

Anlagepolitik



Ausbalancieren

 **Luzerner
Kantonalbank**

Q2 | 2022

Unsere Markteinschätzung
Seite 7

Fokusthema
Der Ukraine-Krieg bringt
ungeahnte Unsicherheit
Seite 10

Ausbalancieren

Ausbalancieren ist mehr als ein physikalisches Gesetz. Es ist das Justieren eines Ungleichgewichts zur Herstellung eines Idealzustandes. Das Ausbalancieren ist für das menschliche Wohlbefinden wichtig. Wir streben nach einer ausgewogenen Work-Life-Balance und bringen Körper und Geist in Einklang. Und das Ausbalancieren ist auch in der Finanzwelt wichtig: Es bedarf eines richtigen Risiko-Ertrag-Verhältnisses und einer ausgewogenen Diversifikation, um Vermögenswerte langfristig zu vermehren und die Risiken im Lot zu halten.

EDITORIAL

Geschätzte Investorin, geschätzter Investor

Die tragischen Nachrichten, die uns nun schon seit vier Wochen täglich aus der Ukraine erreichen, führen uns vor Augen, wie schnell so etwas für uns Selbstverständliches wie Frieden verloren gehen kann.

«Der Kriegsausbruch, die hohe Inflation sowie neu aufflammende Lieferkettenprobleme werden die Volatilität der Märkte erhöht halten.»

Die Finanzmärkte wurden vom Kriegsausbruch ebenfalls erschüttert, und die Marktschwankungen haben stark zugenommen. Das stellt eine besondere Herausforderung für Investoren dar. Der markante Anstieg der Inflation bedeutet auch, dass selbst sichere Anlagen wie Liquidität oder Staatsanleihen nach Abzug der Inflation negativ rentieren dürften.

Positionen in Realwerten wie Gold, Rohstoffe, Immobilien und auch Aktien sind daher trotz hoher Bewertungen für uns wichtige Portfoliobestandteile.

Im Fokustext dieser Anlagepolitik werfen wir einen Blick auf die möglichen kurz- bis langfristigen Auswirkungen des Ukraine-Krieges.

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: Der Ukraine-Krieg bringt ungeahnte Unsicherheit
- 14 | Festverzinsliche Anlagen
- 16 | Aktienmärkte
- 18 | Rohstoffe
- 20 | Immobilien
- 22 | Marktüberblick
- 23 | Makroprognosen

HIGHLIGHTS

MAKRO- UND RISIKO-UMFELD

Die Indikatoren deuten auf ein schwierigeres Marktumfeld hin. Das Wachstum scheint zwar vorerst intakt, während die Liquiditätsbedingungen und die Risikofreude der Marktteilnehmer rückläufig sind. Der Inflationsausblick hat sich noch einmal verschlechtert.

■ 1. Quartal 2022 ■ 2. Quartal 2022



LIQUIDITÄT

Zahlreiche Zentralbanken haben begonnen, ihre bisher sehr lockere Geldpolitik zu beenden. Dieser Trend wird sich fortsetzen, was sich im Rückgang der Liquidität spiegelt.



RISIKO-UMFELD

Angesichts des Ukraine-Krieges hat die Risikobereitschaft der Marktteilnehmer recht deutlich abgenommen. Die vorläufig erhöhte Volatilität dürfte die Risikofreude dämpfen.



WACHSTUM

Das globale Wirtschaftswachstum ist noch intakt, die Aufhebung von Corona-Restriktionen belebt die Konjunktur. Die Unsicherheit für den Ausblick hat jedoch zugenommen.



INFLATION

Der Inflationsindikator ist weiter gestiegen, was höhere Rohstoffpreise und Löhne reflektiert. Das Thema Inflation hat für die Finanzmärkte noch einmal an Brisanz gewonnen.

UNSERE POSITIONIERUNG

Liquidität		●
Festverzinsliche Anlagen	●	
Aktienmärkte		●
Nicht-traditionelle Anlagen		●

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



FOKUSTHEMA

Ukraine-Krieg bringt ungeahnte Unsicherheit

Der Schock des leidvollen Ukraine-Krieges erschüttert die europäische Nachkriegsordnung. Auch an den Finanzmärkten stieg die Verunsicherung stark. Wir beleuchten die möglichen Auswirkungen des Konflikts auf verschiedenen Ebenen. Für Investoren bleibt eine gute Diversifikation entscheidend.

AKTIEN

Die Aktienmärkte gerieten im 1. Quartal deutlich unter Druck. Die Bewertungen sind dadurch gesunken, allerdings dürften die Gewinnerwartungen nach unten revidiert werden. Eine Stütze für die Aktien stellen u.a. das schon sehr negative Marktsentiment und ihre Eigenschaft als Inflationsschutz dar.

ANLEIHEN

Obligationen haben aufgrund steigender Renditen und Risiko-prämien seit Jahresbeginn deutlich eingebüsst. Ihre Bewertung hat sich dadurch leicht verbessert, sie bleibt aber angesichts hoher Inflation immer noch unattraktiv. Zudem besteht weiterhin das Risiko steigender Zinsen. Breit diversifizierte Schwellenländer-anleihen stellen eine Alternative als Beimischung dar.



ROHSTOFFE

Viele Rohstoffpreise haben sich im März zwischenzeitlich massiv erhöht. Wir sehen Gold, Energie und Industriemetalle als wichtige Portfoliobestandteile an, mit denen sich Risiken (Inflation, Geopolitik) gut abfedern lassen.



IMMOBILIEN

Wir empfehlen zur Diversifikation den Einsatz gemischter Schweizer Immobilienfonds. Das Kurspotenzial erscheint aufgrund der hohen Agios jedoch begrenzt. Bei ausländischen Immobilienanlagen bevorzugen wir im aktuellen Marktumfeld die defensiveren EUR-REITs.

BASISSZENARIO

Der Weltwirtschaft bläst 2022 ein rauerer Wind entgegen. Dämpfende Effekte gehen u.a. vom Ukraine-Krieg aus. So dürften die Rohstoffpreise auf hohen Niveaus bleiben. Gleichzeitig können Lieferketten gestört werden. Bremseffekte gehen auch davon aus, dass staatliche Programme zur Stimulierung der Wirtschaft auslaufen. Zudem schlägt eine Reihe von Zentralbanken wegen der hohen Inflationsraten einen restriktiveren Kurs bei der Geldpolitik ein.

Erwartete Marktauswirkungen

Die Aktienmärkte werden volatil bleiben, sind aber durch Wachstum leicht über Trend und attraktivere Bewertungen gestützt. Positionen in Gold und Rohstoffen sind geeignet zur Absicherung von geopolitischen und Inflationsrisiken. Anleihen haben wenig Renditepotenzial aufgrund des Risikos steigender Zinsen.

ALTERNATIVSZENARIEN

1. Kräftiger Abschwung
Ausgelöst z.B. durch stark steigende Rohstoffpreise, eine Verschärfung der Coronavirus-Pandemie, Lieferkettenprobleme und/oder zu restriktive Fiskal- und Geldpolitik.

Erwartete Marktauswirkungen

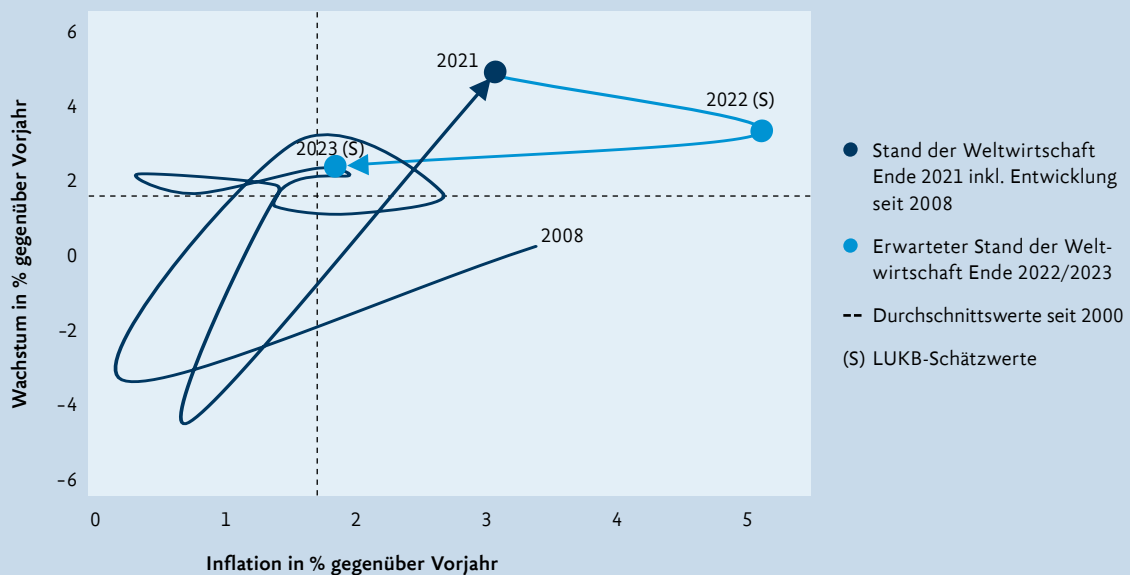
Positiv für Gold, Rohstoffe (zu Beginn), Schweizer Franken, Anleihen von «safe haven»-Staaten; negativ für Aktien, Unternehmensanleihen, EUR und Schwellenländer-Vermögenswerte.

