

Anlagepolitik

Miteinander



 **Luzerner
Kantonalbank**

Q2 | 2023

Unsere Markteinschätzung

Seite 7

Fokusthema

Die Straffung der Geldpolitik
zeigt ihre Schattenseiten

Seite 10

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

Vertrauen ist ein sehr flüchtiges Gut. Das gilt an den Finanzmärkten genauso wie im Leben allgemein. Die vergangenen Wochen haben wieder einmal gezeigt, wie schnell es verschwinden kann und welche Kräfte dadurch freigesetzt werden.

«Die Volatilität ist an die Finanzmärkte zurückgekehrt. Für die Zentralbanken wird der Balanceakt zwischen Inflationsbekämpfung und Finanzstabilität zunehmend schwieriger.»

Eigentlich hatten die Finanzmärkte bis Anfang März einen recht gelungenen Jahresauftakt. Dass die befürchteten Energieengpässe ausblieben und die Straffung der Geldpolitik scheinbar keine schlimmen Folgen hatte, sorgte für steigende Aktienmärkte.

Geldpolitik wirkt nun aber einmal mit einer ziemlichen Zeitverzögerung, die immer wieder unterschätzt wird. Die Probleme bei einigen Banken sind auch ein Ausdruck dieser grundsätzlichen Änderung der Zentralbankpolitik. Welche Wege sich von hier aus öffnen und wie Portfolios darauf ausgerichtet werden sollen, beleuchten wir dieses Mal in unserem Fokusartikel.

Ich wünsche Ihnen eine interessante Lektüre.

Ihr Björn Eberhardt
Leiter Investment Office



Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

INHALT

- 4 | Highlights
- 6 | Basisszenario
- 7 | Markteinschätzung
- 8 | Konjunktur und Geldpolitik
- 10 | Fokus: Die Straffung der Geldpolitik zeigt ihre Schattenseiten
- 14 | Festverzinsliche Anlagen
- 16 | Aktienmärkte
- 18 | Rohstoffe
- 20 | Immobilien
- 22 | Marktüberblick
- 23 | Makroprognosen

HIGHLIGHTS

MAKRO- UND RISIKO-UMFELD

Die Straffung der Geldpolitik sowie die Probleme im Bankensektor äussern sich in rückläufiger Liquidität und einer sinkenden Risikobereitschaft der Marktteilnehmer. Das Wachstum zeigt sich relativ stabil, der Inflationsdruck nimmt auf hohem Niveau ab.

■ 1. Quartal 2023 ■ 2. Quartal 2023



LIQUIDITÄT

Die jüngsten Leitzinserhöhungen und der Rückgang der Wertpapierbestände bei den Zentralbanken sorgen für sinkende Liquidität, was belastend auf die Vermögenspreise wirkt.



RISIKO-UMFELD

Die Bankenkrise hat die Volatilität erhöht, was Ausdruck der gestiegenen Verunsicherung ist. Die Risikobereitschaft am Markt ist dadurch weiter gesunken.



WACHSTUM

Die globale Konjunktur zeigt sich immer noch erstaunlich robust. Wir gehen davon aus, dass eine weitere Verlangsamung erfolgen wird, es aber nicht zu einem Einbruch kommt.



INFLATION

Der Inflationsdruck nahm zuletzt etwas ab, bleibt aber noch auf recht hohem Niveau. Sollte sich die Konjunktur weiterhin robust zeigen, dürfte auch die Inflation nur langsam sinken.

UNSERE POSITIONIERUNG

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

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



FOKUSTHEMA

Die Straffung der Geldpolitik zeigt ihre Schattenseiten

Um die Bankenvertrauenskrise einzudämmen, war und bleibt entschiedenes Handeln nötig. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass eine «Finanzkrise 2.0» vermieden werden kann, sich das Vertrauen der Marktteilnehmer erholt und die Anleiherenditen wieder steigen.

AKTIEN

Turbulenzen im Finanzsektor belasteten die Aktienmärkte. Aufgrund nachlassender Konjunkturdynamik bei noch hoher Inflation ist mehr denn je ein Fokus auf solide finanzierte Value- und Qualitätsaktien empfehlenswert. Aufgrund der Aufhebung von Covid-Restriktionen sehen wir Chancen in den Schwellenländern. Die Bewertung von europäischen Aktien ist attraktiver als die von US-Aktien.

ANLEIHEN

Die Sorgen im Bankensektor lösten eine Fluchtbewegung in sichere Anlagewerte aus. Während die Renditen sicherer Staatsanleihen sanken, stiegen die Risikoprämien von Unternehmensanleihen deutlich an. Wir raten zu einer defensiven Positionierung. Innerhalb der Unternehmensanleihen sollte aufgrund der bestehenden Konjunkturrisiken auf gute Kreditqualität geachtet werden.



ROHSTOFFE

Die durch die Banken-Krise ausgelösten Konjunktursorgen setzten viele Rohstoffe, darunter auch Öl unter Druck. Gold erwies sich erneut als effektiver Krisen-Schutz und konnte von der Schieflage einiger Banken und tieferen Zinsen profitieren.



IMMOBILIEN

Tiefe Leerstände aufgrund der Zuwanderung lassen Preise und Mieten ansteigen. Wir bevorzugen in der Schweiz gemischte Immobilienfonds, die in Wohn- und Geschäftsimmobilen investieren. Globale, breit diversifizierte REITs sind mit einer Ausschüttungsrendite von 3.6% interessant.

BASISSZENARIO

Das globale Wirtschaftswachstum kühlt sich wegen der zeitversetzten Wirkung der restriktiven Geldpolitik, der erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten sowie der Probleme im Bankensektor signifikant ab. Eine Rezession wird vermieden, auch wenn die Risiken dafür noch hoch sind. Die Kerninflation sinkt nur langsam und die Sorge vor Zweitrundeneffekten hält die Geldpolitik restriktiv. Der Ausblick für Wachstum, Inflation und Geldpolitik bleibt mit hohen Unsicherheiten behaftet.

Erwartete Marktauswirkungen

Wachstumsabschwächung belastet Aktien und Risikoprämien von Unternehmensanleihen. Renditen im Spannungsfeld von schwachem Wachstum und erhöhter Inflation tendenziell seitwärts. Gold könnte von sinkenden Realrenditen und Unsicherheit profitieren.

ALTERNATIVSZENARIEN

1. Scharfe Rezession

Mögliche Auslöser: zu restriktive Geldpolitik, Bankenkrise, weitere Eskalation im Ukraine-Krieg, hohe Rohstoffpreise u.Ä.

Erwartete Marktauswirkungen

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

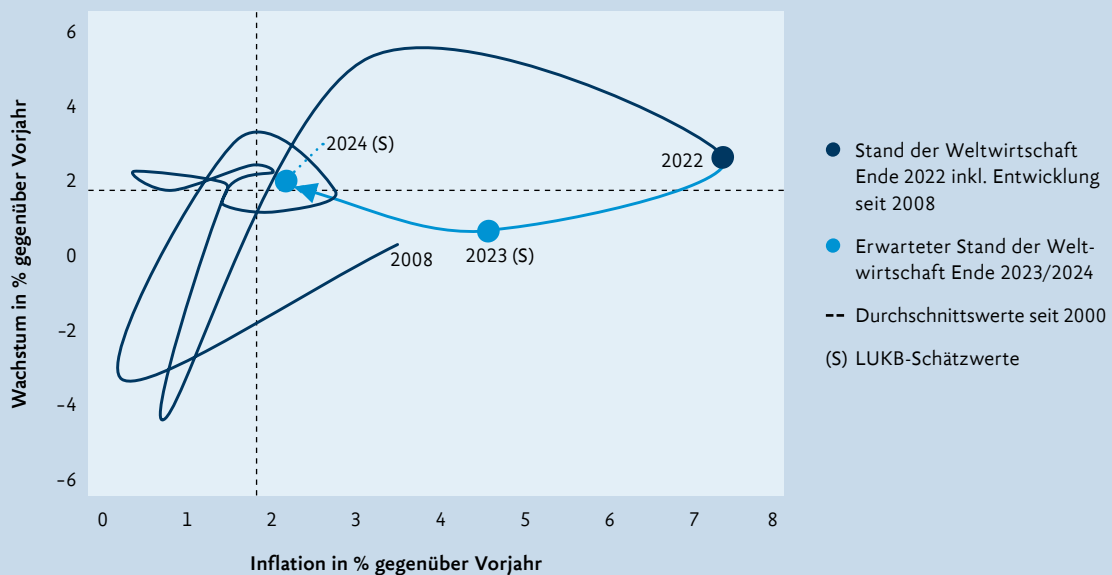
2. Globale Erholung

Mögliche Auslöser: Chinas Wiedereröffnung stimuliert stärker als erwartet, Ende des Ukraine-Krieges, Ende der geldpolitischen Straffung u.Ä.

Erwartete Marktauswirkungen

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

Wirtschaftswachstum und Inflation in den Industrieländern seit 2008



MARKTEINSCHÄTZUNG

Die Märkte stehen vor der Frage, ob weitere Marktverwerfungen folgen oder ob die hohe Inflation als Thema zurückkehrt. Wir sehen in beiden Szenarien das Risiko, dass Aktien unter Druck geraten, weshalb wir sie untergewichten. Hochwertige Anleihen sind bei Marktpanik als «sicherer Hafen» gefragt, kommen bei Inflationssor-

gen aber unter Druck. Wir gewichten sie in diesem Umfeld leicht unter, mit einem Fokus auf Schwellenländer. Innerhalb der Unternehmensanleihen legen wir den Schwerpunkt auf gute Kreditqualität. Die Positionen in Liquidität, Gold, Rohstoffen und Schweizer Immobilienfonds belassen wir leicht übergewichtet.

