Gewinn-Verhältnis zu erreichen, ergibt sich das in Grafik 2 dargestellte relative Bewertungsmodell, das auch Vergleiche mit der Technologieblase 2000 zulässt.

Im Februar 2000 waren Technologieaktien gemäss diesem Modell fast 70% überbewertet. Mit anderen Worten, ein Rückgang von ca. 40% hätte zu einer Bewertung von US-Technologieaktien im Einklang mit dem Gesamtmarkt geführt.

Und heute? US-Technologieaktien erscheinen gemessen am relativen Kurs-Gewinn-Verhältnis etwas mehr als 20% zu teuer. Für Experten: Sie sind damit gerade eine Standardabweichung zu teuer. Somit sind Technologieaktien noch sehr weit von den Exzessen des Jahres 2000 entfernt, als die Überbewertung drei Mal so hoch war.

Und heute? US-Technologieaktien erscheinen gemessen am relativen Kurs-Gewinn-Verhältnis etwas mehr als 20% zu teuer. Für Experten: Sie sind damit gerade eine Standardabweichung zu teuer. Somit sind Technologieaktien noch sehr weit von den Exzessen des Jahres 2000 entfernt, als die Überbewertung drei Mal so hoch war.

US-Aktien insgesamt eher teuer

Wie sieht es mit der zweiten Frage aus: Ist die Bewertung des restlichen US-Marktes attraktiv? Leider: nein! US-Aktien sind historisch betrachtet eher hoch bewertet,



Tech-Aktien sind stark gestiegen. Auch wenn Vorsicht angebracht ist, eine Blase wie im Jahr 2000 ist es noch nicht.

v. a. im Vergleich zu den mittlerweile erzielbaren Renditen bei sicheren Staatsanleihen oder gar Geldmarktanlagen.

Hinzu kommt Gegenwind von Seiten der Marktliquidität. Die US-Notenbank sowie andere Zentralbanken setzen ihre Politik der quantitativen Straffung fort und entziehen dem Bankensystem und den Märkten Liquidität. Nach der Anhebung der Schuldenobergrenze kommt hinzu, dass das Finanzministerium in den nächsten Monaten Staatsanleihen im Nettovolumen von bis zu USD 1'000 Mrd. emittieren dürfte. Der vorhandene Liquiditätspool, der aufgrund der quantitativen Straffung immer kleiner wird, könnte also durch Neuemissionen stark belastet werden und auch die Aktienmärkte in Mitleidenschaft ziehen. Die konjunkturellen Ampeln stehen zudem auf Gelb. Im Gegensatz zu normalen Ampeln ist es jedoch denkbar, dass die Konjunkturampel die Rotphase auslöst, direkt wieder von Gelb auf Grün springt oder einfach lange Zeit auf Gelb bleibt.

Abnahme der Marktbreite als Warnsignal

Zudem lieferte eine Abnahme der Marktbreite in der Vergangenheit oftmals gute Signale, um vorsichtiger gegenüber Aktien insgesamt zu werden. So ist die positive Kursentwicklung des S&P 500 im Wesentlichen auf die zehn grössten von 500 (!) Aktientiteln zurückzuführen. Deren Marktkapitalisierung macht inzwischen etwa ein Gewicht von 30% aus. Man muss in der Geschichte des S&P 500 schon bis ins dritte Quartal 1998 zurückgehen, um eine derart hohe Konzentration ausfindig machen zu können. Damals, während der Frühphase der Tech-Blase 2000, vereinten die Top-10-Titel ein Gewicht in ähnlicher Grössenordnung.

Künstliche Intelligenz als neue technologische Revolution

Das heisst aber nicht, dass der Markt deswegen bereits vor einer grösseren Korrektur stehen muss. Phasen rasanten technologischen Wandels haben in der Vergangenheit zwar immer wieder zu Übertreibungen geführt. Oft dauerte es aber Jahre, bis die Übertreibungen wirklich zu gross wurden. So löste die breite Anwendung der Elektrizität zu Beginn des letzten Jahrhunderts einen technologischen und ökonomischen Boom in den 1920er

Jahren aus, der auch die Börsen jahrelang kräftig ansteigen liess, bis die Märkte sehr teuer waren und die Hausse mit dem «Schwarzen Freitag» von 1929 abrupt endete.

Es ist denkbar, dass die KI-Revolution ebenfalls einen vergleichbaren Boom auslösen könnte, zumal die jetzt im Fokus stehenden generativen KIs tatsächlich das Potenzial haben, die Kommunikation zwischen Mensch und Maschine signifikant zu verändern. Letztlich sind sie aber nur eine Facette des starken strukturellen Trends zum Einsatz von KI. Und diese strukturellen Trends haben schon seit Langem zu einer besseren Entwicklung des Technologie-Sektors relativ zum breiten Markt geführt.

Positive Faktoren nicht ausblenden

Bei einer nüchternen Betrachtung dürfen auch die positiven Faktoren nicht ausgeblendet werden. Zunächst einmal ist hier der Trend zu erwähnen. Studien zeigen, dass Märkte, die über 6 bis 12 Monate outperformen (eine positive relative Rendite erzielen) eine Tendenz haben, dies auch im nächsten Monat zu tun. Da dieser Tatbestand für US-Technologieaktien (Outperformance) und US-Aktien (positive Rendite) gilt, ist es ziemlich wahrscheinlich, dass sich dieses Muster kurzfristig fortsetzen wird. Zudem sind die strukturellen Trends zur Digitalisierung, Cloud und der Vernetzung weiter intakt. Von der Makroseite gehen wir zudem davon aus, dass der US-Wirtschaft tatsächlich eine sanfte Landung gelingt und die Inflation sinkt, ohne dass es eine schärfere Rezession gibt.