2. Globale Erholung
Ausgelöst z.B. durch sinkende Rohstoffpreise, ein Abklingen der Pandemie, abebbende Lieferengpässe, Produktivitätszuwächse, Belebung von Investitionen und Konsum.

Erwartete Marktauswirkungen

Positiv für Aktien, Unternehmens- und Schwellenländeranleihen; negativ für Staatsanleihen.

Wirtschaftswachstum und Inflation in den Industrieländern seit 2008



MARKTEINSCHÄTZUNG

Das Marktumfeld wird vorerst volatil bleiben. Selbst bei einem Waffenstillstand bleibt viel Unsicherheit bezüglich der Konjunktur und Geldpolitik. Wir erwarten weiter steigende Renditen vor dem Hintergrund einer langsameren Wachstumsdynamik in den kommenden Quartalen. Daher reduzieren wir unsere Aktienquote

auf ein kleines Übergewicht. Auf der Gegenseite stocken wir die Goldposition auf zur Absicherung gegenüber steigender Inflation und unerwarteten Schocks. Die Anleihenquote belassen wir deutlich untergewichtet. Bei der Liquidität halten wir die Quote übergewichtet.

Markteinschätzungen und Positionierung per 23. März 2022

Anlageklasse		Kommentar
Liquidität		Im aktuellen Umfeld grösserer Unsicherheit empfehlen wir eine erhöhte Liquiditätsquote zur Ausnutzung von Marktopportunitäten
Festverzinsliche Anlagen		Anleihen sollten im Portfolio trotz des Renditeanstiegs aufgrund des noch anhaltenden Inflationsdrucks untergewichtet bleiben
CHF		Trotz der deutlich gestiegenen Renditen bleiben CHF-Anleihen hoch bewertet, weshalb wir sie untergewichten
EUR		Im EUR sind die Anleiherenditen unattraktiv niedrig, das Risiko steigender Renditen hat mit dem Ausblick strafferer EZB-Politik zugenommen
GBP		Hohe Inflation dürfte die Bank of England zu weiteren Leitzinserhöhungen veranlassen, weshalb wir GBP-Anleihen untergewichten
USD		Der Aufwärtsdruck auf USD-Renditen dürfte anhalten angesichts erhöhter Inflation, der kommenden Leitzinsschritte und Reduktion der Bilanzsumme
CNY		CNY-Anleihen sind für uns ein gutes Instrument zur Diversifikation sowohl auf der Währungs- als auch der Zinsseite
Schwellenländer		Lokalwährungsanleihen sind durch den Ukraine-Krieg unter Druck gekommen, der Ausverkauf erscheint jedoch übertrieben
Aktienmärkte		Auch wenn sich das globale Wachstum abschwächt, stützt es die Aktienmärkte noch. Die Risiken (Geldpolitik, Rohstoffpreise) haben jedoch zugenommen
Schweiz		Schweizer Aktien sind noch relativ hoch bewertet, ihr defensiverer Sektormix rechtfertigt jedoch eine leicht erhöhte Allokation
Eurozone		Wir gewichten den Eurozonen-Markt neu neutral. Dieser Markt ist stärker gegenüber den Auswirkungen des Ukraine-Krieges exponiert
Grossbritannien		Aus Bewertungsperspektive bleibt der UK-Aktienmarkt attraktiv. Auch der höhere Anteil an Rohstoffwerten macht ihn im aktuellen Umfeld interessant
USA		Die Bewertung des US-Marktes ist zwar relativ hoch, er weist jedoch nur geringe Exponierungen gegenüber dem Ukraine-Krieg aus
Japan		Der japanische Markt ist relativ günstig bewertet. Hohe Rohstoffpreise stellen aber einen Gegenwind dar, weshalb wir das Übergewicht reduzieren
Schwellenländer		Schwellenländeraktien sind niedrig bewertet. Die Unterstützungsmassnahmen in China helfen dem lokalen Markt, das Aufwärtspotenzial ist aber begrenzt
Nicht-traditionelle Anlagen		Die Quote der nicht-traditionellen Anlagen erhöhen wir weiter über einen Aufbau von Gold
Immobilien Schweiz		Schweizer Immobilienfonds sind hoch bewertet, stellen aber eine immer noch attraktive Alternative zu CHF-Obligationen dar
Immobilien Eurozone		Die defensiveren REITs-Märkte der Eurozone bieten angesichts tiefer Obligationrenditen und mit Blick auf relativ robustes Wachstum im Jahr 2022 Chancen
Rohstoffe (ohne Agrar)		Als Absicherung gegenüber erhöhten geopolitischen und inflationsbezogenen Risiken empfehlen wir eine Position in Energie und Metallen
Gold		Wir bauen die Goldquote aus, die uns derzeit am ehesten geeignet scheint, unerwartete Marktereignisse und Inflationsrisiken abzufedern

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

Konjunktur und Geldpolitik

Der Ukraine-Krieg trübt die globalen Wachstumsaussichten. Hohe Rohstoffpreise befeuern zwar die Inflation. Sie beeinträchtigen aber auch die Wirtschaft. Die Zentralbanken agieren daher vorsichtig.

Noch vor Ausbruch des Ukraine-Krieges zeigte die Ampel für das Wachstum der Weltwirtschaft grün. Konsumenten und Unternehmen blickten mehrheitlich positiv in die Zukunft. Grund hierfür war u.a., dass viele Länder die Corona-Restriktionen in den letzten Monaten deutlich lockerten. Entsprechend hat die Nachfrage nach Serviceleistungen vor allem aus den Freizeit- und Tourismussektoren kräftig zugenommen. Gleichzeitig ebten die globalen Lieferengpässe ab.

Ukraine-Krieg trübt Wachstumsaussichten

Mit dem Ukraine-Krieg haben sich die Wachstumsperspektiven für die Weltwirtschaft eingetrübt. Die ukrainische Wirtschaft ist zum Stillstand gekommen und die russische leidet stark unter den Sanktionen des Westens. Beide Länder zählen zu den weltweit wichtigsten Produzenten und Exporteuren von Energie- und Agrarrohstoffen. Die Preise für diverse Rohstoffe sind darum bereits deutlich gestiegen. Darüber hinaus könnte der Welthandel beeinträchtigt werden, weil Lieferketten aufgrund des Krieges und der Sanktionen gestört werden. Das Vertrauen der Wirtschaftsteilnehmer kann nachhaltig sinken, mit negativen Folgen für Investitionen und

Konsum. Das Ausmass dieser Effekte wird von der weiteren Entwicklung des Konflikts, der Wirkung der verhängten Sanktionen und möglichen weiteren Massnahmen abhängen.

Hohe Rohstoffpreise schmälern Kaufkraft

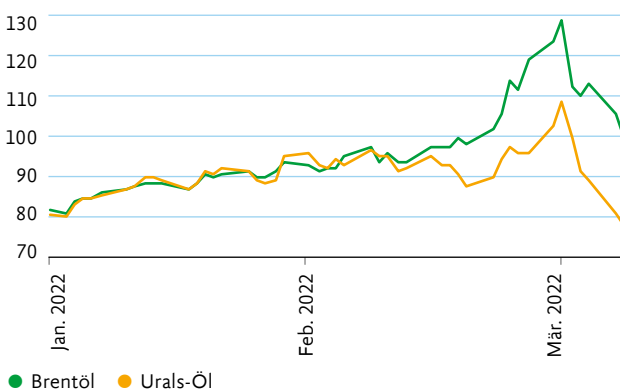
Der Handel mit russischem Erdgas und Erdöl ist bislang in den meisten Staaten von den Sanktionen ausgenommen. Dennoch verzichtet schon jetzt eine Reihe von Unternehmen auf die Lieferungen aus Russland und sucht Alternativen. Das spiegelt sich in den Preisen wider. Während der Preis für russisches Öl der Sorte Urals seit Ausbruch des Krieges kaum stieg, nahm der Preis für die Nordseesorte Brent deutlich zu (siehe Abbildung links). Höhere Rohstoffpreise schlagen sich aber in höheren Verbraucherpreisen nieder und schmälern damit die Kaufkraft von privaten Haushalten und Unternehmen. Das wiederum dämpft den privaten Konsum und die Investitionen.