Markteinschätzungen und Positionierung per 29. März 2023

Anlageklasse		Kommentar
Liquidität		Die Liquidität sollte leicht erhöht gehalten werden, um bei grösseren Marktrückschlägen Opportunitäten nutzen zu können
Festverzinsliche Anlagen		Der Renditerückgang hat die Anleihepreise deutlich ansteigen lassen. Sie bieten jedoch Schutz vor stärkeren Rücksetzern bei risikoreicheren Anlagen
CHF		Im Schweizer Markt sind die Renditen von Staatsanleihen besonders gesunken. Qualitativ hochwertige Unternehmensschuldner bieten eine Alternative
EUR		Auch im EUR sind die Renditen gesunken. Die EZB-Straffung nähert sich langsam dem Ende, was das Risiko deutlich steigender Renditen reduziert
GBP		Ähnlich wie die EZB dürfte die BoE dem Ende der Straffung nahe sein. Vor dem Hintergrund des hohen Inflationsdrucks sind GBP-Anleihen wenig attraktiv
USD		Im USD sollten Anleihen leicht untergewichtet werden. Nach dem jüngsten Renditerückgang ist zu viel geldpolitische Lockerung für 2023 eingepreist
Schwellenländer		Hart- und Lokalwährungsanleihen bieten gute Diversifikation angesichts der hohen Volatilität bei westlichen Staatsanleihen
Aktienmärkte		Bei Aktien raten wir zu einer Untergewichtung, denn eine Konjunkturverlangsamung wird zunehmend wahrscheinlich
Schweiz		Der Heimmarkt hat wichtige defensive Eigenschaften, die für uns im aktuellen Umfeld dafür sprechen, die Position leicht zu erhöhen
Eurozone		Aktien der Eurozone gewichten wir nach der Rally der letzten Monate unter. Der Markt ist vergleichsweise zyklisch, was seine Attraktivität verringert
Grossbritannien		Das Gewicht des UK-Marktes senken wir auf neutral, da auch dieser einige zyklische Eigenschaften aufweist, die wir aktuell weniger wünschen
Nordamerika		Der US-Markt ist unverändert relativ hoch bewertet und erscheint besonders exponiert gegenüber dem Risiko einer Fed-induzierten Verlangsamung
Pazifik		Die pazifischen Märkte stellen einen indirekten Weg dar, an der Wiedereröffnung Chinas zu partizipieren und der Verlangsamung im Westen auszuweichen
Schwellenländer		Schwellenländeraktien haben bisher trotz China-Lockerung etwas enttäuscht, bieten aber Raum für eine bessere Entwicklung in den kommenden Monaten
Realwerte		
Immobilienfonds Schweiz		Schweizer Immobilienfonds werden z.T. unter Inventarwert gehandelt. Wir sehen sie derzeit als Alternative zu den etwas teureren Aktien und Anleihen
Immobilien global (REITs)		Die globalen REITs-Märkte erscheinen mittlerweile fair bewertet, hohe Zinsen und das Risiko von Konjunkturschwäche bremsen aber die Aussichten
Gold		Gold hat in der Phase der Turbulenzen seine Absicherungseigenschaften bewiesen. Wir sehen ein leichtes Übergewicht weiter als angebracht an
Rohstoffe (ohne Agrar)		Rohstoffe (ex-Agrar) sollten für den Fall von Inflations- und Wachstumsüberraschungen nach oben im Portfolio leicht übergewichtet werden
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 verliert 2023 an Dynamik. Hierbei bremst die global restriktive Geldpolitik. Sie bleibt noch restriktiv, auch wenn die Inflation fallen dürfte.

Weltwirtschaft startete positiv ins neue Jahr

In vielen Ländern startete die Wirtschaft positiv ins Jahr. Die Sorgen vor einer tiefen Rezession beispielsweise im Euroraum und in den USA waren zunächst abgeklungen. Doch die dämpfenden Effekte einer restriktiven Geldpolitik stellen sich üblicherweise erst zeitverzögert ein. Auch wenn wir weiterhin nicht mit einer harten Kontraktion rechnen, erwarten wir jedoch, dass die global restriktive Geldpolitik das Wirtschaftswachstum dämpfen wird. Damit einhergehend dürfte auch die Inflation abnehmen. Für dieses Jahr erwarten wir, dass die Weltwirtschaft um 2% zum Vorjahr wächst, nachdem sie letztes Jahr um 2.8% zugelegt hat. Für 2024 rechnen wir mit einer Erholung des globalen Wachstums um 3%.

Diffuse Datenlage erschwert Geldpolitik

Während die Wirtschaftsdaten im späteren Verlauf des Jahres 2022 noch auf eine Konjunkturverlangsamung deuteten, signalisierten sie zu Jahresbeginn in vielen Ländern teilweise sogar eine Belebung. Die Datenlage ist also diffus. Das erschwert es den Zentralbanken zu entscheiden, ob ihre Geldpolitik noch weiter gestrafft werden muss, um die Inflation einzudämmen. Straffen

sie die Zinszügel zu stark, riskieren sie eine Rezession. Sind sie zu zögerlich, könnte sich die Inflation dauerhaft deutlich über dem von den meisten Notenbanken angestrebten 2%-Ziel verfestigen. Die Zentralbanken signalisierten bislang, dass ihre Priorität in der Inflationsbekämpfung liege.

Risiken in etwa ausgeglichen

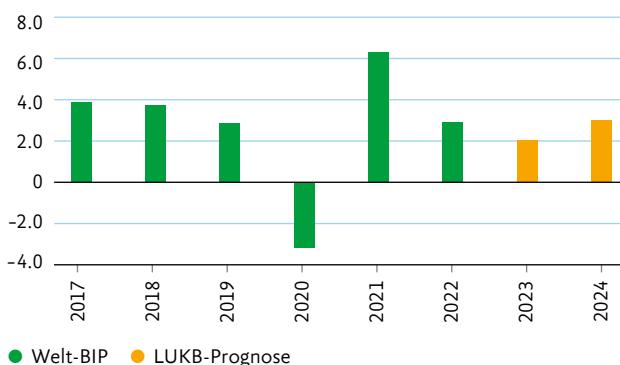
Die Wahrscheinlichkeit ist also hoch, dass die Zentralbanken eher mehr als weniger gegen die Inflation unternehmen. Das damit verbundene Abwärtsrisiko für die Wirtschaft ist ebenfalls hoch. Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte könnten sich weiter verteuern. Das würde vor allem die hoch verschuldeten Wirtschaftsteilnehmer in die Breddouille bringen. Das wiederum hätte negative Auswirkungen für den Bankensektor. Bankenpleiten, wie die der Silicon Valley Bank, könnten sich häufen. Doch wir sehen auch Chancen dafür, dass sich die globale Wirtschaft deutlich besser entwickelt als von uns erwartet. Nimmt beispielsweise die Inflation kräftiger ab als vorhergesehen, stärkt das die Kaufkraft von Unternehmen und Haushalten. Die Binnennachfrage könnte dann kräftiger zunehmen. Schliesslich könnte die Wiedereröffnung der Wirtschaft Chinas die Auslandsnachfrage stärker stützen. Per saldo sehen wir die Wachstumsrisiken für die globale Wirtschaft weitestgehend als ausgeglichen an.

2023 ist nicht 2008

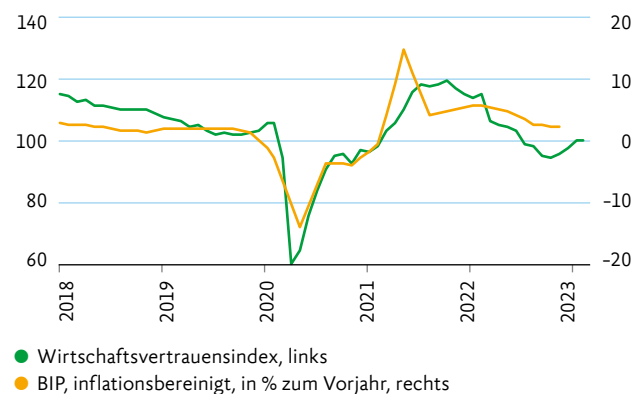
Die Pleite der Silicon Valley Bank hat Erinnerungen an 2008 wachgerufen. Damals kam es mit dem Einbruch

Globales Wirtschaftswachstum

Bruttoinlandprodukt in % gegenüber Vorjahr, inflationsbereinigt



Euroraum: Konjunkturvertrauen kehrt zurück



am US-Immobilienmarkt zu einer Bankenkrise. 2008 war der riesige Markt der hypothekenbesicherten Wertpapiere betroffen. Aktuell konzentrieren sich die Probleme jedoch stärker auf bestimmte Sektoren des Finanzsystems. Heutzutage sind die Banken viel besser kapitalisiert als früher. Vor allem aber sind die Behörden bereit, alles zu tun, was nötig ist, um eine Ansteckung einzudämmen. Sie sichern Einlagen und wickeln angeschlagene Banken in geordneter Weise ab, anstatt sie einfach zu schliessen, wie sie es im Fall von Lehman Brothers im September 2008 mit verheerenden Folgen getan hatten. Die Turbulenzen an den Finanzmärkten können noch eine Weile anhalten. Die Notenbanken werden dies bei ihrer Geldpolitik berücksichtigen.