Ampeln stehen auf Gelb

Summa summarum: Die Ampeln stehen auf Gelb, Vorsicht ist angebracht. Deshalb empfehlen wir, US-Aktien und Aktien insgesamt leicht tiefer zu gewichten. Investoren, die in die bisherigen Überflieger investieren wollen, müssen sich bewusst sein, dass die Bewertungen bereits sehr hoch sind und diese hohen Erwartungen jetzt auch erfüllt werden müssen. Auf der anderen Seite werden Aktien von starken Trends getrieben. Wir erwarten derzeit keinen Crash bei Technologie-Aktien, aber bei einzelnen Aktien könnte Vorsicht angebracht sein. ■

«Die KI-Revolution könnte einen vergleichbaren Boom wie die Elektrizität in den goldenen 1920ern auslösen.»

Festverzinsliche Anlagen



Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

Die Zinskurven haben sich weiter invertiert, was kürzer laufende Anleihen interessanter macht. Unternehmensanleihen sind nicht übermässig teuer. Schwellenländeranleihen sollten leicht stärker gewichtet werden.

Im 2. Quartal ging es in den meisten Staatsanleihemärkten mit den Renditen wieder nach oben, nachdem die Bankenkrise vom März zu einem starken Rückgang geführt hatte. Spitzenreiter war Grossbritannien, wo die Rendite für 10-jährige Staatsanleihen angesichts hartnäckiger Inflationszahlen um ganze 80 Basispunkte (BP) auf 4.3% stieg. Auch in den USA liegt die Rendite mit 3.7% ca. 30 BP höher als zum Quartalsbeginn. In der Eurozone bewegten sich die Renditen dagegen tendenziell seitwärts. Und der Schweizer Markt nahm mit einem Rückgang von fast 30 BP auf 0.95% eine Sonderstellung ein.

Zinskurven stärker invertiert

Eine weitere Eigenschaft zeichnet die Zinskurven in diesen vier Währungsräumen GBP, USD, EUR und CHF aus: eine über das Quartal hinweg zunehmende Inversion der Zinskurve. Das heisst, dass die Renditen von Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit (z. B. 2 Jahre) höher liegen als die von länger laufenden (z. B. 10 Jahre). Das kürzere Ende ist vor allem von den Leitzinsen beeinflusst, die in den letzten Monaten weiter angestiegen sind, während längere Renditen langfristige Wachstums- und Inflationserwartungen reflektieren. In der Schweiz beispielsweise rentieren 2-jährige Anleihen 1.1% und damit 15 BP mehr als 10-jährige Anleihen. In den USA liegt der Unterschied mittlerweile bei fast 100 BP, in Deutschland bei knapp 80 BP.

Verflachung dürfte auf sich warten lassen

In Finanzmarktkommentaren findet man mit Regelmässigkeit den Hinweis, dass invertierte Zinskurven ein guter Rezessionsindikator seien. Für die USA muss man klar sagen, dass der Indikator in diesem Zyklus bislang versagt hat.

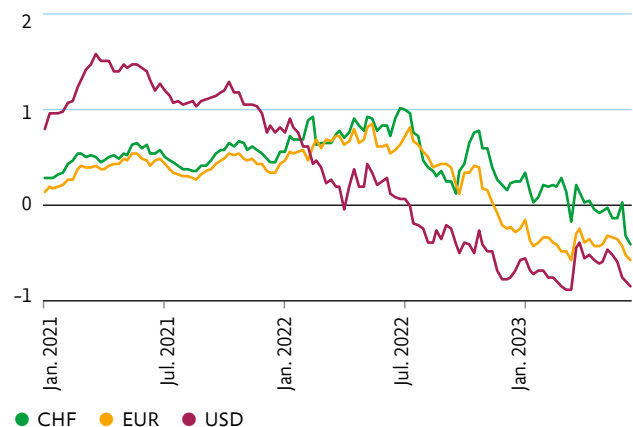
Riskoprämien von EUR-/USD-Unternehmensanleihen

Aufschlag gegenüber Staatsanleihen in Basispunkten



Staatsanleihen Laufzeit 10 Jahre gegen 2 Jahre

Renditedifferenz in Prozentpunkten



Und in Deutschland fand die Inversion der Zinskurve erst nach dem Eintreten der technischen Rezession statt. In Zeiten, in denen Zentralbanken grosse Anleihebestände auf ihren Bilanzen halten und damit das Renditeniveau drücken, dürfte eine Inversion der Zinskurve ohnehin nicht die gleiche Aussagekraft wie in der Vergangenheit haben. Man sollte diesen Indikator entsprechend nicht zu wörtlich nehmen. Für die kommenden Monate gehen wir davon aus, dass die Leitzinsen nur noch etwas weiter ansteigen werden, weshalb wir wenig Raum für sinkende Renditen am kurzen Ende sehen. Für das längere Ende wird viel vom weiteren Inflationsverlauf abhängen. In der Schweiz fehlt uns die Fantasie für einen nennenswerten Anstieg der längeren Renditen. Auch für die Eurozone und die USA erscheint das Potenzial begrenzt. Damit dürften die inversen Zinskurven vorerst noch Bestand haben. Angesichts der höheren Verzinsung am kurzen Ende bietet sich eine Positionierung dort in allen drei Währungsräumen an. Technisch ausgedrückt empfehlen wir in gemischten Portfolios eine Duration, die tiefer als die in unseren Vergleichsindizes liegt.

Bei den Risikoauflösungen für Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen ist die Attraktivität seit Ende März wieder etwas gesunken und das Niveau befindet sich in etwa auf dem vom Jahresstart. Eine gewisse Konjunkturabschwächung und ein etwas höheres Ausfallrisiko werden damit bereits eingepreist, allerdings keine schärfere Rezession. Wir sehen zwar das Risiko einer ausgeprägteren Verlangsamung, erwarten aber keine Rezession. Vor diesem Hintergrund empfehlen wir im Portfoliokontext weiterhin eine leichte Übergewichtung von Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen, vor allem im Schweizer Markt.