Europa stärker betroffen als andere Regionen

Die Wirtschaft in Europa dürfte stärker unter den negativen Folgen des Ukraine-Krieges leiden als andere Regionen der Welt. Das hängt u.a. damit zusammen, dass die wirtschaftlichen Verflechtungen mit Russland und der Ukraine enger sind als anderswo. So deckt der Euroraum einen grossen Teil seines Energiebedarfs mit Gas und Öl aus Russland ab. Per Saldo haben wir daher unsere Prognose für das Wirtschaftswachstum im Euroraum für dieses Jahr um 0.7 Prozentpunkte auf 3.5% gesenkt (siehe Abbildung rechts). Auch die Schweizer Wirtschaft dürfte 2022 mit 3% schwächer wachsen, als

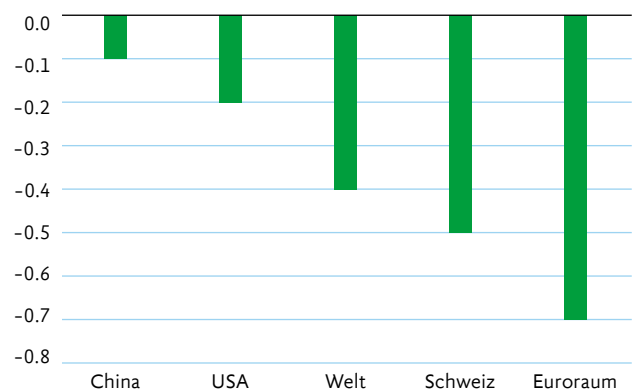
Ölpreise entwickeln sich auseinander

in US-Dollar pro Fass



Revision unserer BIP-Prognosen für 2022

Abweichung in %-Punkten, Veränderung März vs. Februar 2022



wir es bislang prognostiziert haben. Die US-Wirtschaft sollte von den Folgen des Konflikts weniger stark betroffen sein. Das liegt u.a. daran, dass die Handelsbeziehungen mit Russland und der Ukraine deutlich weniger intensiv sind. Gleichzeitig zählen die USA selber zu den grössten Gas- und Ölproduzenten der Welt. Daher haben wir unsere Wachstumsprognose für 2022 nur moderat von 3.7% auf 3.5% reduziert. Insgesamt haben wir unsere Prognose für das Weltwirtschaftswachstum für 2022 von 4.2% auf 3.8% nach unten korrigiert. Für 2023 rechnen wir mit einem Wachstum von 3.4%.

Solide Finanzbasis bei Konsumenten und Unternehmen

Der vom Ukraine-Krieg noch verstärkte Inflationsschock trifft viele Konsumenten zu einem Zeitpunkt, an dem sie auf grossen Ersparnisüberschüssen sitzen, die sie während der Pandemie angehäuft haben. Gleichzeitig hat die Beschäftigung auf beiden Seiten des Atlantiks kräftig zugelegt. Die Einkommen sind gestiegen. Im Grossen und Ganzen sind die Finanzen der privaten Haushalte in den von uns analysierten Industrieländern in guter Verfassung. Selbst wenn sie mehr für Energie und Lebensmittel zahlen müssen, haben viele Haushalte immer noch mehr Kaufkraft als sonst. Das Gleiche gilt für die meisten Unternehmen. Sobald der anfängliche Schock über den Ukraine-Krieg abgeklungen ist, dürften sich diese fundamentalen Faktoren wieder durchsetzen.

Ärmere Schwellenländer leiden besonders

Russland und die Ukraine zählen zu sehr bedeutenden Produzenten von landwirtschaftlichen Gütern. Aufgrund des Krieges dürfte das Angebot an landwirtschaftlichen Erzeugnissen deutlich sinken. Die Nahrungsmittelpreise sind darum bereits gestiegen. Nahrungsmittel haben ein hohes Gewicht in den Lebenshaltungskosten von Schwellenländern. Die Bevölkerung gerade in den ärmeren Schwellenländern wird also nicht nur unter den höheren Energiepreisen, sondern vor allem auch unter den steigenden Nahrungsmittelpreisen leiden.

Geldpolitik ist gefordert

Die Inflation dürfte dieses Jahr kräftiger steigen, als wir bis dato erwartet haben. So rechnen wir für die USA für 2022 mit einer Teuerungsrate von 6.3% und für den Euroraum mit knapp 5%. Hohe Inflationsraten fordern



Brian Mandt
Chefökonom

die Zentralbanken heraus. Mit dem Ukraine-Krieg haben sich jedoch die Parameter verändert. Die Gefahr besteht, dass steigende Rohstoffpreise sowohl für einen Inflationsschub sorgen als auch das Wachstum stärker bremsen als bislang erwartet. Wächst die Wirtschaft langsamer, wird sich das aber auch dämpfend auf die Entwicklung der Inflation auswirken. Treten die Währungshüter in dieser Situation zu stark auf die Bremse, um die Inflation einzudämmen, riskieren sie, dass die Wirtschaft kräftiger abflaut, als sie das wünschen. Das werden die Zentralbanken bei der Beurteilung ihrer Geldpolitik berücksichtigen und daher vorsichtig vorgehen. Die US-Notenbank (Fed) dürfte ihren Leitzins daher behutsam anheben. Die Fed könnte ihn schrittweise erhöhen, so dass er auf Jahressicht auf 1.50-1.75% steigt. Die EZB und SNB dürften sich dagegen noch Zeit nehmen und die Leitzinsen vorerst unverändert lassen. ■

IN KÜRZE

Der Ukraine-Krieg dämpft die Wachstumsaussichten - vor allem für europäische Länder

Die Inflation nimmt in Folge steigender Energie- und Rohstoffpreise 2022 kräftig zu

Die Zentralbanken reduzieren ihre expansive Geldpolitik behutsam

Der Ukraine-Krieg bringt ungeahnte Unsicherheit



Der Schock des leidvollen Ukraine-Krieges erschüttert die europäische Nachkriegsordnung. Auch an den Finanzmärkten steigt die Verunsicherung stark. Eine gute Diversifikation bleibt entscheidend.

Björn Eberhardt Leiter Investment Office

Noch vor ein paar Wochen hätten wohl nur wenige geglaubt, dass sich die schlimmen Befürchtungen eines Krieges in der Ukraine bewahrheiten würden. Mittlerweile ist es traurige Gewissheit, dass Krieg, Zerstörung und grosses Leid auch wieder auf europäischem Boden stattfinden. Die Invasion Russlands in der Ukraine wird von vielen Kommentatoren als eine Zeitenwende oder Zäsur bezeichnet. Und vermutlich können wir uns derzeit nur ein sehr begrenztes Bild von den kommenden globalen Veränderungen ausmalen.

Viele Auswirkungen des Krieges haben bereits die Finanzmärkte und die Volkswirtschaften vieler Länder erreicht. Weitere dürften in den kommenden Monaten folgen und global spürbar sein, gerade aufgrund des Anstiegs vieler Rohstoffpreise. Steigende Lebensmittelpreise sind schon in den Industrieländern ein wichtiges Thema. In vielen

Schwellenländern werden sie jedoch schnell ein existenzielles Problem. Der arabische Frühling 2011 wurde nicht zuletzt durch stark gestiegene Nahrungsmittelpreise und damit verbundene Hungersnöte ausgelöst.

Aufgrund der aktuell besonders ausgeprägten Schnelllebigkeit der Ereignisse und Entwicklungen sowie der Komplexität der Thematik haben wir uns entschlossen, einige aus Anlegerperspektive besonders bedeutende Fragen zusammenzutragen und zu beantworten.

Was bedeutet der Krieg - neben seinen furchtbaren humanitären Folgen - für die globale Konjunktur und Geldpolitik?