US-Wachstumslokomotive rollt langsamer

Auch wenn die US-Wirtschaft positiv ins Jahr startete, deutet sich doch eine Verlangsamung an. Grund hierfür ist u.a. die restriktive Geldpolitik der Zentralbank Fed. Diese hat bereits den zinssensitiven Bausektor beeinträchtigt. Wir erwarten, dass sich die Wirtschaftsleistung (BIP) 2023 auf 0.8% zum Vorjahr verlangsamt. Für 2024 erwarten wir eine Erholung um gut 2%. Gleichzeitig sollte sich der Inflationsrückgang fortsetzen. Die Fed, die ihren Leitzins auf mittlerweile 5% angehoben hat, dürfte nun eine abwartende Haltung einnehmen und verstärkt darauf achten, ob und wie ihre Zinsschritte auf Konjunktur, Inflation und Finanzmärkte wirken.

Euroraum robuster als erwartet

Die europäische Wirtschaft ist vergleichsweise gut durch das Winterhalbjahr gekommen. Zudem haben sich diverse Frühindikatoren aufgehellt. Sie deuten darauf hin, dass eine harte Rezession vermieden werden kann. Eine deutliche Wachstumsverlangsamung steht dennoch an. Wir prognostizieren für dieses Jahr ein Wirtschaftswachstum von 0.8%. Die Inflationsrate kommt nur langsam runter. Somit bleibt die Europäische Zentralbank gefordert und dürfte ihre restriktive Geldpolitik fortsetzen.

Schweizer Binnennachfrage ist robust

Für 2023 erwarten wir, dass die Wirtschaft an Fahrt verlieren wird. Grund hierfür ist u.a., dass die globale Nachfrage nachlässt. Dagegen dürfte die Inlandsnachfrage robust bleiben. Per Saldo erwarten wir, dass die Wirtschaft 2023 um 1% wächst. Für das Jahr 2024 rech-



Brian Mandt
Chefökonom

nen wir mit einer Erholung. Im Schlepptau der konjunkturellen Verlangsamung sollte die Inflation sinken. Mit gut 2% im Durchschnitt dieses Jahres bleibt die Inflationsrate aber noch über dem Ziel der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Daher erwarten wir, dass die SNB ihren Leitzins noch auf 1.75% anhebt.

China erholt sich moderat

Die Konjunkturperspektiven haben sich für dieses Jahr deutlich verbessert. Grund hierfür ist, dass die Regierung die Corona-Restriktionen fast vollständig aufgehoben hat. Damit könnte es zu Nachholeffekten beim privaten Konsum kommen. Doch diese sind nicht von Dauer. Strukturelle Probleme sprechen gegen einen nachhaltigen Aufschwung der Wirtschaft. Per saldo erwarten wir für dieses Jahr, dass die Wirtschaft real um 4.5% wächst. Das Risiko sehen wir dabei jedoch auf der Oberseite, vor allem wenn die Nachholeffekte beim Konsum stärker ausfallen, als wir es erwarten. ■

IN KÜRZE

Weltwirtschaft startete positiv ins Jahr

Die globale restriktive Geldpolitik bremst

Inflation nimmt zwar ab, bleibt aber noch länger auf hohem Niveau

Zentralbanken fokussieren noch auf Inflationsbekämpfung

2024 erholt sich Weltwirtschaft moderat

Die Straffung der Geldpolitik zeigt ihre Schattenseiten



Der scharfe Zinsanstieg der letzten Monate hat erste Folgen im Finanzsektor. Noch ist unklar, ob die Bankenkrise bereits erfolgreich eingedämmt wurde. Portfolios sollten defensiv ausgerichtet bleiben.

Björn Eberhardt Leiter Investment Office

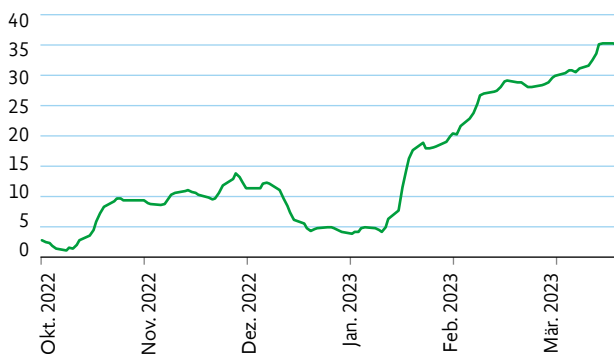
Die Finanzmärkte wurden in den vergangenen Wochen einem enormen Wechselbad der Gefühle ausgesetzt. Noch Anfang März war die grösste Sorge, dass die Konjunkturdaten zu gut ausfallen und die Notenbanken darum stärker an der Zinsschraube drehen müssten. Nur wenige Tage später reichten dann ein paar Stunden aus, um das Pendel in die andere Richtung schwingen zu lassen: die Pleite der Silicon Valley Bank (SVB) erschütterte das Vertrauen der Finanzmärkte in die Stabilität des Bankensektors zutiefst. Wohl auch, weil sie unguete Erinnerungen an die globale Finanzkrise vor 15 Jahren auslöste. Am Wochenende darauf endete die Geschichte der Credit Suisse mit der Übernahme durch die UBS. Die kommenden Wochen werden zeigen, ob die bisher getroffenen Massnahmen tatsächlich ausreichen, um die Finanzmärkte dauerhaft zu stabilisieren.

Konjunktur trotzte Unkenrufen bisher

Was die konjunkturelle Lagebestimmung anbelangt, lässt sich zunächst festhalten, dass die Wirtschaft im zurückliegenden Winter deutlich besser lief, als man im Pessimismus des Herbstes 2022 erwartet hätte (Abbildung links). Übertrieben die Finanzmärkte und Unternehmensumfragen damals nach unten, so schien das Gegenteil im Januar und Februar dieses Jahres der Fall zu sein (Abbildung rechts). Denn die Finanzmarkttraly zum Jahresauftakt basierte zu einem grossen Teil auf der Hoffnung, dass der Wirtschaft schon eine «sanfte Landung» gelingen würde. Dafür lieferten die Konjunkturdaten mehrheitlich gute Gründe. Einzig einige Immobilienmärkte zeigten Bremsspuren, insbesondere in Nordamerika. Aber selbst diese waren milder, als man erwartet hätte. Und die Arbeitsmärkte - zugegebe-

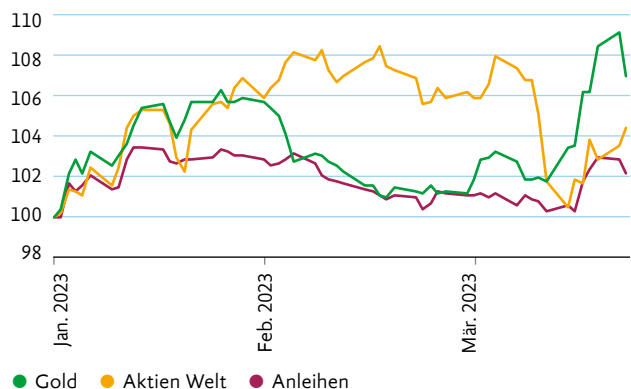
Differenz globale Konjunkturdaten vs. Erwartungen

Werte grösser als Null = Daten stärker als erwartet



Entwicklung ausgewählter Anlageklassen 2023

1. Jan = 2023, in Schweizer Franken



nermassen ein nachlaufender Indikator – stehen immer noch besser da als unmittelbar vor Ausbruch der Pandemie. Es überrascht daher wenig, dass die zugrunde liegenden Inflationstrends nur wenige Zeichen der Entspannung aussenden.

Sorgen vor zu langsamen Inflationsrückgang

Die Ausgangslage für die globale Wirtschaft war vor den jüngsten Sorgen um das Bankensystem also überraschend positiv. Hinzu kam die Wiedereröffnung der chinesischen Wirtschaft, die den Optimismus an den Finanzmärkten beflügelte. Aus diesem Grund liess sich durchaus die Frage stellen, wie weit und wie schnell die Inflation tatsächlich nachhaltig in Richtung der Zielwerte der Zentralbanken sinken könnte. Jerome Powell, Chef der US-Notenbank, hat dem Thema nur zwei Tage vor der SVB-Pleite Rechnung getragen, indem er sogar die Tür für etwas grössere Zinsschritte wieder öffnete.

Bankensorgen könnten Ausblick ändern

Die grosse Frage im Moment ist, ob sich diese eher positive Ausgangslage durch die Probleme im Bankensektor bereits verschlechtert hat und was dies für die Ausrichtung von Anlageportfolios bedeutet.

Realwirtschaftliche Daten stehen so kurzfristig natürlich noch nicht zur Verfügung. Zu den Fakten zählen zunächst einmal vor allem

- die Rettung der CS und die Pleite einiger regionaler US-Banken,
- die ergriffenen Massnahmen von Regulatoren und Notenbanken sowie
- der Anstieg der Volatilität an den Finanzmärkten, insbesondere bei den Zinsen.

Gesamtwirtschaftlich dürfte

- Ersteres für sich genommen die globale Konjunktur nicht aus der Bahn werfen,
- das Zweite positive Effekte haben (sie sollten die Bankensysteme robuster gegen eine Bankenpanik machen) und
- das Dritte negativ wirken (es kann Unternehmen und Haushalte zurückhaltender machen).

Der weitere Verlauf der Konjunktur dürfte somit stärker von den Entwicklungen an den Finanzmärkten bzw. der Stabilität des Finanzsektors abhängen als noch vor kurzer Zeit. Das macht es so schwer berechenbar, denn die Finanzmärkte sind bekanntermassen von Emotionen getrieben und neigen damit immer wieder zu starken Übertreibungen nach unten (Angst) und nach oben (Gier), die sich auch auf die Realwirtschaft auswirken können. Erschwerend kommt hinzu, dass es die Notenbanken in der aktuellen Situation mit deutlich erhöhten Inflationsraten zu tun haben. Dadurch könnten sie zu unangenehmen Entscheidungen gezwungen werden.