Anleihen der Schwellenländer bewegten sich im 2. Quartal im Schnitt seitwärts (in Franken gerechnet). Verluste im April und Mai wurden durch eine gute Entwicklung im Juni ausgeglichen. Bei den Indexschergewichten unter den Lokalwährungsanleihen stach die Schwäche von Südafrika (Währung und Anleihen) hervor. Eine Rally bei osteuropäischen und brasilianischen Anleihen glich dies aus. Hartwährungsanleihen wurden vor allem von der Schwäche des USD zurückgehalten. Im Portfoliokontext empfehlen wir weiterhin eine Gewichtung von breit diversifizierten Schwellenländeranlagen gemäss Anlagestrategie. Zusätzlich empfehlen wir eine Beimischung von chinesischen Anleihen, da sich die Wirtschaft Chinas in einer zyklisch gänzlich anderen Phase befindet als der Westen und sich damit Diversifikationsmöglichkeiten eröffnen. ■

**Unternehmensanleihen
etwas attraktiver**

**Schwellenländer neutral
gewichten**

IN KÜRZE

**Anleihequote nur leicht tiefer
gewichten**

**Kürzere Laufzeiten auf Portfolio-
ebene bevorzugen**

**Unternehmensanleihen gegenüber
Staatsanleihen leicht attraktiver,
insbesondere in der Schweiz**

**Schwellenländeranleihen in Hart-
währung neutral. Moderates
Übergewicht von Lokalwährungen**

Aktienmärkte

Aktien blieben weiterhin gesucht. Rezessionsängste haben in den USA eine Flucht in grosskapitalisierte Werte lanciert. Unsere Sektorpräferenzen bleiben unverändert. Wir bevorzugen weiterhin defensive Qualitätswerte.

Die wichtigsten Aktienmärkte weltweit haben seit Anfang des Jahres zum Teil kräftig zugelegt. Gleichzeitig hat die Volatilität deutlich nachgelassen und ist auf Vorpandemieniveaus zurückgekehrt. Aktienmärkte, die schwungvoll ins 2. Quartal gestartet sind, haben im Mai und Juni an Dynamik verloren. Solche, die im 1. Quartal eine verhaltene Entwicklung aufgewiesen haben, konnten im letzten und im laufenden Monat zulegen.

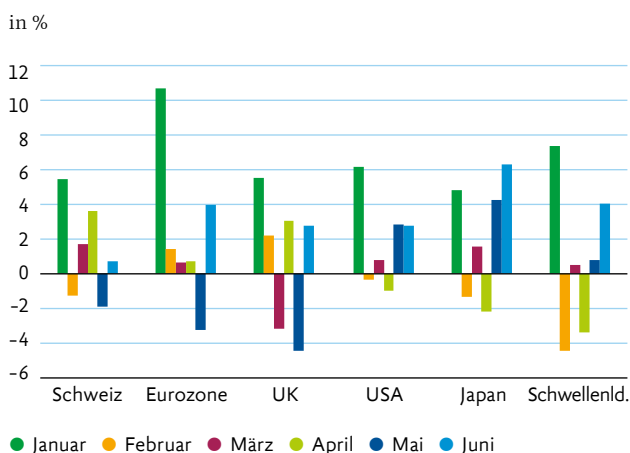
Regionen: Pazifik favorisiert

Auf regionaler Ebene haben wir derzeit die folgenden Einschätzungen:

Schweiz: Der SPI gehört - relativ gesehen - eher zu den teuren Märkten. Zudem ist für das kommende Jahr ein hohes Gewinnwachstum eingepreist, weshalb wir an unserem Untergewicht festhalten.

Eurozone: Aktien dieser Region bleiben interessant bewertet, bei nur moderaten Gewinnwachstumsersparungen. Wir raten zu einem neutralen Gewicht.

Gesamtrenditen versch. Aktienmärkte pro Monat



UK: zuletzt folgte jeweils auf einen starken Monat ein schwacher. Angesichts der Richtungssuche der Aktien fühlen wir uns mit der neutralen Position wohl.

Nordamerika: die grossen Technologiewerte haben seit Mai für eine starke Performance gesorgt. Rezessionsängste liessen Investoren nach grossen und stabilen Werten greifen. Zudem hat das Thema Künstliche Intelligenz (KI) die Fantasie befeuert. Wir bleiben in der Region untergewichtet, da der dortige Aktienmarkt vergleichsweise hoch bewertet ist.

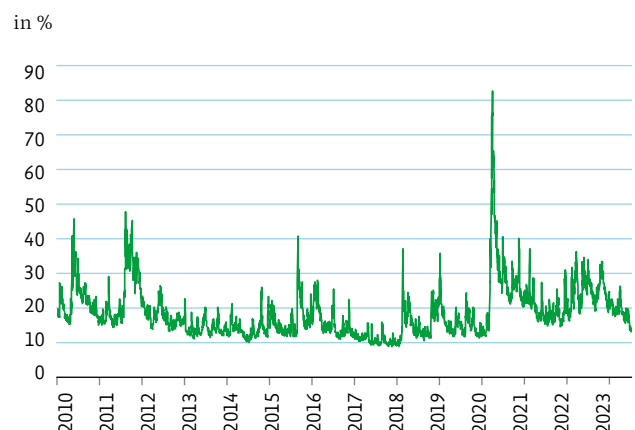
Pazifik: insbesondere Aktien aus Japan versehen wir mit einem Übergewicht, da wir von der attraktiven Bewertung profitieren wollen und uns die Initiative der Tokioter Börse (TSE) gefällt. Diese will die Unternehmen zu mehr Transparenz und besserer Unternehmensführung (Corporate Governance) bewegen. Springt ein Unternehmen nicht auf den Zug auf, droht die Dekotierung.

Schwellenländer: vermochten trotz jüngst guter Performance nicht zu überzeugen. Vor allem in China fehlt uns die Fantasie. Darum gewichten wir Schwellenländer insgesamt leicht tiefer.

Sektoren: Fokus auf Qualitätswerte

In Phasen mit mangelnder Visibilität bevorzugen wir defensive Sektoren wie das Gesundheitswesen und den nicht-zyklischen Konsum als stabile Anker im Portfolio. Wir favorisieren Pharmakonzerne mit starken Neulancierungen, guten Wirkstoffpipelines und soliden Bilan-

Volatilitätsindex für den US-Aktienmarkt



zen. Grosse Auftragsfertiger für die Medikamentenforschung und -produktion überzeugen uns mit attraktivem Wachstum, hohen Eintrittshürden und starken Kundenbeziehungen.