Gerade für die Ukraine sind die humanitären und wirtschaftlichen Folgen gigantisch. Dagegen sehen die Auswirkungen auf die übrigen europäischen Länder

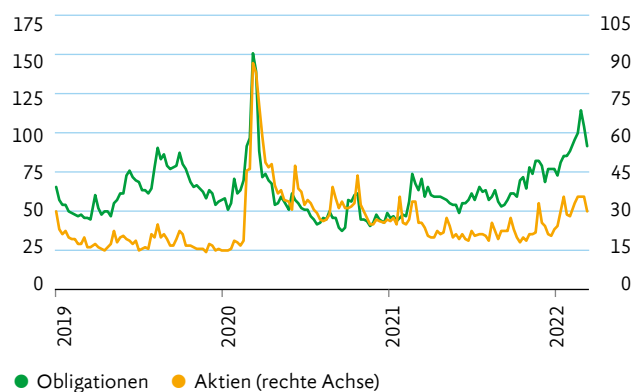
Inflationsbereinigter Aussenwert des CHF

Dez. 2000 = 100. Höhere Werte = Frankenstärke



Volatilitätsindizes von Obligationen und Aktien

in Punkten, unterschiedliche Massseinheiten



vergleichsweise klein aus. Das heisst jedoch nicht, dass sie nicht real und spürbar wären. So haben die Rohstoffpreise merklich angezogen, sichtbar zum Beispiel in der Entwicklung der Benzinpreise. Das bewirkt einen zusätzlichen Anstieg der Inflation, den wir bereits auch in der Schweiz spüren.

Daneben treten Effekte, die sich aus der Unterbrechung und Beeinträchtigung von Lieferketten ergeben. So mussten u.a. Automobilproduzenten ihre Produktion in Tschechien oder auch Deutschland bereits heruntersfahren, da ihnen Vorleistungsgüter ausgehen. Sowohl von der Rohstoffseite als auch aus den Lieferketten droht sich damit ein sogenannter Angebotsschock zu entwickeln: das Angebot bzw. die Produktion verknappt sich, was zu einem Anstieg der Preise führt. Erhöhte Inflation und Lieferkettenprobleme dürften die Konjunkturdynamik dämpfen.

Während Notenbanken auf Nachfrageschocks durch eine Veränderung der Geldpolitik reagieren können, ist dies bei Angebotsschocks im Grunde nicht möglich. Lieferkettenprobleme oder verminderte russische Energieexporte haben nichts mit der Geldpolitik zu tun. Für die Notenbanken gilt es also zwischen zwei Risiken abzuwägen, die jeweils eine entgegengesetzte Geldpolitik erfordern würden: konjunkturelle Verlangsamung und zunehmende Inflation. Welches der beiden schwerer wiegt, werden die kommenden Monate zeigen. Im Moment scheinen die Notenbanken noch eher die Inflationsrisiken im Fokus zu haben, insbesondere die US-Fed.

Wie schätzen Sie die Marktentwicklungen seit Ausbruch des Krieges ein?

Die Reaktion der Finanzmärkte in den ersten zwei Wochen nach Kriegsausbruch war in weiten Teilen gut nachvollziehbar. So stiegen die Rohstoffpreise sehr deutlich, da Russland und die Ukraine bedeutende Rohstoffproduzenten sind – bei Energie, Metallen und Nahrungsmitteln. Die starke Verteuerung von Rohstoffen verbunden mit dem Risiko langsameren globalen Wachstums verunsicherte die Aktienmärkte und führte dazu, dass Aktien stark unter Druck gerieten, gerade in Europa.

Abgesehen vom Schweizer Franken, der seine traditionelle Rolle als «sicherer Hafen» erneut ausspielen konnte, verloren die meisten europäischen Währungen gegenüber dem US-Dollar deutlich an Wert, besonders in Osteuropa. Interessant war die Entwicklung bei den Staatsanleihen: Üblicherweise gewinnen diese in Krisenzeiten stärker an Wert – jedoch haben die zunehmenden Inflations Sorgen dieses Mal ihre Attraktivität begrenzt. Gold dagegen erfüllte seine Rolle als «sicherer Hafen» und zeigte einmal mehr, warum es ein wichtiger Bestandteil eines gut diversifizierten Portfolios ist.

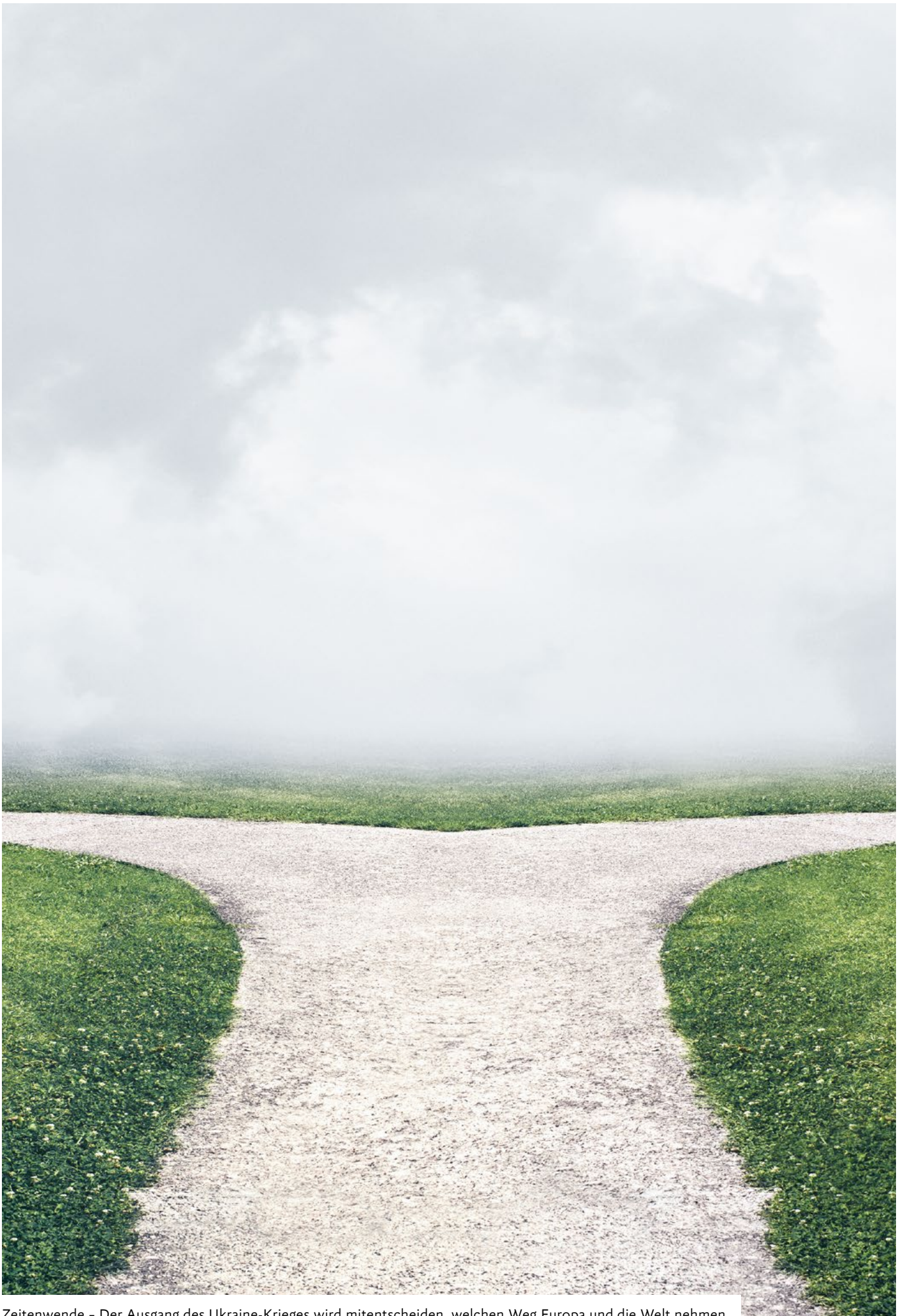
Die Geschwindigkeit der Markterholung nach dem Einbruch der ersten zwei Wochen kommt dagegen etwas überraschender, da sie uns mehr von Hoffnung als von einer Verbesserung der Fundamentalfaktoren getrieben scheint.

«Notenbanken müssen zwischen zwei Risiken abwägen, die entgegengesetzte Reaktionen benötigen.»

Welche langfristigen Auswirkungen könnten aufgrund des Ukraine-Krieges entstehen?