Abwärtsrisiken haben zugenommen

Welche Szenarien lassen sich aus der aktuellen Situation nun ableiten? Wir gingen bereits vor den jüngsten Verwerfungen im Bankensektor von einer konjunkturellen

Verlangsamung als Folge der geldpolitischen Straffung aus. Die Volatilität der vergangenen Wochen hat dies unserer Meinung nach wahrscheinlicher gemacht. Allerdings ist auch das Risiko gestiegen, dass sich negativere Szenarien materialisieren.

Im besten Fall gelingt es den Notenbanken und Aufsichtsbehörden, das Vertrauen in das Bankensystem schnell und nachhaltig

wiederherzustellen. Je schneller das geschieht, desto geringer würde der konjunkturelle Kollateralschaden ausfallen. Damit wäre die Ausgangslage ähnlich wie noch Anfang März, wengleich mit etwas angeschlagenerem Marktsektiment. Die Notenbanken könnten den Fokus auf die Inflationsbekämpfung zurückverlegen.

Je länger hohe Volatilität und angeschlagenes Marktsektiment hingen anhalten, desto wahrscheinlicher sind negative Auswirkungen auf die Konjunktur. Beispielsweise könnten Banken anfangen, ihre Kreditvergabe zu reduzieren oder Kredite zu verteuern. Die Vertrauenskrise würde dann beginnen, selbsterfüllend zu werden. Das Ausmass der Abkühlung ist jedoch im Voraus schwer abzuschätzen. Das Gleiche gilt für die Inflation. Je stärker die negativen konjunkturellen Auswirkungen, desto stärker dürfte die Inflation zurückkommen.

«Der weitere Konjunkturverlauf hängt zurzeit stark von der Stabilität des Finanzsektors ab.»



In welche Richtung bewegen sich die Märkte?

Es handelt sich dann nämlich primär um einen Nachfragerückgang, der bei unveränderter Angebots- bzw. Produktionsseite disinflationär wirkt. Die Notenbanken bekämen Spielraum, im schlimmsten Fall mit einer Lockerung der Geldpolitik zu reagieren.

Finanzmärkte preisen kein einheitliches Bild

Schaut man an, wie sich die Finanzmärkte angesichts der Unruhe im Bankensektor entwickelt haben, fällt Folgendes auf:

- Die Aktienmärkte haben korrigiert, aber zum Teil noch nicht einmal ihre Gewinne seit dem Jahresanfang abgegeben. Eine Rezession ist hier nicht das Basisszenario.
- Die Renditen sind deutlich gesunken und preisen mittlerweile wieder Leitzinssenkungen in Richtung Jahresende ein. Damit signalisieren sie Rezessionsängste.
- Die Risikoprämien von Unternehmensanleihen haben angezogen (dominiert vom Finanzsektor) und preisen damit etwas erhöhte Ausfallwahrscheinlichkeiten ein. Das absolute Niveau der Prämien ist jedoch noch relativ niedrig.
- Die Rohstoffmärkte zeigen ein Plus beim Gold (sicherer Hafen, Möglichkeit einer Lockerung der Geldpolitik) und ein deutliches Minus beim Ölpreis und einigen Industriemetallen (Konjunktursorgen).

Basisszenario: Finanzkrise bleibt aus

In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass eine «Finanzkrise 2.0» vermieden werden kann und sich das Vertrauen der Marktteilnehmer wieder erholt. Das Wachstum dürfte sich wie erwartet noch weiter verlangsamen und die Inflation ihren Abwärtstrend fortsetzen. Kurzfristig könnten sich die Aktienmärkte erholen, da das schlimmste Szenario ausgepreist wird. Angesichts der anhaltenden Wachstumsabschwächung dürfte das Potenzial für die Aktienmärkte aber begrenzt bleiben. Zyklische Rohstoffe würden sich in diesem Fall ebenfalls erholen. Die Renditen der Staatsanleihen hingegen müssten wieder anziehen, da die Inflation noch erhöht ist und die Zentralbanken sich nicht vom Modus der Inflationsbekämpfung abwenden werden. Aus diesem Grund empfehlen wir für gemischte Portfolios auch eine defensive Positionierung mit

Untergewichten bei Aktien und Staatsanleihen sowie Übergewichtungen von Liquidität, Rohstoffen, Immobilienanlagen und Gold.

Nicht auf Extremszenarien positionieren, der Anlagestrategie vertrauen

In dem aus unserer Sicht weniger wahrscheinlichen Szenario einer grösseren Finanzkrise würden sich hingegen Wachstum und Inflation deutlich abschwächen. Die Notenbanken könnten vom Modus der Inflationsbekämpfung in jenen der Rezessions- und Deflationsbekämpfung schalten. Sie würden das jedoch nur tun, wenn es offensichtlich wird, dass die Konjunktur ohne Eingreifen in einen Abwärtsstrudel geriete. Für ein solches Krisenszenario sind wir vor allem durch die grundsätzliche Struktur von Anlagestrategien vorbereitet. Krisensichere Anlagen wie Staatsanleihen mit bester Schuldnerqualität, Gold und Exponierungen gegenüber Währungen mit «safe haven»-Charakter wie dem Schweizer Franken und dem US-Dollar sind aus diesem Grund für uns fundamentale Bestandteile von Anlagestrategien.

«Bleibt eine Finanzkrise aus, dann sind Staatsanleihen derzeit am offensichtlichsten zu hoch bewertet.»

In der Anlagetaktik empfiehlt es sich für ein solches Szenario, vor allem die Aktienquote unterzugewichten. Denn Aktien weisen eine hohe Volatilität auf und

spielen in den meisten gemischten Portfolios eine wichtige Rolle. Schon ab einem Anteil von 15 bis 20% beginnen sie, die Volatilität des Gesamtportfolios zu dominieren. Entsprechend reflektiert unsere aktuelle Aktienuntergewichtung auch die Möglichkeit, dass sich ein deutlich negativeres Szenario materialisieren könnte.

Hartnäckigere Inflation als weiteres Risiko

Wenn sich die Nervosität hingegen schnell legt und die Konjunktur ihre bisherige Robustheit beibehält, würde eine Korrektur vor allem bei den Inflations- und Leitzinserwartungen einsetzen. Hauptleidträger wären Staatsanleihen, die einem deutlichen Renditeanstieg ausgesetzt wären. Auch für die Aktienmärkte würde diese nach einer anfänglichen Erleichterungsrally wieder ein Belastungsfaktor. Für dieses Szenario wappnen wir uns durch die Untergewichtung von Staatsanleihen und die Übergewichtungen bei Rohstoffen, Gold und dem Einsatz von inflationsgeschützten Staatsanleihen. ■

Festverzinsliche Anlagen



Thomas Härter
Investment-Stratege

Die Sorgen im Bankensektor lösten eine Fluchtbewegung in sichere Anlagewerte aus. Die Renditen hochwertiger Staatsanleihen sanken deutlich, die Risikoprämien von Unternehmensschulden weiteten sich aus. Wir behalten unsere defensive Positionierung bei.

Inflation weltweit hartnäckig, insbesondere im Euroland ...

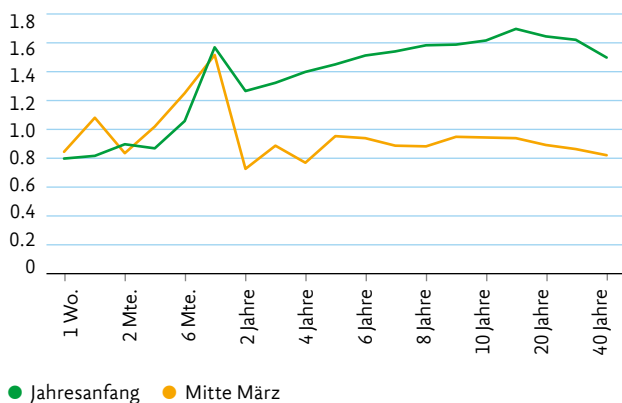
Die Zinserhöhungen der Vergangenheit haben bisher wenige konjunkturelle Bremsspurten hinterlassen. Entsprechend stiegen die Renditen bis Anfang März weiter an und erreichten fast die Hochs aus dem Jahr 2022. Während die US-Zinskurve schon seit geraumer Zeit invers war, setzte auch in der Eurozone und selbst in der Schweiz eine Inversion ein, d. h., kurzfristige Renditen lagen zum Teil deutlich über langfristigen. Allerdings forderte das höhere Zinsumfeld mit der Silicon Valley Bank ein erstes «Opfer». Trotz Rettungsmassnahmen kam es zu Ansteckungseffekten, die schliesslich mit der Credit Suisse eine Schweizer Ikone in den Abgrund rissen und deutliche Korrekturen an den Aktienmärkten sowie eine Flucht in sichere Staatsanleihen auslösten. Da sich derzeit nur eine langsame Entspannung an den Inflationsfronten andeutet, besteht das Risiko, dass die Notenbanken noch mehr tun müssen. Dies gilt insbesondere für die EZB, weniger für die Fed und am wenigsten für die SNB.