Beim nicht-zyklischen Konsum bevorzugen wir Nahrungsmittelhersteller. Ihnen dürfte es gelingen, höhere Rohstoff- und Verpackungskosten an die Kunden weiterzuleiten.

Angesichts der - trotz Rückgangs - immer noch hohen Energiepreise bleibt der Energiesektor einer unserer Favoriten. Wir gehen davon aus, dass konjunkturelle und geopolitische Faktoren das schwarze Gold massgeblich prägen werden. Darum dürfte der Ölpreis auf dem gegenwärtigen Niveau gut unterstützt sein. Energiefirmen werden in der Lage sein, hohe Dividendenausschüttungen vorzunehmen und gleichzeitig die nötigen Investitionen zu tätigen.

Bei den Sektoren Immobilien, Kommunikation und zyklischer Konsum ist Vorsicht angebracht. Der schnelle Zinsanstieg hat viele Immobilienfirmen in Bedrängnis gebracht. Die Verschuldungsquote steht plötzlich im Fokus. Die Cashflows werden vermehrt für die Schuldenreduktion statt für Ausschüttungen (Dividenden) verwendet - bisher ein starkes Kaufargument für Immobilienaktien. Neue Projekte werden auf Eis gelegt, weil sich Neuinvestitionen durch stark gestiegene Energie-, Rohstoff- und Lohnkosten gepaart mit höheren Zinsen nicht mehr rechnen. Das Wachstum der Branche ist de facto zum Erliegen gekommen. Auch Aktien aus dem Sektor Kommunikation leiden unter den höheren Zinsen und haben zudem eine chronisch schlechte Preissetzungsmacht.

Beim zyklischen Konsum waren es insbesondere die Luxuswerte, die eine gute Performance verzeichnet haben. Die hohe Preissetzungsmacht sorgte für eine erfreuliche Gewinnentwicklung. Nun zeichnet sich einerseits eine nachlassende Nachfrage aus den USA ab und andererseits führte die Wiedereröffnung der chinesischen Wirtschaft nicht zu den erhofften Nachholeffekten beim Konsum. Automobilwerte haben von den weiterhin hohen Auftragsbeständen profitiert. Ob die Nachfrage auch in Zukunft im gleichen Ausmass vorhanden sein wird, ist ungewiss. Die Konsumenten leiden unter



Reto Lötscher
Leiter Finanzanalyse

den hohen Inflationszahlen und könnten sich mit teuren Anschaffungen wie Autos zurückhalten. Generell lässt sich feststellen, dass die Konsumenten auf günstigere und margenschwache Produkte ausweichen. Die Visibilität für die Nachfrage der Konsumenten in den kommenden Monaten ist getrübt. Insgesamt führen diese Faktoren zu unserem Untergewicht beim zyklischen Konsum. ■

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

IN KÜRZE

Schweizer Aktien mit hoher Bewertung und anspruchsvollen Wachstumserwartungen

Europäische Aktien günstiger bewertet als US-Aktien

Hoffnung auf bessere Corporate Governance in Japan

Volatilität kehrte auf Tiefststände zurück

Bevorzugte Sektoren: Energie, Gesundheitswesen, nicht-zyklischer Konsum

Rohstoffe



Andreas Müller
Analyst Rohstoffe

Gold profitierte von Unsicherheiten, während schwächere Konjunkturdaten die Preise von Öl und Industriemetallen belasteten. Die Gasversorgungslage in Europa hat sich weiter entspannt.

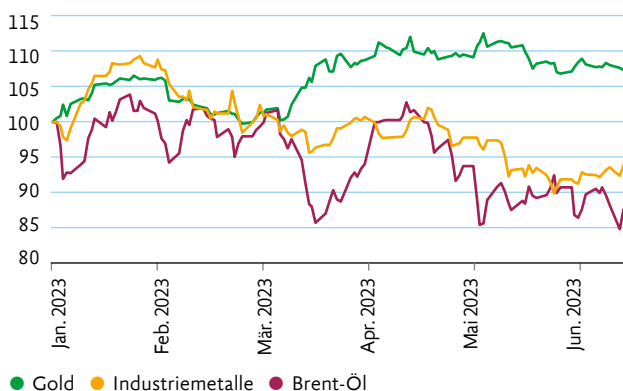
Die Rohstoffpreise erlebten in den letzten Monaten unterschiedliche Entwicklungen. Während Gold aufgrund der US-Bankenkrise und der Unsicherheiten über die Erhöhung der Schuldenobergrenze Amerikas Aufwind erhielt, setzten die fortwährenden Konjunktursorgen den Preisen der meisten Basismetalle und auch des Rohöls arg zu. Gold stieg seit Jahresbeginn um ca. 6%, Rohöl der Sorte Brent gab dagegen um ca. 12% nach. Die Basismetalle erlebten zu Jahresbeginn aufgrund der Lockerungen in China einen deutlichen Aufschwung, mussten sich dann jedoch einem Abwärtstrend fügen. So gaben Kupfer und Aluminium vom Jahreshoch im Januar um über 9% bzw. 18% an Boden preis.

Gold zeigte erneut Krisenschutz

Das gelbe Metall konnte in den letzten Monaten wieder seinen Schutzcharakter zeigen, als es sich während der Bankenkrise im März schlagartig verteuerte. Auch die Unsicherheiten über die Erhöhung der Schuldenobergrenze Amerikas kamen dem Edelmetall zugute. Trotz aktuell wieder leicht ansteigender Realrenditen bleiben die Goldnotierungen weiterhin fest. Nebst anhaltender Unsicherheit ist dies u. a. auf weiterhin substantielle Käufe seitens einiger Zentralbanken zurückzuführen. Dabei stachen Singapur und China als grosse Käufer hervor, während die Türkei Gold verkaufte, um sich angesichts der Präsidentschaftswahlen gegen einen starken Verfall der Lira zu stemmen. Investitionen in Gold-ETFs sind seit einigen Monaten wieder leicht positiv. Im Lichte des sich abzeichnenden Endes des Zinserhöhungszyklus der US-Fed gehen wir davon aus, dass der Goldpreis noch weiter Potenzial hat.