Hier gibt es etliche Dimensionen, entlang welcher der Krieg längerfristige Effekte mit sich

bringen wird, jede mit ihrer eigenen Komplexität. Viel wurde darüber geschrieben, dass der Kriegsausbruch für Westeuropa auch die seit Ende des Kalten Krieges bestehende sogenannte «Friedens-Dividende» in Europa beendet. So haben europäische Länder in den vergangenen Wochen bereits eine Aufstockung ihrer Wehretats angekündigt. Ferner dürften die Bemühungen, ein partnerschaftliches Verhältnis mit Russland aufzubauen, auf absehbare Zeit unterbrochen bleiben. Die Gefahr eines neuen Kalten Krieges bzw. eines neuen «Eisernen Vorhangs» in Europa ist damit äusserst real. Ein positiver Effekt könnte sein, dass es die Solidarität der europäischen Staaten miteinander wieder stärkt, insofern, als Russland nun von den meisten Ländern als eine Gefahr wahrgenommen wird und nicht nur von den osteuropäischen, die vor solchen Entwicklungen ja bereits seit Jahrzehnten warnen. Schwer einschätzbar bleibt das russisch-chinesische Bündnis. Russland ist hier klar der Junior-Partner und droht sich in eine Abhängigkeit zu begeben, die längerfristig recht teuer werden könnte.



Zeitenwende - Der Ausgang des Ukraine-Krieges wird mitentscheiden, welchen Weg Europa und die Welt nehmen.

Der Krieg hat zudem vor Augen geführt, welche Abhängigkeit vom ressourcenreichen Russland besteht, insbesondere bei Energieträgern. Nachdem Deutschland nach langem Zögern schliesslich doch die Zertifizierung der Pipeline Nord Stream 2 auf Eis gelegt hat, stellt sich die drängende Frage, auf welche Weise die Energieversorgung für Bevölkerung und Industrie sichergestellt werden kann. Das dürfte den Wandel hin zu klimafreundlichen Technologien und erhöhter Energieeffizienz deutlich beschleunigen und massive Investitionen in den kommenden Jahren auslösen. Daneben dürften aber auch Kernenergie und Flüssiggasimporte aus Nordamerika und dem Nahen Osten eine Rolle spielen. Klar ist auch: die Abhängigkeit wird sich nicht über Nacht beseitigen lassen, ohne dass dies grössere wirtschaftliche Verwerfungen mit sich bringen würde.

Auch die Risiken des US-Dollar-zentrierten globalen Währungssystems sind deutlich sichtbar geworden. Dass ein wesentlicher Teil der russischen Währungsreserven in USD und EUR eingefroren werden konnte, dürfte für Länder wie China einen starken Anreiz setzen, eine möglichst breite Diversifikation ihrer Reserven anzustreben, um im Zweifelsfall nicht die gleichen Probleme wie Russland zu erfahren. Das könnte z.B. für den CNY einen weiteren Liberalisierungsschub auslösen.

Welche Szenarien sehen Sie für die kommenden Monate als wahrscheinlich an?

Über den Kriegsverlauf selbst und welches Ergebnis er bringen könnte, lässt sich nur spekulieren. Das Risiko langanhaltender Kampfhandlungen erscheint aktuell leider noch sehr hoch. Selbst im Fall eines Waffenstillstands dürfte sich an der Sanktionspolitik des Westens gegenüber Russland unter seiner aktuellen Führung kaum etwas ändern. Die wirtschaftlichen Verwerfungen und Russlands De-facto-Ausschluss aus der westlichen Wirtschaftswelt dürften damit bestehen bleiben. In unserem Basisszenario gehen wir derzeit von Wachstum über Trend im laufenden Jahr aus, bei erhöhter Inflation. Viel wird jedoch vom Krieg und der Entwicklung der Rohstoffpreise abhängen: Ein starker dauerhafter Anstieg erhöht die Abwärtsrisiken, während eine deutliche Entspannung dagegen eine Zunahme der Dynamik erlauben würde.

«Die Sanktionen gegenüber Russland dürften selbst nach einem Waffenstillstand weitgehend Bestand haben.»

Der Franken hat zum Euro wieder aufgewertet. Was sind die Folgen für die Schweizer Wirtschaft, und wie könnte sich der Wechselkurs weiter entwickeln?

Trotz des zwischenzeitlichen Erreichens der Parität ist das Ausmass der Frankenaufwertung seit Ausbruch des Krieges relativ überschaubar und dürfte auf den aktuellen Niveaus noch keine grösseren negativen Auswirkungen auf die Schweizer Konjunktur haben (siehe Abbildung links, Seite 10). Zudem handelt es sich um eine Euro-Schwäche - der US-Dollar hat zum Franken sogar aufgewertet. Das entschärft die Situation aus Sicht der SNB etwas. Auch wenn sie nahe der Parität offensichtlich stützend eingriff: Wir rechnen nur dann mit verstärkten Interventionen der SNB, falls der Franken zu schnell und in der Breite aufwerten würde. Auf die Inflation hat der starke Franken zudem leicht dämpfende Effekte. Auf Sicht der kommenden Monate dürfte sich der Franken nahe des aktuellen Niveaus bewegen, u.a. da er als «sichere Hafen»-Anlage gefragt bleiben dürfte.

Wie sollte man Anlageportfolios für die nächsten Monate ausrichten? Welche Chancen und Risiken sehen Sie?

Die Unsicherheit an den Finanzmärkten wird vorerst hoch bleiben - aufgrund des Krieges, aber auch wegen der hohen Inflation und damit der Ausrichtung der Zentralbankpolitik. Eine gut durchdachte Diversifikation über die Anlageklassen hinweg ist damit sehr bedeutend, vor allem

wenn Staatsanleihen ihre Funktion als «sicherer Hafen» nicht vollständig erfüllen können. Aus unserer Sicht sind Gold und Rohstoffe wichtige Portfoliokomponenten, um sich gegenüber der Inflation und den geopolitischen Risiken etwas abzusichern. Anleihen sollten im Portfolio derzeit noch tiefer gewichtet bleiben, da wir das Risiko weiter steigender Zinsen sehen. Aktien sollten leicht über der strategischen Quote berücksichtigt werden, denn sie bieten einen gewissen Inflationsschutz, und wir denken, dass das globale Wachstum ausreichend hoch ausfallen dürfte, um die Aktienmärkte auf den aktuellen Niveaus zu unterstützen. Wir raten jedoch auch vorerst zu einer erhöhten Liquiditätsquote, um Opportunitäten bei Marktrücksetzern nutzen zu können. ■

Festverzinsliche Anlagen



Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

Staatsanleihen stecken im Spannungsfeld von Wachstums- und Inflations Sorgen. Unternehmensanleihen bieten mittlerweile wieder höhere Risikoprämien. Der Ausverkauf in Schwellenländeranleihen scheint übertrieben.

Die Verunsicherung aufgrund des Ukraine-Krieges, steigender Rohstoffpreise und der immer noch bestehenden Aussicht auf eine straffere US-Geldpolitik haben zu einem weiteren Anstieg der Volatilität an den Märkten für Festverzinsliche Anlagen geführt. Zu den bemerkenswertesten Entwicklungen zählt eine eher gering ausgeprägte Flucht in Staatsanleihen als «sicherer Hafen», ein deutlicher Anstieg der Risikoprämien von Unternehmensanleihen und eine Korrektur von Schwellenländeranleihen in Lokalwährung.

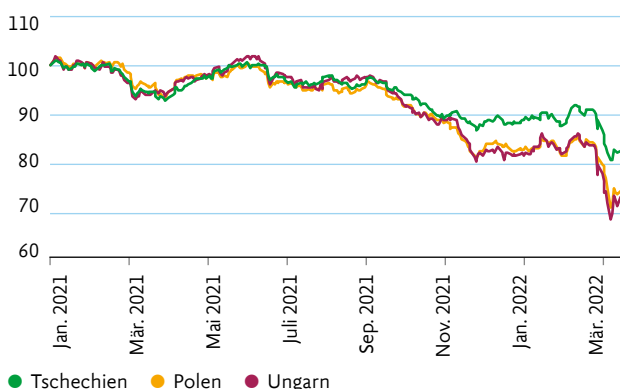
Staatsanleihen zwischen Risikoaversion und Inflations-sorgen

Die Entwicklung der Renditen von Staatsanleihen in den einzelnen Hauptmärkten weist einige recht interessante Tendenzen auf. Zunächst fällt auf, wie vergleichsweise wenig die Renditen auf den Kriegsausbruch reagiert haben. Die Rendite 10-jähriger CHF-Anleihen sank zum Beispiel nur relativ geringe 10 Basispunkte in den ersten zwei Kriegswochen und blieb mit 0.2% im positiven Bereich. Noch zu Jahresbeginn war die Rendite mit -0.14% deutlich tiefer. Im EUR und USD war die Renditebewegung vom Ausmass vergleichbar. Eine Erklärung dafür dürften die stark gestiegenen Rohstoffpreise sein, die vorerst die Inflationsraten deutlich erhöhen werden. Das schmälert die Attraktivität von Anleihen erheblich.