... deshalb sind Lockerungserwartungen vieler Marktteilnehmer übertrieben

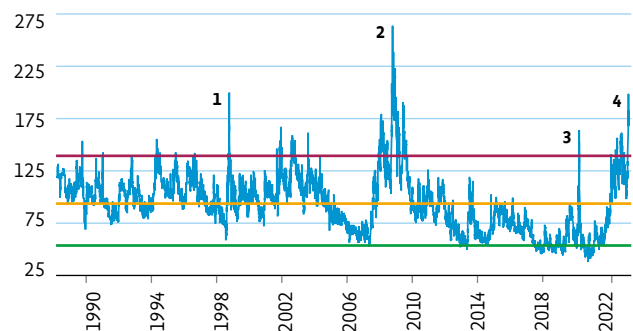
Dennoch gehen viele Marktteilnehmer davon aus, dass die Zentralbanken aufgrund der drohenden finanziellen Instabilität in Teilen des Bankensystems nicht nur bald von restriktiven Massnahmen absehen, sondern sogar wieder expansiv werden. Wir halten aggressive Lockerungserwartungen aufgrund der hartnäckigen Inflation für übertrieben. Schliesslich können die Zentralbanken den Bankensektor gezielt durch eine Liquiditätszufüh-

Zinskurve Schweizer Staatsanleihen (in %)

Markant tiefere Zinsen wegen Bankenkrise und CS-Rettung



Sehr hohe Anleihenvolatilität wegen Bankenkrise



1 Okt. 1998: Asienkrise 2 Okt. 2008: Globale Finanzkrise
3 März 2020: Coronavirus 4 März 2023: Bankenkrise
● 95%-Perzentil ● 5%-Perzentil

rung unterstützen, ohne gleich eine vollständige geldpolitische Kehrtwende vollziehen zu müssen. Andererseits wäre eine aggressive Straffung während einer Bankenkrise zu riskant, weshalb die Konsenserwartungen für einen solchen Fall von der Richtung her nachvollziehbar, wenn auch übertrieben sein dürften.

Wenn sich die hohe Marktnervosität wieder legt, dürften die übertriebenen Lockerungserwartungen wieder ausgepreist werden. Deshalb rechnen wir mittelfristig mit einer Verschiebung der Zinskurven in den USA, im Euroland und in der Schweiz nach oben. In der Schweiz dürfte sich die Zinskurve, die momentan relativ flach ist, wieder invertieren. Die deutlichen Inversionen in den USA und im Euroland zeigen an, dass die Finanzmärkte - wie auch wir - weiterhin von einer konjunkturellen Abschwächung angesichts der Bankenkrise und der vergangenen Zinserhöhungen ausgehen. Deshalb dürften die Zinskurven auf absehbare Zeit invertiert bleiben.

Bis vor Ausbruch der Bankenkrise waren die Kreditaufschläge auf Firmenanleihen, insbesondere auf Anleihen schlechterer Kreditqualität, sehr tief und für eine nahezu perfekte Welt gepreist. Aufgrund der Bankenkrise weiteten sich die Kreditaufschläge markant aus. Trotz der attraktiveren Verzinsung bevorzugen wir weiterhin Staatsanleihen und Anleihen höchster Kreditqualität. Mit der erwarteten wirtschaftlichen Abschwächung ist das Risiko hoch, dass sich die Zinsaufschläge auf Firmenanleihen weiter erhöhen werden.

Vor obigem Hintergrund behalten wir unsere defensive Positionierung im Anleihebereich bei. Diese äussert sich in folgenden Positionierungen:

1. Wir empfehlen angesichts der gesunkenen Renditen taktisch eine tiefere Anleihequote und ein höheres Cash-Gewicht.
2. Die durchschnittliche Laufzeit der Anleihen liegt etwas (ca. 1 Jahr) unter derjenigen unserer Vergleichsindizes. Im Schweizer Markt selbst setzen wir die Duration nahe unserer Benchmark von 5.5 Jahren.
3. Wir behalten unsere Exponierung gegenüber inflationsgeschützten US-Anleihen bei und sichern uns dadurch teilweise vor weiteren negativen Inflationsüberraschungen ab.
4. Unternehmensanleihen sind im Vergleich zu Staatsanleihen aufgrund der anstehenden wirtschaftlichen Abschwächung trotz bereits erfolgter Ausweitung unterdurchschnittlich attraktiv. Dies gilt insbesondere für die Schweiz. Innerhalb der Unternehmensanleihen sollte auf gute oder sehr gute Kreditqualität geachtet werden.

Viele Schwellenländer sind im Zinszyklus weiter fortgeschritten. Zudem sind die Realrenditen, das heisst die Renditen nach Abzug der Inflation, tendenziell höher. Insbesondere gegenüber dem US-Dollar sind viele Währungen zudem unterbewertet, sodass auch lokale Schwellenländeranleihen interessant sind. Chinesische Anleihen finden wir aus Diversifikationsgründen und aufgrund der höheren Realrenditen interessant. ■

Zinskurven dürften sich mittelfristig wieder nach oben verschieben

Unternehmensanleihen

Defensive Positionierung beibehalten

IN KÜRZE

Anleihequote leicht tiefer gewichten. Tiefere Duration auf Portfolioebene

Staatsanleihen der Hauptwährungen gegenüber Unternehmensanleihen generell attraktiver, insbesondere in der Schweiz

Schwellenländeranleihen in Hartwährung neutral. Moderates Übergewicht von Lokalwährungen

Aktienmärkte

Die Euphorie der Anleger hat einen Dämpfer erlitten. Steigende Leitzinsen, eine nachlassende Konjunkturdynamik und Turbulenzen im Finanzsektor haben Spuren hinterlassen.

Die Investoren mussten sich in den vergangenen Wochen ein dickes Fell zulegen. Die Volatilität an den Finanzmärkten stieg deutlich an. Das alles dominierende Thema war die Übernahme der Credit Suisse durch die UBS. Ein Ereignis von historischem Ausmass, das zur Beruhigung des Finanzsektors aber unabdingbar war. Diese Entwicklung traf auf eine ohnehin schon schwache Berichtssaison der Unternehmen, was auf eine nachlassende Konjunkturdynamik und hohe Inflation zurückzuführen war.

Ein Überblick über die regionalen Märkte

In einem Umfeld nachlassender Konjunkturdynamik und hoher Inflation lohnt sich ein Fokus auf Value- und Qualitätsaktien. Wachstumswerte dagegen bleiben in einem Umfeld erhöhter Inflation oftmals zurück. Wir bevorzugen Aktien aus Grossbritannien und dem Raum Pazifik gegenüber US-Aktien. Die Zusammensetzung des britischen Marktes ist stärker Value-orientiert, wohingegen US-Aktien eher wachstumsorientiert sind. Auch die Bewertung der britischen und pazifischen Aktien spricht für diese Märkte. Während US-Aktien

überdurchschnittlich hoch bewertet sind, weisen die anderen beiden Indizes eine interessante Bewertung auf.

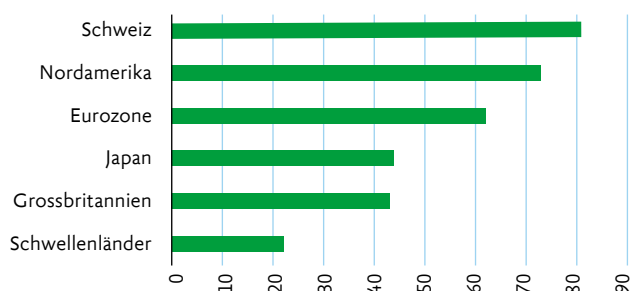
Für Aktien aus den Schwellenländern sehen wir Chancen, da der Konsum aufgrund der Aufhebung der Covid-Restriktionen in China vorübergehend anziehen wird. China macht 27% des MSCI Emerging Markets Index aus. Zudem weist mit Südkorea (12% des Index) ein weiterer gewichtiger Markt ein hohes Engagement in China und Fernost auf. Letzteres gilt auch für Japan. Zudem sind Schwellenländer-Aktien insgesamt interessant bewertet.

Die defensive Ausrichtung des Schweizer Aktienmarktes ist für uns ein Grund, die Untergewichtung im aktuellen Umfeld etwas zu reduzieren. Die nach wie vor hohe Bewertung und die starke Titelkonzentration veranlassen uns aber dazu, an einem leichten Untergewicht festzuhalten. Während zwei der drei Schwergewichte im Index (Nestlé und Novartis) diesen in den letzten 6 bzw. 12 Monaten gestützt haben, leidet Roche unter einer Schwäche in der Produktpipeline. Das hohe Gewicht des Titels führt dazu, dass sich solche titelspezifischen Risiken auf den gesamten Index auswirken. Dennoch dürften die defensiven Eigenschaften des Pharmasektors im Falle aufkommender globaler Wachstumsorgen Schutz bieten.