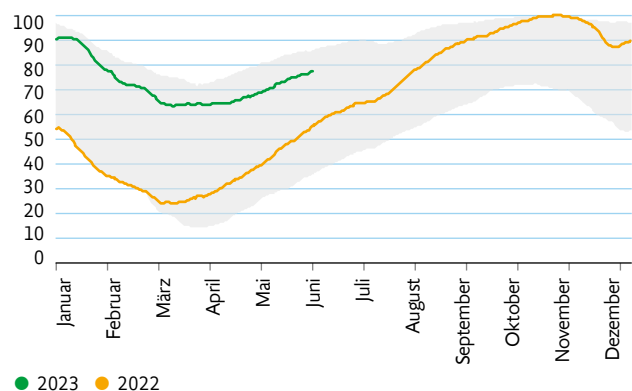
Ausgewählte Rohstoffpreise

indiziert in USD. Januar 2023 = 100



Füllstand deutscher Erdgasspeicher

in %. Grau = Spanne 2017-2023



Seit den kräftigen Preisavancen bei den Basismetallen zu Beginn des Jahres aufgrund der Öffnung Chinas standen diese in den letzten Monaten mehrheitlich unter Druck. Denn die Einkaufsmanagerindizes sind wieder gefallen und zeigen eine schwächere Wirtschaftsdynamik an. Auch die Krise im US-Bankensektor liess Ängste um Kreditverknappungen und zusätzliche Konjunktursorgen aufkommen. Hoffnungen auf erneute Stimuli aus China und tiefe Lagerbestände haben in den letzten Wochen jedoch wieder zu leicht ansteigenden Notierungen geführt. Wir rechnen damit, dass der gegenwärtige konjunkturelle Gegenwind wenig Potenzial für Preissteigerungen bietet. Mittelfristig dürfte sich eine verstärkte Nachfrage nach vielen Industriemetallen im Zeichen der Energiewende positiv auf die Preise auswirken.

Zur Freude vieler Unternehmen und Konsumenten haben sich die europäischen Gaspreise wieder deutlich normalisiert und notieren aktuell bei knapp EUR 40 pro MWh, fast 90% unter dem Höchstpreis von August 2022. Die Versorgungslage ist deutlich entspannter, da die deutschen Gasspeicher nach einem Tief im März bereits wieder zu ca. 77% gefüllt sind, was komfortabel über dem letztjährigen Stand von gut 50% liegt. Mitverantwortlich dafür waren nebst den relativ warmen Frühlingstemperaturen die Sparanstrengungen und die zusätzlichen Lieferungen von Flüssiggas. Kürzlich jedoch waren die Preise aufgrund von Produktionsausfällen und Sorgen über einen heissen Sommer in Europa wieder leicht angestiegen. Wir gehen für die nächste Zeit von seitwärts tendierenden Preisen aus, sofern das Wetter keine Kapriolen spielt.

Die Unklarheiten über das weitere Vorgehen der US-Notenbank und Konjunkturängste lasteten in den letzten Monaten auf den Ölpreisen. Der von vielen erwartete zukünftige Nachfrageüberhang, die bevorstehende «driving season» in den USA, die tiefen Lagerhaltungsbestände, die sinkende Anzahl Ölbohrtürme und auch die Kürzungen der Förderquoten der OPEC-plus-Staaten konnten den Preisverfall nicht stoppen.

Da die Ölförderländer nicht an einem zu tiefen Ölpreis interessiert sind, beschlossen sie, die Förderquoten für 2024 um 1.4 Mio. Barrel pro Tag auf neu 40 Mio. Barrel pro Tag (1 Barrel entspricht 159 Liter) zu kürzen. Für Juli will Saudi-Arabien die Produktion im Alleingang zusätzlich um 1 Mio. Barrel pro Tag reduzieren, um die Preise zu stützen. Der saudische Energieminister verkündete, dass man alles tun werde, um Preisstabilität zu gewährleisten. Obwohl viele afrikanische Staaten ihre aktuellen Quoten kaum erfüllen können, müssen sie gegen ihren Willen Kürzungen vornehmen. Russland hingegen muss keine weiteren Abstriche machen, obwohl Zweifel bestehen, dass sich das Land angesichts des starken Exports nach China und Indien überhaupt an die Quoten hält.

Die Preise des schwarzen Goldes werden weiterhin stark durch geopolitische und konjunkturelle Ereignisse geprägt sein. Wir gehen davon aus, dass die Preise auf den aktuellen Niveaus vorläufig gut unterstützt sein werden. ■

Schwache Wirtschaftsdaten lasten auf den Basismetallen

Gaspreise wieder auf langjähriger Durchschnittswerten

Ölpreis durch Konjunkturängste belastet

IN KÜRZE

Ölpreise sollten auf aktuellen Niveaus gut unterstützt sein

Hoher Füllstand der Erdgasspeicher in Europa entspannt Gasmarkt

Goldpreis dürfte von nahem Ende der Zinserhöhungen profitieren

Basismetalle erleben zyklischen Gegenwind, spielen aber in der Energiewende eine wichtige Rolle

Immobilien

Der hypothekarische Referenzzinssatz stieg erstmals seit 2008. Wohnen wird damit auch ohne Umzug teurer. Immobilienfonds dürften von den Mietpreissteigerungen profitieren. Globale Immobilienaktien erscheinen fair bewertet.

Nach einem durchgezogenen Jahresauftakt hat sich die Stimmung der Marktteilnehmer für Immobilienanlagen im 2. Quartal verbessert. Dies führte zu einer Kurserholung bei den Schweizer Immobilienfonds. Auch globale REITs konnten leicht zulegen. Beide liegen seit Jahresbeginn nun leicht im Plus. Die Erwartungen an die Konjunktur- und Zinsentwicklung bleiben die entscheidenden Treiber.