Gerade in den USA hat die Notenbank zudem bereits signalisiert, dass sie aufgrund der guten Binnenkonjunktur und erhöhten Inflation die Straffung der Geldpolitik weitgehend wie geplant vornehmen dürfte. Die Märkte blicken dieser Perspektive mit Skepsis entgegen, was sich daran zeigt, dass sich die Zinskurve im USD deutlich verflacht hat. Hier herrscht die Sorge,

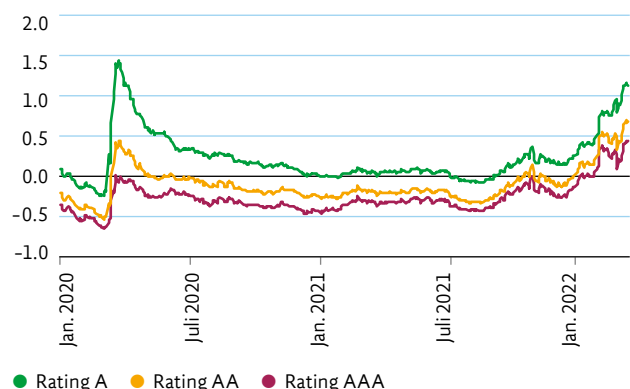
Osteuropäische Lokalwährungsanleihen

in USD, 01.01.2021 = 100, Gesamttrendite



Renditen CHF-Anleihen nach Kreditqualität

in %, Laufzeit 5-7 Jahre



dass die US-Notenbank überschiesse und ein deutliches Einbremsen der US-Wirtschaft auslösen könnte.

Ein positives Zeichen in all der Volatilität der vergangenen Wochen war die relative Stabilität der Risikoprämien innerhalb der Eurozone. Auch wenn der EUR zum Franken und USD deutlich Federn lassen musste, so war der Grund anscheinend nicht Sorgen um den Bestand der Gemeinschaftswährung, sondern eher die Einschätzung, dass das Wachstum der Eurozone vom Krieg besonders betroffen sein wird und die EZB daher noch längere Zeit bei ihrer Negativzinspolitik bleiben dürfte, während die US-Fed bereits die Zinserhöhungen vornimmt. Dazu beitragen dürfte auch, dass es Bestrebungen gibt, die Lasten aufgrund der gestiegenen Energiepreise und Verteidigungskosten auf EU-Ebene gemeinschaftlich anzugehen.

Der Ausblick für die Renditen von Staatsanleihen ist stark abhängig von dem für Wachstum und Inflation. Da die gestiegenen Rohstoffpreise einen angebotsseitigen Schock darstellen, der wachstumsdämpfende Effekte mit sich bringt, erwarten wir aus heutiger Sicht nur moderat steigende Renditen. Gleichzeitig begrenzt der ungünstige Inflationsblick das Potenzial für sinkende Renditen. Die Volatilität dürfte entsprechend hoch bleiben. Je länger die Phase sehr hoher Rohstoffpreise anhält, desto grösser dürften die negativen Wachstumseffekte ausfallen.

An den Märkten für Unternehmensanleihen hat sich in den vergangenen Wochen ein markanter Anstieg der Risikoprämien vollzogen (siehe Abbildung rechts). Gerade im tiefsten Investment-Grade-Segment sind die Prämien wieder auf Niveaus, ähnlich denen nach einer sehr unruhigen Marktphase Ende 2018. Im EUR sind die Prämien dabei nicht mehr sehr weit von den Hochs vom März 2020 entfernt, als der Ausbruch der Coronavirus-Pandemie die Märkte belastete. Besonders unter Druck gerieten Energieunternehmen (u.a. wegen der Abschreibungen auf russische Beteiligungen) und Versicherungen. Ähnlich wie bei den Aktienmärkten gilt auch hier, dass es wohl noch zu früh ist für ein klares Einstiegssignal. Die konjunkturellen Aussichten haben sich aufgrund der gestiegenen Rohstoffpreise eingetrübt, was höhere Prämien aufgrund gesteigener Ausfallrisiken rechtfertigt.

Die Märkte von Schwellenländeranleihen in Lokalwährung kamen seit Kriegsbeginn sehr deutlich unter Druck. Dazu trug zum einen der vorerst komplette Einbruch des russischen Marktes bei, zum anderen litten auch die Währungen und Anleihen in osteuropäischen Ländern wie Polen, Ungarn und sogar Tschechien (siehe Abbildung links). In anderen Märkten zeigten sich ebenfalls Zeichen zunehmender Risikoaversion, allerdings waren diese schwächer ausgeprägt als in Osteuropa. Was den Ausblick dieser Anlagen anbelangt, so empfiehlt sich eine genaue Selektion der einzelnen Märkte und Produkte. Einige Schwellenländer könnten beispielsweise von hohen Rohstoffpreisen profitieren. Insgesamt erscheint uns das Ausmass des Einbruchs übertrieben. ■

Stabile Risikoprämien in der Eurozone

Erhöhte Risikoaversion bei Unternehmens- und Lokalwährungsanleihen

IN KÜRZE

Trotz eines Renditeanstiegs sind Staatsanleihen immer noch hoch bewertet, und es besteht das Risiko weiter steigender Zinsen

Anstieg der Risikoprämien hat Bewertung von Unternehmensanleihen verbessert, aber weitere Ausweitung wegen Konjunkturrisiken möglich

Ausverkauf von Schwellenländeranleihen erscheint übertrieben und öffnet Raum für Opportunitäten

Aktienmärkte

Die Aktienmärkte haben in den letzten Wochen zeitweise deutlich korrigiert, die Gewinnerwartungen sind jedoch noch wenig verändert. Je nach Sektor und Verflechtung mit Russland dürften die Revisionen variieren.

Nach dem Kriegsausbruch haben die Aktienmärkte der Eurozone und der Schwellenländer mit 11.8% bzw. 9.1% (per 8. März 2022) in der Spitze am stärksten korrigiert. Dies, weil gerade die Länder der Eurozone stark von russischen Energie- und Rohstofflieferungen abhängig sind und sich hier grosse Unsicherheiten auftraten. Auch in anderen Geschäftsbereichen sind Unternehmen aus der Eurozone oftmals stärker mit Russland verknüpft als zum Beispiel US-Unternehmen. Dementsprechend überrascht es nicht, dass der US-Aktienmarkt in der Phase des grössten Ausverkaufs nur ein eher kleines Minus von 1.4% zeigte.

Gewinnrevisionen zu erwarten

Ein wichtiger Treiber für eine nachhaltige Kursperformance eines Aktienmarktes ist die Entwicklung der Gewinnerwartungen. Wir gehen davon aus, dass diese in den kommenden Wochen nach unten angepasst werden. Die Gründe dafür sind die abnehmende Konjunkturdynamik sowie steigende Kosten, beispielsweise für Energie, Rohstoffe, Transport, Verpackung und Logistik. Den ausgeprägtesten Rückgang erwarten wir in der

Eurozone aufgrund der deutlich stärkeren Verflechtungen mit Russland. In den USA hingegen dürften sich die Gewinnerwartungen im Vergleich stabiler zeigen.

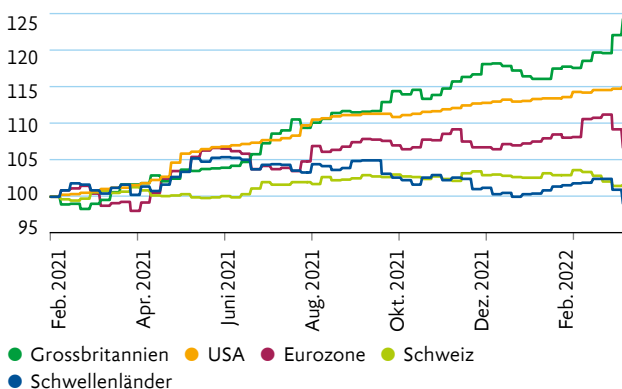
Entscheidend für das Ausmass der Gewinnrevisionen ist auch die Sektorzusammensetzung eines Aktienmarktes. Aufgrund des hohen Engagements in den Bereichen Energie und Rohstoffen lässt der britische Aktienmarkt eine relativ stabile Gewinnentwicklung erwarten. Auch für den Schweizer Aktienmarkt erwarten wir aufgrund der defensiven Sektorausrichtung überschaubare Gewinnrevisionen. Daraus ergeben sich Investitionsmöglichkeiten. Aktienmärkte mit stabilen Gewinnerwartungen dürften einen stabileren Kursverlauf aufweisen bzw. allfällige Kursdellen rasch wieder aufholen. Bei den Schwellenländermärkten bleibt die Unsicherheit gerade am chinesischen Markt aufgrund der Ausbreitung des Coronavirus sowie regulatorischer Massnahmen erhöht, was aus unserer Sicht auch das Kurspotenzial begrenzt.