Die Abbildung unten links gibt einen Überblick über die historischen Bewertungen ausgewählter Aktienmärkte. In den letzten 19 Jahren war der Schweizer Aktienmarkt

Bewertung verschiedener Aktienmärkte

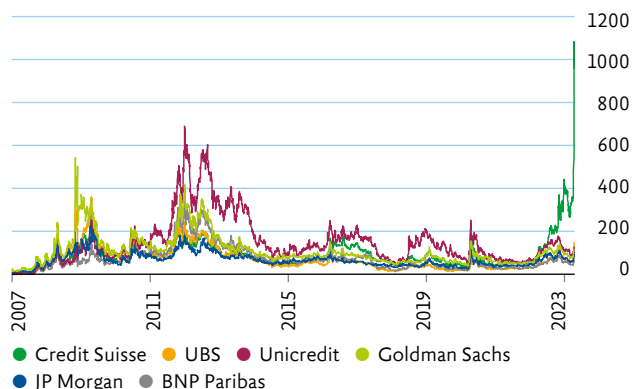
in %



● Prozent der Monate in den letzten 19 Jahren, in denen der Aktienmarkt günstiger bewertet war als heute. Basierend auf KGV, Preis/Buch, Dividendenrendite, Preis/Umsatz

Credit Default Swaps (CDS), fünfjährig

ausgewählte globale Bankwerte, in Lokalwährung



in 81% der Monate günstiger bewertet als er es heute ist. Daraus lässt sich ableiten, dass der Markt lediglich in 19% der Fälle teurer bewertet war. Insgesamt sind Schweizer Aktien darum aktuell als hoch bewertet einzustufen. Schwellenländer-Aktien waren in den letzten 19 Jahren hingegen lediglich in 22% der Fälle günstiger bewertet als heute. In 78% der Fälle lag die Bewertung über dem Wert von heute. Dementsprechend sind Schwellenländer-Aktien heute attraktiv bewertet. Historische Besonderheiten (z.B. aufgrund vorübergehender, spekulativer Blasenbildung) machen es unwahrscheinlich, dass die Höchstbewertungen in absehbarer Zeit wieder erreicht werden.

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

Fokus auf Qualitätswerte

In Phasen hoher Marktunsicherheit 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 Bilanzen. 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-, Verpackungs- und Logistikkosten an die Kunden weiterzuleiten. Angesichts der hohen Energiepreise bleibt der Energiesektor einer unserer Favoriten, selbst wenn die Nachfrage nach Öl und Gas konjunkturbedingt abnehmen sollte.



Reto Lötscher
Leiter Finanzanalyse

In der Finanzindustrie kann sich eine Investition in solide Versicherungswerte lohnen. Diese überzeugen mit robusten Bilanzen und hohen Dividendenrenditen. Im Bankensektor gilt es selektiv vorzugehen. Entscheidend sind die Qualität der Bank und deren regionales Engagement. Die Turbulenzen im Bankenwesen sind zurzeit auf einzelne Institute beschränkt. Das zeigen auch die Ausfallrisikoversicherungen (CDS), die für den Bankensektor insgesamt stabil blieben und nur für einzelne Banken enorm anstiegen (Abbildung rechts). Eine Banken- und Finanzkrise wie 2008 zeichnet sich zurzeit nicht ab.

Bei den Sektoren Immobilienaktien, Kommunikation und zyklischer Konsum ist aus unserer Sicht eher Vorsicht angebracht. ■

IN KÜRZE

Fokus auf Value- und Qualitätswerte

Britische und Pazifik-Aktien gegenüber US-Aktien vorziehen

Fernost profitiert vorübergehend von anziehendem Konsum in China

Bevorzugte Sektoren: Energie, Gesundheitswesen sowie nicht-zyklischer Konsum

Im Finanzsektor sind Bilanzqualität und regionale Ausrichtung besonders wichtig

Rohstoffe



Andreas Müller
Analyst Rohstoffe

Gold zeigt seinen Schutz in Krisen erneut, Konjunktursorgen drücken auf die Preise von Öl und Industriemetallen. Die Situation um die Gasversorgung in Europa hat sich merklich entspannt.

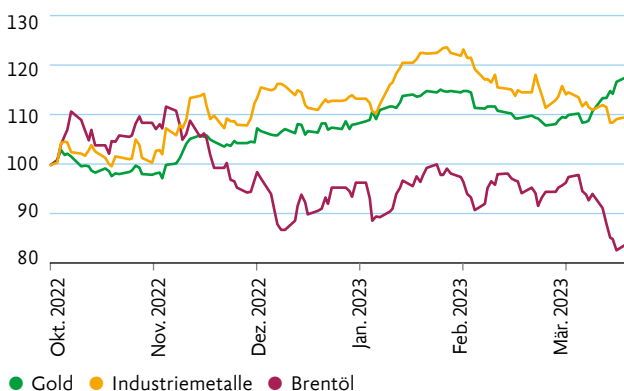
Die Preisentwicklung vieler Rohstoffe steckte in den letzten Monaten in einem Dilemma. Einerseits herrschte eine positive Dynamik aufgrund der Öffnung Chinas, andererseits aber die Konjunktürrängste aufgrund der Auswirkungen der Leitzinserhöhungen. Insbesondere die starken Wirtschaftsdaten im Februar, die an sich eine gute Nachricht für Rohstoffe hätten sein müssen, führten zu Befürchtungen vor grösseren und länger andauernden Erhöhungen der US-Leitzinsen, einem Anstieg des US-Dollars und Rückgängen bei vielen Rohstoffpreisen. Überdies verstärkten die durch die Bankenkrise ausgelösten Konjunktursorgen den Druck auf viele Rohstoffe.

Konjunktursorgen belasten Ölpreise

Der Preis für Erdöl war in den letzten Monaten sehr volatil. Einerseits wird erwartet, dass die Öffnung Chinas einen deutlichen Nachfrageschub generieren wird. Deshalb hat auch die OPEC kürzlich die Nachfrageschätzungen deutlich nach oben revidiert. Für Druck auf das schwarze Gold sorgten andererseits Ängste vor einer erneuten Infektionswelle nach dem Ende der Covid-Restriktionen in China, Konjunktursorgen aufgrund der deutlichen Leitzinserhöhungen der US-Fed, die Einführung von Preislimiten bei Rohöl und Ölprodukten aus Russland und nicht zuletzt die US-Bankenkrise. Mit der Einführung der Preisdeckel will die EU die Nachteile lindern, die durch hohe Energiekosten entstehen und zudem die russischen Öleinnahmen beschränken. Der Abschlag von russischem Öl, das zurzeit für unter USD 50 pro Fass zu haben ist, hat sich noch weiter erhöht. Inwieweit diese Massnahmen greifen, ist unklar. Denn Indien und China scheinen von dieser Situation zu profitieren und sich mit günstigem Öl einzudecken.

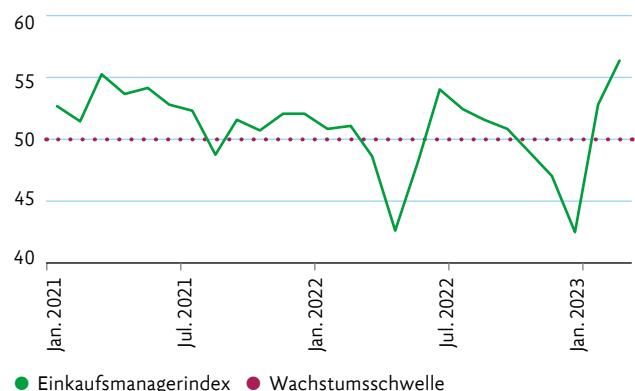
Ausgewählte Rohstoffpreise

indexiert in USD. Oktober 2022 = 100



Einkaufsmanagerindex für China

Werte über 50 signalisieren Wachstum



Da die europäischen Importe von Erdöl aus Russland komplett zum Erliegen gekommen sind, wird in Europa fieberhaft nach neuen Lieferanten gesucht. Neu wird vermehrt aus Norwegen, Grossbritannien, Kasachstan, den USA und den Vereinigten Arabischen Emiraten importiert. Wir gehen für den Moment von eher seitwärts tendierenden und volatilen Erdölpreisen aus, da trotz diverser Nachfragestimuli einige Indikatoren eine Entspannung der Preise andeuten.

Auch die Gaspreise standen in den letzten Monaten deutlich unter Druck, obwohl aus Russland praktisch kein Gas mehr angeliefert wird. Während die europäischen Gaspreise noch zu einem Bruchteil der Notierungen von August 2022 (über 300 EUR/TWh) notieren, liegen sie mit ca. 40 EUR/TWh immer noch substantiell über dem langfristigen Durchschnitt. Grund dafür waren v.a. die milderen Wintertemperaturen in Europa. Deshalb liegt der Füllstand der deutschen Gasspeicher mit über 60% deutlich oberhalb der üblichen Werte zu dieser Zeit im Jahr. Zudem sind in Deutschland bereits einige Flüssiggasterminals in Betrieb genommen worden und auch aus den USA kann wieder mehr Gas importiert werden, nachdem das seit Juni 2022 geschlossene Freeport-Terminal wieder mehr Gas nach Europa exportieren kann.

Die Hoffnung auf eine mildere Gangart bei den Leitzinserhöhungen durch die Federal Reserve Bank gab dem gelben Metall zu Beginn des Jahres deutlichen Auftrieb. Anschliessend haben stärkere Konjunkturdaten und folglich erhöhte Zinserwartungen den US-Dollar gestärkt und dem Gold zugesetzt. Freudig hingegen wurde die Meldung aufgenommen, dass die Käufe von Zentralbanken im letzten Jahr einen Rekord verzeichneten und sich auch dieses Jahr fortsetzten. Gold bewies zudem kürzlich wieder seinen Charakter als «sicherer Hafen». Seit in den USA einige Banken in Schieflage gerieten, notiert es fast 10% höher als zu Jahresbeginn.

Der durch Konjunkturängste ausgelöste Druck auf viele Basismetalle konnte nicht durch eine verbesserte Wirtschaftsdynamik in China kompensiert werden. Auch wenn der Kupferpreis in den letzten Wochen zeitweise deutlich nachgegeben hat, lag er seit Jahresanfang bis Mitte März insgesamt noch leicht im Plus. Proteste in Minen in Peru, dem zweitgrössten Kupferproduzenten der Welt, haben zu Produktionsausfällen geführt und den Preisen Auftrieb gegeben. Auch Eisen konnte in dieser Periode um fast 10% zulegen. Dies liegt vor allem an einer erhöhten Nachfrage nach Eisen in der Stahlproduktion aus dem Bausektor und verbesserten Margen der Unternehmen.