Anstieg Referenzzinssatz – Mieten werden teurer auch ohne Umzug

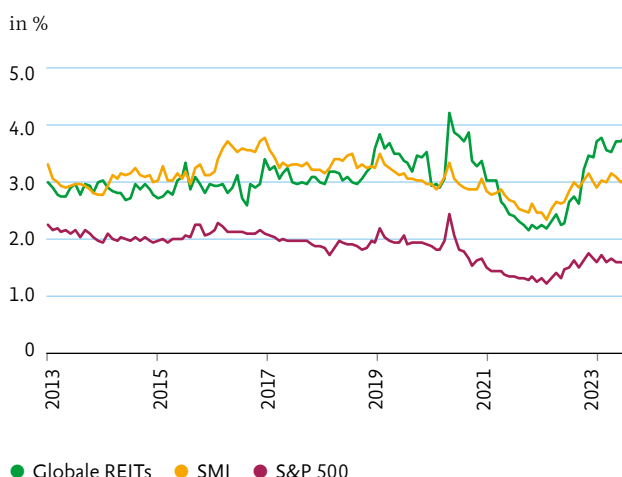
In den letzten Jahren sind die Wohnkosten für viele Schweizer Mieter gleich geblieben oder günstiger geworden, weil der für die Mietzinsgestaltung massgebliche hypothekarische Referenzzinssatz stetig gesunken ist. Viele Mieter, die nicht umzogen, konnten davon profitieren. Das könnte sich nun aber ändern. Denn das Bundesamt für Wohnungswesen hat kürzlich einen Anstieg des hypothekarischen Referenzzinssatzes um 25 Basispunkte auf 1.5% bekannt gegeben. Dies ist

insofern relevant, als Vermieter nun die Möglichkeit haben, die Nettomieten um 3% zu erhöhen, sofern der bestehende Mietvertrag auf dem aktuellen Referenzzinssatz von 1.25% basiert. Das ist schätzungsweise bei der Hälfte der Haushalte der Fall. Zusätzlich können die Vermieter 40% der aufgelaufenen Teuerung und 0.5% der allgemeinen Kostensteigerung pro Jahr geltend machen. Zu den 3% könnten also bis zu 4% hinzukommen. Weiteres Ungemach könnte auf die Mieter zukommen, da der Referenzzinssatz mit hoher Wahrscheinlichkeit im Dezember 2023 oder März 2024 erneut angehoben werden dürfte, was die Mietpreise weiter nach oben treiben wird.

Robuste Nachfrage auf dem Mietwohnungsmarkt

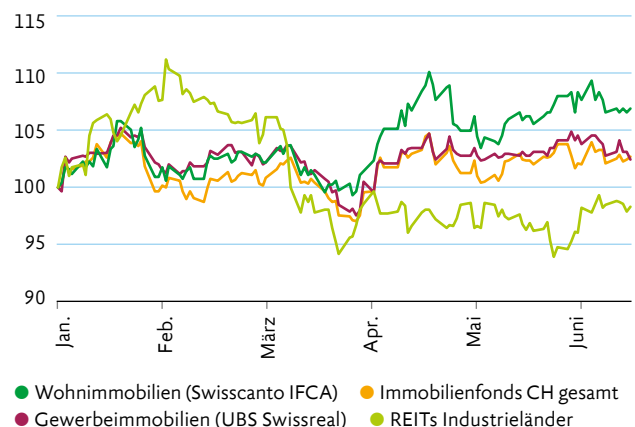
Die Nachfrage nach Mietwohnungen ist ungebrochen gross, da sich – relativ gesehen – die Schweizer Wirtschaft derzeit besser entwickelt als die in den meisten anderen europäischen Ländern. Entsprechend übt der Arbeitsmarkt eine Sogwirkung auf ausländische Arbeitskräfte aus. Nachdem die Nettozuwanderung im Jahr 2022 mit 81'000 Personen (ohne ukrainische Flüchtlinge) rund 30% höher ausgefallen ist als im Vorjahr, was in etwa der Grösse der Bevölkerung der Stadt Luzern entspricht, rechnen wir auch in diesem Jahr mit einer überdurchschnittlichen Zuwanderung. Neben diesem Faktor spielen zudem der Trend zur Individualisierung (Haushaltsverkleinerung) und der steigende Flächenbedarf eine zentrale Rolle bei der Wohnungsnachfrage. Schätzungen gehen davon aus, dass 2023 rund 50'000

Dividendenrenditen von Aktien und REITs



Schweizer Immobilienfonds und globale REITs

Gesamtrendite in CHF, indiziert. Januar 2023 = 100



zusätzliche Wohnungen nachgefragt werden. Da aufgrund der reduzierten Bautätigkeit im laufenden Jahr weniger Wohnungen gebaut werden, dürften die Leerstände weiter sinken.

Nachfrageüberhang stützt Preise auch bei Wohneigentum

Die robusten Nachfragefaktoren, die auf dem Mietwohnungsmarkt bestimmend sind, spielen auch auf dem Wohneigentumsmarkt eine wichtige Rolle. Trotz gesteigerter Finanzierungskosten ist bei den Wohneigentumspreisen mit Ausnahme von Mehrfamilienhäusern kein Rückgang feststellbar. So sind die am Markt bezahlten Preise gemäss dem privaten Immobiliendienstleistungsunternehmen IAZI im 1. Quartal 2023 gegenüber dem Vorquartal erneut um 1.0% gestiegen, wobei sich Einfamilienhäuser (1.0%) und Eigentumswohnungen (0.9%) in etwa in gleichem Masse verteuerten. Zum Vorjahr betrug die Wachstumsrate 5.1% bei Einfamilienhäusern und 4.0% bei Eigentumswohnungen.