Sektoreinstufung

Angesichts der ungewissen Entwicklungen in der Ukraine, der erhöhten Volatilität und möglicher Sanktionen gegenüber Russland lohnt es sich, ein Aktienportfolio aus Sektorsicht defensiver auszurichten. Dementsprechend heben wir die Sektoreinstufung des Gesundheitswesens und des nichtzyklischen Konsums auf «übergewichten» an. Die LUKB Einstufung der Sektoren Finanzen und Technologie werden auf «neutral» reduziert. Die übrigen Einstufungen bleiben unverändert.

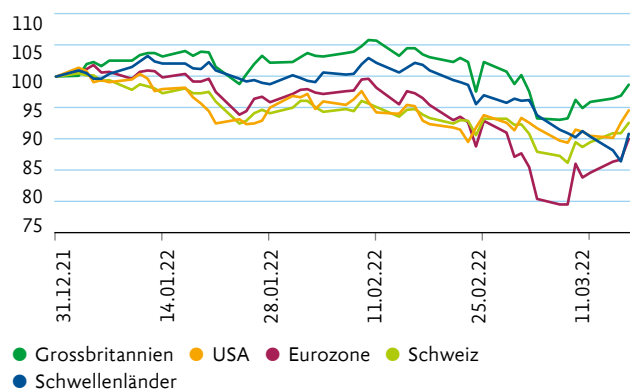
Gewinnerwartungen 2022

indexiert auf 100 per 04.02.2021



Kursentwicklung seit Jahresbeginn 2022

in CHF, indexiert auf 100 per 31.12.2021



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

Der Energiesektor wird weiterhin von erhöhten Energiepreisen profitieren. Sollten die Sanktionen gegenüber Russland auf Öl und Gas ausgeweitet werden, ist auch ein weiterer Anstieg der Energiepreise nicht auszuschliessen. Dadurch werden diversifizierte Ölmultis von höheren Gewinnen und höheren Mittelzuflüssen profitieren. Zwar sind einige europäische integrierte Ölkonzerne in Russland engagiert und werden zum Teil milliardenschwere Abschreibungen vornehmen müssen, diese Erkenntnis ist in den gegenwärtigen Kursniveaus und Gewinnerwartungen aber reflektiert.

Der Sektor Roh- und Grundstoffe ist im Vergleich zum Gesamtmarkt attraktiv bewertet. Innerhalb des Sektors bevorzugen wir Bergbauunternehmen, die in stabilen Regionen (Australien oder Nordeuropa) tätig sind und über starke Bilanzen verfügen. Die Sanktionen gegenüber Russland führen zu deutlich höheren Rohstoffpreisen. Die Umstellung auf neue Energieformen, die Elektromobilität, die Herstellung von Speicherkapazitäten (Batterien) sowie der Bedarf an neuen Stromnetzen werden die Nachfrage nach verschiedenen Metallen langfristig treiben. Ebenfalls attraktiv sind Industriegasunternehmen. Ihr Geschäftsmodell (wenig Konkurrenz, hohe Eintrittsbarrieren, diversifizierte Kundenbasis) ist krisenfest und ermöglicht stetige Preiserhöhungen.

Der Gesundheitssektor zeichnet sich durch eine geringe Konjunktursensitivität und defensive Eigenschaften aus. Denn Medikamente und Gesundheitsprodukte werden unabhängig von der Wirtschaftslage nachgefragt. Kurzfristig dürfte der Gesundheitssektor von Nachholeffekten profitieren. So wurden aufgrund der Coronavirus-Pandemie u.a. Arztbesuche oder Operationen



Reto Lötscher
Leiter Finanzanalyse

aufgeschoben. Zudem sind Gesundheitsunternehmen derzeit nicht mehr teuer bewertet. Die Pharmaschwergewichte weisen im relativen Vergleich sogar eine günstige Bewertung auf. Mittel- bis langfristig profitiert der Gesundheitssektor von seiner hohen Innovationskraft und strukturellen demografischen Trends (zum Beispiel höhere Lebenserwartung, steigender Wohlstand).

In einem Umfeld hoher geopolitischer Risiken und abnehmender Konjunktur dynamik bieten Unternehmen aus dem Sektor des nichtzyklischen Konsums in einem diversifizierten Portfolio einen stabilen Anker. Wir bevorzugen Nahrungsmittelhersteller. Ihnen dürfte es mit der Zeit gelingen, höhere Rohstoff-, Verpackungs- und Logistikkosten an den Kunden weiterzuleiten, auch wenn diese vorübergehend die Margen belasten werden. Wir sehen weiterhin davon ab, in Tabakhersteller zu investieren, auch wenn diese günstig bewertet sind. Die zunehmenden Regulierungen und das steigende Gesundheitsbewusstsein werden die Nachfrage nach Tabakprodukten belasten. ■

IN KÜRZE

Unternehmen und Regionen mit Russland-Verflechtungen unter Druck

Gewinnrevisionen nach unten stehen an

Investitionsgelegenheit in Sektoren mit stabilen Gewinnerwartungen

Bevorzugte Sektoren: Energie, Roh- und Grundstoffe, Gesundheitswesen sowie nichtzyklischer Konsum

Rohstoffe

Der Ukraine-Krieg und die Sanktionen gegenüber Russland haben die Preise vieler Rohstoffe ansteigen lassen. Die Risiken für die Konjunktur haben dadurch ebenfalls zugenommen. Wir gehen von gut unterstützten Rohstoffpreisen aus.

Die jüngsten Preissteigerungen bei vielen Rohstoffen sind hauptsächlich durch die geopolitischen Entwicklungen beeinflusst. Der Ukraine-Krieg und die Sanktionen gegen Russland einerseits sowie kriegsbedingte Produktionseinstellungen in der Ukraine andererseits führen zu Befürchtungen, dass viele Rohstoffe knapp werden könnten. Denn sowohl Russland als auch die Ukraine gehören zu den weltweit grössten Produzenten und Exporteuren vieler Rohstoffe. So ist Russland zum Beispiel einer der grössten Exporteure von Aluminium und gehört zu den grössten Öl- und Gasförderern sowie Palladium- und Nickelproduzenten. Die Ukraine ist ebenfalls eines der führenden Erzeugerländer im Agrarbereich. Deshalb haben viele Rohstoffpreise Anfang März neue Höchststände erreicht bzw. waren seit langem nicht mehr so teuer wie kurz nach Kriegsbeginn. So stiegen u.a. Palladium, Nickel und Kupfer auf zeitweise neue Allzeithochs. Seit Kriegsausbruch wurde Erdöl zwischenzeitlich ca. 30% teurer, Gas sogar mehr als doppelt so hoch bewertet.

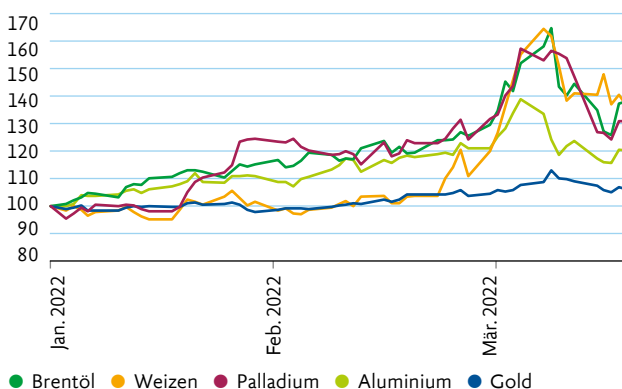
Massiver Ölpreis-Anstieg aus Angst vor möglichen Sanktionen

Der Ukraine-Krieg hat die Abhängigkeit Europas von russischem Öl und Gas aufgezeigt. Deutschland bezieht ca. die Hälfte seines Gasverbrauchs aus Russland und auch der Rest Europas wäre von einem Ausfall der russischen Produktion stark betroffen. Rohöl könnte teilweise durch andere Beschaffungskanäle kompensiert werden, da es im Gegensatz zu Gas nicht an Pipelines gebunden ist. Erdgas hingegen kann ansonsten nur noch in Form von LNG (liquified natural gas, d.h. Flüssiggas) transportiert werden, das durch Schiffe nur an wenigen speziell dafür vorgesehenen Hafenstationen ausgeladen werden kann. Somit ist kurzfristig keine vollständige Kompensation möglich. Eine Einschränkung des Konsums und somit eine Verlangsamung der Konjunkturdynamik wären die Folgen. Diese Situation liess die Preise von Öl der Sorte Brent um fast 30% auf beinahe USD 130 pro Barrel und somit den höchsten Stand seit 2008 steigen. Gas verteuerte sich nicht zuletzt wegen des Stopps für die Zertifizierung der Pipeline «Nord Stream 2» ebenfalls markant.