Wir gehen davon aus, dass bei den Basismetallpreisen aufgrund der geldpolitischen Straffung kurzfristig wenig Potenzial besteht. Der starke Trend zur Elektromobilität, die verbesserte Wirtschaftsdynamik in China und ein eher knappes Angebot bei vielen Basismetallen dürften sich mittelfristig aber positiv auswirken. ■

Gaspreise entspannten sich deutlich

Gold als Krisenschutz

Unterschiedliche Tendenzen bei den Basismetallen

IN KÜRZE

Preise vieler Rohstoffe im Spannungsfeld von Leitzinserhöhungen und Chinas Wiedereröffnung

Gaspreise mit deutlicher Entspannung, aber immer noch über den langjährigen Durchschnittswerten

Gold konnte Funktion als «safe haven» beweisen

Viele Basismetallpreise gaben aufgrund von Konjunkturängsten nach

Immobilien

Die Wohnungsknappheit nimmt in der Schweiz zu und führt zu höheren Preisen und Mieten. Davon können Schweizer Immobilienfonds profitieren. Globale Immobilienaktien weisen ein ausgewogenes Verhältnis von Chancen und Risiken auf.

Nach einem erfreulichen Jahresstart nahm die Euphorie der Marktteilnehmer in den letzten Wochen wieder ab. Zinssorgen und der Kollaps der kalifornischen Silicon Valley Bank haben die Kurse belastet. Schweizer Immobilienfonds und globale REITs liegen seit Jahresanfang leicht im Minus. Die Erwartungen für die Konjunktur und die Zinsentwicklung bleiben die entscheidenden Treiber.

Robuste Nachfrage nach Wohnraum

Von fundamentaler Seite hat sich das Umfeld bisher wenig verändert. Die Nachfrage nach Schweizer Wohneigentum und Mietwohnungen ist weiterhin sehr solide. Neben dem Trend zu kleineren Haushaltsgrössen ist die Immigration ein massgebender Nachfragefaktor. Gemäss den jüngsten Zahlen des Bundes betrug die Nettozuwanderung im Jahr 2022 gemessen an der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung rund 81'000 Personen - etwa ein Drittel mehr als im Vorjahr. Als Gründe für die hohe Zuwanderung können der attraktive Ar-

beitsmarkt, der Mangel an Arbeitskräften und die hohe Lebensqualität angeführt werden. Wichtig ist anzumerken, dass die ukrainischen Flüchtlinge (mittlerweile rund 80'000 Personen in der Schweiz) in den oben genannten Zahlen nicht eingerechnet sind.

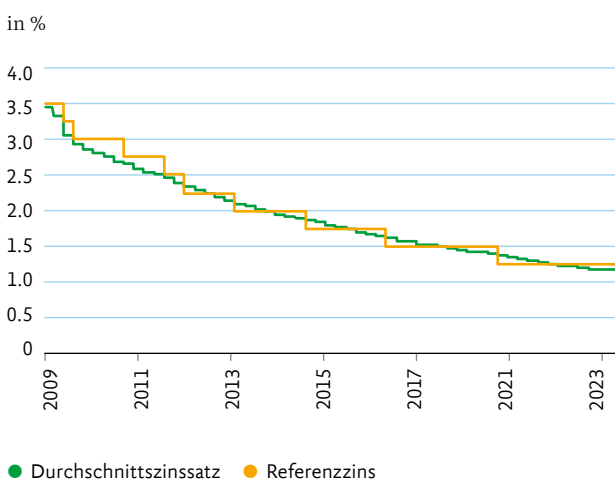
Preisanstieg bei Schweizer Wohneigentum hielt im 4. Quartal 2022 an

Entsprechend überrascht es wenig, dass auch die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum trotz der höheren Hypothekenzinsen im 4. Quartal 2022 weiter angestiegen sind. So legten die Transaktionspreise für Einfamilienhäuser gemäss dem privaten Immobiliendienstleister IAZI im Quartals- und Jahresvergleich um 1.4% bzw. 5.9% zu. Diejenigen von Eigentumswohnungen lagen 1.5% bzw. 4.1% höher. Gemäss IAZI war einzig bei Renditeliegenschaften zuletzt eine rückläufige Zahlungsbereitschaft zu beobachten.

Niedrige Bautätigkeit hinkt hoher Nachfrage hinterher

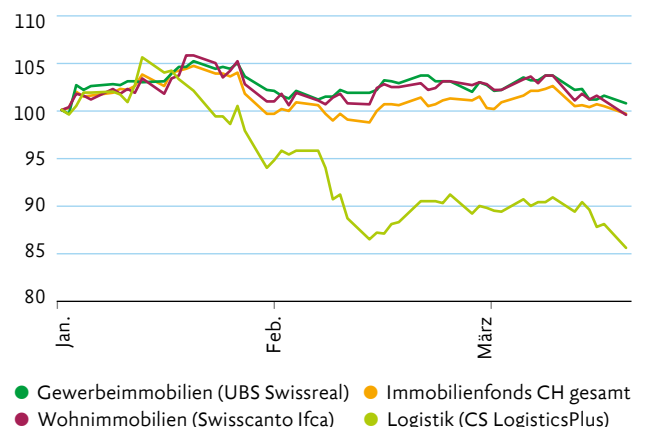
Der sich zuspitzende Nachfrageüberhang ist auch darauf zurückzuführen, dass die derzeitige Bautätigkeit nicht Schritt halten kann. Die Gründe sind vielfältig, u.a. können hohe Baulandpreise, rigide Bau- und Zonenordnungen, Einsparungen aus der Bevölkerung und alternative Investitionsmöglichkeiten für eine unterdurchschnittliche Bautätigkeit aufgeführt werden. Die aktuellen Zahlen der Baugesuche deuten auf keine schnelle Wende hin.

Entwicklung Hypothekarischer Referenzzinssatz



Entwicklung von Schweizer Immobilienfonds 2023

Gesamtrendite, indiziert, Jan. 2023 = 100



Tiefer Leerstand lässt Preise und Mieten steigen

Die grosse Nachfrage nach Wohnraum spiegelt sich auch in einem tiefen Leerstand - per Mitte des letzten Jahres waren lediglich noch 1.3% des schweizweiten Wohnungsbestands frei. Dieser dürfte zu einem weiteren Anstieg der Angebotsmieten führen. Vor dem Hintergrund des Ungleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage wäre es wenig überraschend, wenn die Leerstandsquote 2024 schweizweit unter 1% sinken würde. In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass die Angebotsmieten jährlich um 3% zulegten, wenn sich die Leerstandsquoten unter 1% bewegten.

Bestandsmieten von Anstieg des Referenzzinssatzes betroffen

Auch bei einem Teil der Bestandsmieten stehen Preissteigerungen an. Denn der hypothekarische Referenzzinssatz, der als Basis für die Mietpreisfestlegung dient, dürfte vermutlich bereits im Juni 2023 um 0.25 auf 1.5% ansteigen. Damit können Mieten, die auf dem aktuellen Referenzzinsniveau beruhen, vom Vermieter um 3% erhöht werden. Schätzungen zufolge könnten bis zu 50% der Mietverträge betroffen sein. Zusätzlich können Vermieter einen gesetzlich erlaubten Teuerungsausgleich und die allgemeinen Kostensteigerungen geltend machen. Je nach Szenario könnten einige Bestandsmieten somit binnen der nächsten 2 Jahre um bis zu 10% steigen.

Schweizer Immobilienfonds interessant

Für Schweizer Immobilienfonds gestaltet sich der Ausblick unseres Erachtens nach konstruktiv. Da die Schweiz im laufenden Jahr zwar eine Wirtschaftsabschwächung durchläuft aber nicht in eine Rezession abrutschen dürfte, gehen wir bei kommerziellen Immobilienfonds nicht von steigenden Mietausfällen aus. Wohnimmobilienfonds werden voraussichtlich von steigenden Mieterträgen profitieren. Die Agios, die das Verhältnis von Kurs zum Nettoinventarwert abbilden, liegen weiterhin unter den historischen Mittelwerten. Entsprechend sind die Bewertungen unseres Erachtens als interessant einzustufen. Einige Geschäftsimmobilienfonds werden immer noch mit einem Disagio gehandelt. Die Ausschüttungsrendite bei gemischten Fonds schätzen wir mit rund 2.6% als attraktiv ein. Wir bevorzugen derzeit gemischte Immobilienfonds, die über Wohn- und Gewerbeimmobilien verfügen.