Schweizer Immobilienfonds sollten von Mietpreisteigerungen profitieren

Die Aussichten für Schweizer Immobilienfonds beurteilen wir für das zweite Halbjahr als positiv. Wohnimmobilienfonds dürften von steigenden Mieterträgen und sinkenden Leerständen profitieren. Da die Schweiz im laufenden Jahr zwar eine konjunkturelle Verlangsamung, aber keine Rezession erfahren dürfte, rechnen wir bei den Geschäftsimmobiliensfonds nicht mit steigenden Mietzinsausfällen. Die Agios, die das Verhältnis zwischen Fondskurs und Nettoinventarwert widerspiegeln, liegen weiterhin unter den historischen Durchschnittswerten. Wir halten die Bewertungen daher für attraktiv. Einige Gewerbeimmobilienfonds werden noch mit einem Abschlag gehandelt. Die durchschnittliche Ausschüttungsrendite von Schweizer Immobilienfonds erachten wir mit rund 2.6% als attraktiv. Wir bevorzugen derzeit gemischte Immobilienfonds mit Wohn- und Geschäftsliegenschaften.

Globale REITs - interessante Ausschüttungsrenditen

Die Kurse internationaler Immobilienaktien (REITs) sind im 2. Quartal 2023 leicht gestiegen. Ein verbessertes Markt sentiment und die Aussicht auf eine Zinspause der US-Notenbank wirkten sich positiv auf die Kursent-



Tom Eyer
Analyst Immobilienanlagen

wicklung der REITs aus. Auch wenn Risiken in einzelnen Segmenten wie US-Büroimmobilien bestehen, die nur einen niedrigen einstelligen Prozentsatz der globalen REIT-Investments ausmachen, halten wir die Chancen und Risiken für globale REITs derzeit in etwa für ausgewogen. Nach der Kurskorrektur im vergangenen Jahr ist in den aktuellen Kursen einiges an Negativem eingepreist. Wir gehen davon aus, dass sich die Konjunktur in den grossen Volkswirtschaften zu Beginn der zweiten Jahreshälfte etwas verlangsamen wird. Gegen Ende des Jahres und 2024 dürfte das Wachstum nach unserer Einschätzung aber wieder anziehen. Immobilienaktien sollten davon profitieren können. Im Portfoliokontext bieten Immobilienaktien positive Diversifikationseigenschaften. Zudem ist die Dividendenrendite mit 3.7% attraktiv. Wir bevorzugen globale, breit diversifizierte REITs. ■

IN KÜRZE

Schweizer Immobilienfonds werden von Mietpreisteigerungen profitieren

**Gewerbeimmobilienfonds weisen zum Teil Disagios auf
Gemischte Schweizer Immobilienfonds bevorzugen**

Internationale Immobilienanlagen weisen ein ausgewogenes Chancen-Risiko-Profil auf

MARKTÜBERBLICK

Das 2. Quartal verlief aus Sicht der globalen Aktienmärkte erneut recht erfreulich. Neben einer Erholung von der Bankenpanik des Frühjahrs sorgte auch die Stärke von Technologiewerten für steigende Aktienkurse. Die meisten Märkte vermochten in diesem Umfeld um knapp 5% zuzulegen, wobei Japan und die US-Technologiebörse Nasdaq nach oben herausstachen. Der Schweizer Markt

gewann 2.5%. Bei den Anleihen führten steigende Renditen meist zu leichten Kursverlusten mit Ausnahme des Schweizer Marktes, der kleine Gewinne verbuchte. Rohstoffe tendierten insgesamt schwächer, insbesondere Industriemetalle und Energie. Immobilienanlagen wie Schweizer Immobilienfonds und globale Immobilienaktien legten leicht zu.

Performance ausgewählter Finanzmarktindizes

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

	Performance-Rückblick							Unsere Erwartung in 6-9 Monaten
	23.06.23	2023	2022	2021	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	
Geldmarkt								
Geldmarkt CHF 3 Mt.	115	0.2	-0.3	-0.5	0.2	-1.7	-3.3	→
Staatsanleihen								
Schweiz (CHF)	172	8.0	-17.0	-4.2	5.3	-6.8	3.4	→
Eurozone (EUR)	208	2.1	-19.2	-3.8	-5.3	-12.7	2.9	→
Grossbritannien (GBP)	217	-3.8	-25.1	-5.3	-15.6	-19.8	3.0	→
USA (USD)	2'231	2.0	-12.5	-2.3	-1.4	3.0	10.7	→
USA inflationsgeschützt (USD)	336	2.2	-11.8	6.0	-2.3	13.9	24.5	↗
China (CNY)	221	2.5	3.4	5.5	4.1	27.7	57.5	→
Unternehmensanleihen								
Denominiert in CHF	175	2.0	-7.5	-0.5	1.6	-3.2	4.8	→
Global (USD)	257	3.5	-16.7	-2.9	1.7	2.8	16.7	→
EM-Anleihen								
Hartwährung (USD)	394	3.5	-16.6	-2.6	4.8	1.8	24.7	→
Lokalwährung (USD)	140	2.2	-8.4	-1.6	2.6	8.1	13.0	→
Aktienindizes								
Schweiz SMI	11'221	7.7	-14.3	23.7	10.7	52.0	107.7	→
Schweiz SPI	14'754	7.4	-16.5	23.4	9.4	42.8	110.1	→
USA (USD)	4'348	14.2	-18.1	28.7	16.6	72.3	230.6	→
UK (GBP)	7'462	2.3	4.7	18.4	10.4	17.5	78.4	→
Eurozone (EUR)	449	12.3	-11.7	23.4	21.4	35.5	134.6	→
Japan (JPY)	2'265	21.3	-2.5	12.7	25.7	46.5	157.5	↗
China, Schanghai (CNY)	3'864	0.7	-19.8	-3.5	-8.9	19.1	106.6	→
Welt (USD)	2'902	12.9	-17.7	22.3	16.4	53.0	158.1	→
Schwellenländer (USD)	992	5.1	-19.7	-2.2	3.1	5.2	45.0	↘
Immobilien								
Schweizer Immobilienfonds	176	0.6	-15.2	7.3	3.4	22.8	58.3	→
REITs Global (USD)	123	-2.4	-24.5	27.1	-7.6	-0.5	43.9	→
Rohstoffe								
Breiter Rohstoffindex (USD)	1'787	-1.9	17.4	34.9	-2.2	54.2	23.8	→
Gold (USD)	1'924	6.0	-0.4	-4.0	4.5	51.6	49.2	↗
Öl (Brent) (USD)	74	-12.7	8.3	51.1	-32.7	-0.7	-26.4	→
Devisen								
EUR/CHF	0.977	-1.0	-4.7	-4.2	-3.1	-15.2	-20.4	→
USD/CHF	0.897	-2.9	1.3	3.1	-6.6	-9.2	-4.0	→
EUR/USD	1.088	2.0	-6.2	-7.1	3.4	-6.5	-17.2	↗
GBP/USD	1.271	5.7	-11.2	-0.9	3.6	-4.2	-17.4	→
USD/JPY	143.745	8.9	14.6	11.5	6.9	30.8	47.5	→
USD/CNY	7.178	4.1	8.7	-2.9	7.2	10.4	17.0	→