Tom Eyer
Analyst Immobilienanlagen

Globale REITs - attraktive Ausschüttungsrenditen

Die Kurse internationaler Immobilienaktien (REITs) sind im 1. Quartal 2023 leicht zurückgegangen. Ein vorsichtigeres Marktsentiment und der Ausblick, dass die Notenbanken bei ihren Zinserhöhungen etwas strikter agieren könnten, haben die Kursentwicklung der REITs belastet. Wir erachten die aktuellen Chancen und Risiken in etwa als ausgewogen an. Frühzyklische Segmente, wie der US-Häusermarkt, deuten auf eine Wirtschaftsabkühlung hin. Hiervon könnten für die REITs gewisse Risiken ausgehen. Andererseits dürfte in den aktuellen Kursen auch einiges eingepreist sein. Im Portfoliokontext bringen Immobilienaktien positive Diversifikationseigenschaften mit sich. Ausserdem ist die Ausschüttungsrendite mit 3.6% interessant. Wir präferieren eine Position in globalen, breit diversifizierten REITs. ■

IN KÜRZE

Schweizer Immobilienfonds interessant bewertet

Gewerbeimmobilienfonds werden teilweise zu Disagio gehandelt

Gemischte Schweizer Immobilienfonds bevorzugen

Internationale Immobilienanlagen weisen ausgewogenes Chancen-Risiken-Profil auf

MARKTÜBERBLICK

Den Aktienmärkten gelang zunächst ein beeindruckender Jahresauftakt, insbesondere in Europa. Zu den Gründen zählten zurückweichende Sorgen vor Energieengpässen und einer Rezession. Die Sorgen im Bankensektor belasteten jedoch, sodass globale Aktien kurz vor Quartalsende nur noch ein kleines Plus aufweisen. Schweizer Aktien liegen ebenfalls nur leicht über dem Niveau vom

Jahresbeginn. Erfreulich schnitten aufgrund sinkender Zinserwartungen Staats- und Unternehmensanleihen ab, insbesondere jene mit längeren Laufzeiten. Während Gold von der Verunsicherung profitierte, gaben konjunktursensitivere Metalle und insbesondere der Ölpreis nach. Die Hauptwährungen zeigen sich gegenüber dem Franken zum Quartalsende nur wenig verändert.

Performance ausgewählter Finanzmarktindizes

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

	Performance-Rückblick							Unsere Erwartung in 6-9 Monaten
	24.03.23	2023	2022	2021	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	
Geldmarkt								
Geldmarkt CHF 3 Mt.	115	0.1	-0.3	-0.5	-0.1	-1.9	-3.4	→
Staatsanleihen								
Schweiz (CHF)	169	5.8	-17.0	-4.2	-5.6	-8.0	-0.5	→
Eurozone (EUR)	211	3.4	-19.2	-3.8	-11.7	-11.1	2.5	→
Grossbritannien (GBP)	234	3.8	-25.1	-5.3	-15.6	-13.1	7.5	→
USA (USD)	2'267	3.6	-12.5	-2.3	-3.9	4.8	10.2	→
USA inflationsgeschützt (USD)	339	3.1	-11.8	6.0	-7.2	16.0	16.0	→
China (CNY)	217	0.8	3.4	5.5	3.6	28.7	54.8	→
Unternehmensanleihen								
Denominiert in CHF	174	1.1	-7.5	-0.5	-3.1	-4.1	3.4	→
Global (USD)	257	3.2	-16.7	-2.9	-6.3	0.2	13.6	→
EM-Anleihen								
Hartwährung (USD)	387	1.7	-16.6	-2.6	-4.6	-2.2	16.9	→
Lokalwährung (USD)	141	2.8	-8.4	-1.6	-3.2	1.1	5.1	→
Aktienindizes								
Schweiz SMI	10'634	0.4	-14.3	23.7	-9.7	45.2	88.6	→
Schweiz SPI	13'939	1.5	-16.5	23.4	-9.9	39.3	94.3	→
USA (USD)	3'971	3.9	-18.1	28.7	-10.6	67.6	209.2	↘
UK (GBP)	7'405	0.4	4.7	18.4	2.9	29.6	69.4	→
Eurozone (EUR)	438	7.2	-11.7	23.4	5.2	37.4	119.2	↘
Japan (JPY)	1'955	3.4	-2.5	12.7	1.4	32.3	134.7	→
China, Schanghai (CNY)	4'027	4.1	-19.8	-3.5	-3.1	14.7	90.9	→
Welt (USD)	2'693	3.9	-17.7	22.3	-9.5	47.7	138.1	→
Schwellenländer (USD)	972	2.0	-19.7	-2.2	-11.6	-4.5	26.4	→
Immobilien								
Schweizer Immobilienfonds	173	-2.5	-15.2	7.3	-12.9	15.7	53.0	→
REITs Global (USD)	122	-3.6	-24.5	27.1	-22.4	6.1	33.2	→
Rohstoffe								
Breiter Rohstoffindex (USD)	1'694	-4.1	17.4	34.9	29.0	119.3	62.5	→
Gold (USD)	1'993	9.8	-0.4	-4.0	1.6	47.8	23.9	↗
Öl (Brent) (USD)	75	-11.4	8.3	51.1	-36.2	7.6	-30.1	→
Devisen								
EUR/CHF	0.988	0.0	-4.7	-4.2	-3.6	-15.6	-19.2	→
USD/CHF	0.920	-0.5	1.3	3.1	-1.1	-2.9	-2.2	→
EUR/USD	1.076	0.8	-6.2	-7.1	-2.2	-12.9	-17.2	→
GBP/USD	1.223	1.7	-11.2	-0.9	-7.3	-13.6	-19.8	→
USD/JPY	130.635	-1.0	14.6	11.5	7.0	24.6	38.3	↘
USD/CNY	6.830	-1.0	8.7	-2.9	7.3	8.2	9.9	→

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

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

MAKROPROGNOSEN

Die globale Wirtschaft startete positiv ins Jahr. China hob die Corona-Restriktionen auf, und dank des milden Winters blieb eine Gasmangellage in Europa aus. Die Sorgen vor einer tiefen Rezession ebten damit ab. Die Spannungen im Bankenmarkt haben die Marktteilnehmer jedoch aufgeschreckt. Die Furcht vor einer neuen globalen Bankenkrise ist gestiegen. Auch wenn wir die

konjunkturellen Folgen nach heutigem Wissensstand als gering einschätzen, machen sie es für die Zentralbanken schwerer, ihre Geldpolitik zu steuern. Die teilweise noch hohe Inflation spricht jedenfalls dafür, dass die Geldpolitik noch restriktiv bleibt. Die Währungshüter dürften aber stärker als sonst auf Sicht fahren.

Konjunktur- und Zinsprognosen

	BIP (% ggü. Vorjahr)			Inflation (% ggü. Vorjahr)			Leitzins (%)		Rendite 10 J. (%)	
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	24.03.23	in 6-9 Mt.	24.03.23	in 6-9 Mt.
Schweiz	2.1	1.0	2.2	2.8	2.4	1.3	1.50	1.75	1.14	1.40
Eurozone	3.5	0.8	2.1	8.4	5.6	2.4	3.00	3.50	2.13	2.40
Grossbritannien	4.1	-0.9	1.5	9.1	6.4	2.7	4.25	4.25	3.28	3.50
USA	2.1	0.8	1.9	8.0	4.1	2.3	4.75-5.00	4.75-5.00	3.38	3.70
Japan	1.0	0.7	1.5	2.5	1.5	0.4	-0.10	-0.10	0.29	0.50
China	3.0	4.5	4.7	2.0	2.4	2.4	-	-	-	-
Brasilien	3.0	0.4	2.4	9.3	5.0	4.2	-	-	-	-
Russland	-2.1	-0.2	1.8	13.8	5.4	4.6	-	-	-	-
Indien	6.9	4.8	6.6	6.7	5.5	4.2	-	-	-	-
Welt	2.8	2.0	3.0	-	-	-	-	-	-	-

ÜBERBLICK WELTWIRTSCHAFT

Wachstumsprognosen für das Gesamtjahr 2023

BIP-Wachstum 2023 \geq 4.0%

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

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

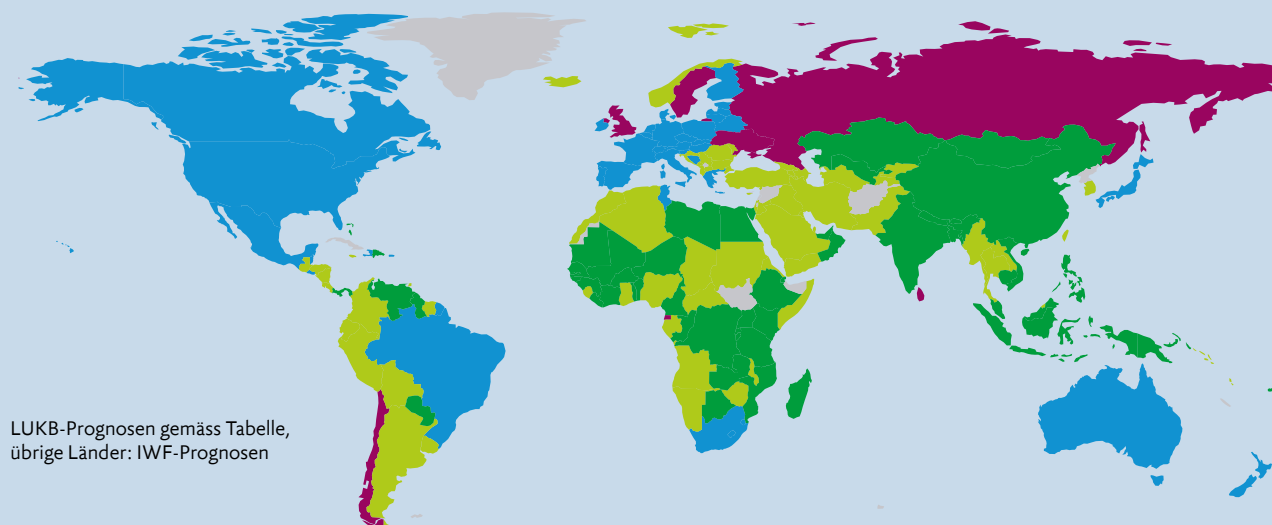
BIP-Wachstum 2023 $<$ 0%

● 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. © 2023 Luzerner Kantonalbank