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

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

MAKROPROGNOSEN

Das globale Wirtschaftswachstum verliert dieses Jahr an Fahrt. Grund hierfür sind u. a. die weltweit kräftig gestiegenen Leitzinsen. Diese belasten vor allem den zins-sensitiven Immobiliensektor. Gleichzeitig befindet sich die Inflation in vielen Ländern auf dem Rückmarsch. Diese Entwicklung stützt die reale Kaufkraft der Konsumenten. Zusätzlich profitieren diese davon, dass sich die

Beschäftigung und das Einkommen weiterhin positiv entwickeln sollten. Die Zentralbanken dürften angesichts noch hoher Teuerungsraten zwar weiterhin wachsam bleiben. Wir erwarten jedoch, dass die Leitzinsen ihr Hoch bald erreicht haben werden. Mit einer raschen Korrektur der Leitzinsen nach unten rechnen wir allerdings nicht.

Konjunktur- und Zinsprognosen

	BIP (% ggü. Vorjahr)			Inflation (% ggü. Vorjahr)			Leitzins (%)		Rendite 10 J. (%)	
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	23.06.23	in 6-9 Mt.	23.06.23	in 6-9 Mt.
Schweiz	2.1	1.0	2.0	2.8	2.2	1.3	1.75	2.00	0.94	0.80
Eurozone	3.5	0.8	1.7	8.4	5.6	2.4	3.50	3.75	2.36	2.20
Grossbritannien	4.1	0.4	0.9	9.1	7.1	2.9	5.00	5.75	4.32	4.30
USA	2.1	1.3	1.3	8.0	4.1	2.4	5.00-5.25	5.00-5.25	3.74	3.60
Japan	1.0	0.7	0.8	2.5	2.8	0.9	-0.10	-0.10	0.37	0.50
China	3.0	5.4	4.6	2.0	1.4	2.4	-	-	-	-
Brasilien	3.0	1.8	1.0	9.3	5.0	4.2	-	-	-	-
Russland	-1.6	0.5	1.7	13.8	4.8	4.3	-	-	-	-
Indien	6.7	5.6	6.4	6.7	5.4	4.5	-	-	-	-
Welt	2.8	2.5	2.5	-	-	-	-	-	-	-

ÜBERBLICK WELTWIRTSCHAFT

Wachstumsprognosen für das Gesamtjahr 2023

BIP-Wachstum 2023 $\geq 4.0\%$

● **Sehr hohes Wachstum**

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

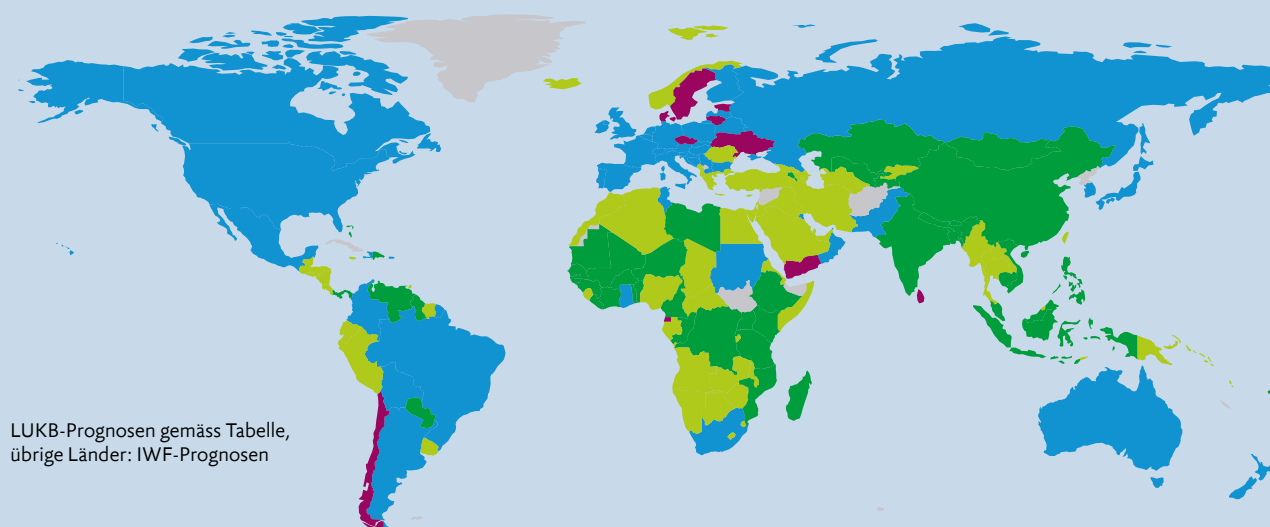
● **Moderates Wachstum**

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

● **Schwaches Wachstum**

BIP-Wachstum 2023 $< 0\%$

● **Rezession**



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

Luzerner Kantonalbank AG

Pilatusstrasse 12

6003 Luzern

Telefon +41 (0) 844 822 811

info@lukb.ch

lukb.ch

Disclaimer

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