Diese sehr hohen Preisniveaus sind unseres Erachtens jedoch nicht nachhaltig. Einerseits deuten technische Faktoren auf einen sehr angespannten Ölmarkt hin. Andererseits konnten rekordhohe Ölpreise historisch aufgrund eines sich in der Folge abschwächenden Wirtschaftsausblicks nicht lange gehalten werden. Ankündigungen der Internationalen Energieagentur und der Vereinigten Arabischen Emirate, Notreserven zu verkaufen bzw. die Produktion auszuweiten, könn-

Ausgewählte Rohstoffpreise

indexiert. Januar 2022 = 100



Nickelpreis

USD je Tonne



ten ebenfalls für Entspannung sorgen. Auch Diskussionen um zusätzliche Ölfördermengen aus dem Iran oder Saudi-Arabien könnten zu einer Ausweitung des Angebots führen. Aber selbst dann gehen wir davon aus, dass die Ölpreise sich zwar etwas entspannen, aber immer noch auf erhöhtem Niveau verharren dürften.

Auch einige Edelmetalle glänzten

Palladium konnte seit Jahresanfang eine herausragende Performance von ca. 35% verzeichnen. Nach Kriegsbeginn verteuerte es sich zwischenzeitlich um 33% auf über USD 3'400 pro Unze. Grund dafür war die Furcht vor Sanktionen gegenüber Russland, dem zweitgrössten Palladiumproduzenten. Damit ist auch die Differenz zwischen dem Palladium- und dem Platinpreis auf einen Rekord angestiegen. Da beide Metalle in der Automobilindustrie für Katalysatoren verwendet werden, könnte eine Substitution des teuren Palladiums einsetzen. Dies und die sich aufgrund von Lieferkettenschwierigkeiten aktuell wieder abschwächende Automobilproduktion werden die Nachfrage nach Palladium belasten.

Der Anstieg von Gold um zwischenzeitlich ca. 5% seit Kriegsausbruch ist nahezu bescheiden. Die Kriegsprämie und die Angst vor Inflation trieben die Preise dennoch auf Niveaus, die zuletzt zu Beginn der Corona-Krise erreicht wurden. Aufgrund der wieder deutlich gesunkenen Realrenditen und der bestehenden wirtschaftlichen Unsicherheit dürfte Gold gut unterstützt sein.

Bei den Industriemetallen stand Nickel im Fokus

Der Nickelpreis hat sich Anfang März vervielfacht und ist von ca. USD 30'000 pro Tonne ganz kurzzeitig auf ca. USD 100'000 angestiegen. Der Handel an der London Metal Exchange (LME) wurde in der Folge vorübergehend suspendiert und diverse Transaktionen annulliert. Grund waren massive Käufe einiger Investoren und Industriekonglomerate, die zu Absicherungszwecken Leerverkäufe eingegangen waren. Aufgrund der ansteigenden Preise mussten diese Positionen geschlossen werden. Dabei haben insbesondere einige grosse chinesische Nickel- und Stahlproduzenten massive Verluste erlitten.

Auch die übrigen Basismetalle wie Kupfer und Aluminium verzeichneten starke Preisanstiege. Die Nachfrage nach



Andreas Müller
Analyst Rohstoffe

Kupfer dürfte aufgrund der sich insbesondere in China verlangsamenden Wirtschaft wieder nachlassen. Das Angebot an Aluminium wird aufgrund der hohen Energiekosten in der Produktion beschränkt bleiben und dem Preis Unterstützung bieten.

Insgesamt erwarten wir, dass die Lage an vielen Rohstoffmärkten angespannt bleiben dürfte. Die Preissteigerungen in den ersten zwei Wochen des Ukraine-Krieges waren äusserst rasant und vor allem panikgetrieben. Die Korrektur seitdem hat entsprechend nicht überrascht. Mittelfristig dürften viele Rohstoffpreise jedoch fundamental gut unterstützt bleiben. ■

IN KÜRZE

Ukraine-Krieg und mögliche Sanktionen liessen die Preise vieler Rohstoffe deutlich ansteigen

Eine Normalisierung nach Preisübertreibungen wegen ihrer negativen Konjunkturfolgen wahrscheinlich

Gold könnte aufgrund der anhaltenden Unsicherheit gut unterstützt bleiben

Öl dürfte sich vorerst ebenfalls auf erhöhtem Niveau bewegen

Immobilien

Der Preisdruck für Wohneigentum bleibt 2022 aufgrund des hohen Nachfrageüberhangs bestehen. Schweizer Immobilienfonds profitieren von stabilen Ausschüttungen. Wir erachten europäische Immobilienaktien als interessant.

Die Suche nach einem Eigenheim gestaltet sich zunehmend herausfordernd. Zum einen war der Nachfrageüberhang 2021 mit einem kräftigen Preisanstieg verbunden, zum anderen haben sich die Hypothekarzinssätze von den Tiefstständen gelöst, was die Finanzierung teurer macht. Unseres Erachtens dürften diese Trends 2022 anhalten. Am Mietwohnungsmarkt erwarten wir, dass sich der Leerstand weiter verringert, da auch hier das Wachstum beim Angebot mit der Nachfrage nicht mithalten kann.

Kräftiger Preiszuwachs bei Wohneigentum

Bei Wohneigentum hat sich der Preisanstieg zum Jahresende 2021 noch einmal deutlich akzentuiert. So zeigen Daten des privaten Immobiliendienstleisters IAZI bei Einfamilienhäusern im 4. Quartal 2021 ein Preiswachstum von 2.2% im Quartalsvergleich sowie von 7.3% auf Jahresbasis. Letzteres ist der höchste Wert seit 2012. Ein ähnlich dynamisches Bild zeigt sich auch bei Eigentumswohnungen, die sich im Quartalsvergleich um 1.5% und zum Vorjahr um 5.1% verteuerten.

Robuste Nachfrage nach Wohneigentum

Der kräftige Preiszuwachs beruht darauf, dass die Nachfrage nach Wohneigentum unverändert hoch ist. Die Verbesserungen auf dem Arbeitsmarkt, die positive Nettozuwanderung und die konjunkturelle Erholung stützen die Nachfrage. Auch wenn die Zinsen für langfristige Hypotheken in den letzten Wochen aufgrund der weltweit anziehenden Inflation gestiegen sind, bleiben die Finanzierungskonditionen im historischen Kontext attraktiv. Wir sehen gute Chancen, dass diese Faktoren über die nächsten Monate intakt bleiben. So dürfte das Finanzierungsumfeld insgesamt recht günstig bleiben, denn die SNB dürfte vorerst mit einer Leitzinserhöhung zuwarten. Die Frühindikatoren für die Schweizer Wirtschaft sind von den Hochständen zwar etwas zurückgekommen, deuten jedoch auf ein überdurchschnittliches Konjunkturwachstum im laufenden Jahr hin. Alles in allem sind die Treiber für die Nachfrage nach Wohnraum intakt.

Geringere Bautätigkeit - tieferer Leerstand

Die abnehmende Bautätigkeit im Eigenheimmarkt ist nichts Neues. Es ist ein Trend, der sich seit mehreren Jahren abzeichnet. Zu den Gründen dafür zählen unter anderem ein Fokus auf den Bau von Mietwohnungen, eine abnehmende Verfügbarkeit von Bauland und teilweise Lieferengpässe bei verschiedenen Baumaterialien. Unseres Erachtens dürfte das zusätzliche Angebot bei Wohneigentum im laufenden Jahr wiederum von der Nachfrage gut absorbiert werden. Am Markt für Mietwohnungen sieht es ebenfalls danach aus, dass die Zusatznachfrage nach Wohnungen das neu hinzugekommene

Preisentwicklung Wohneigentum Schweiz

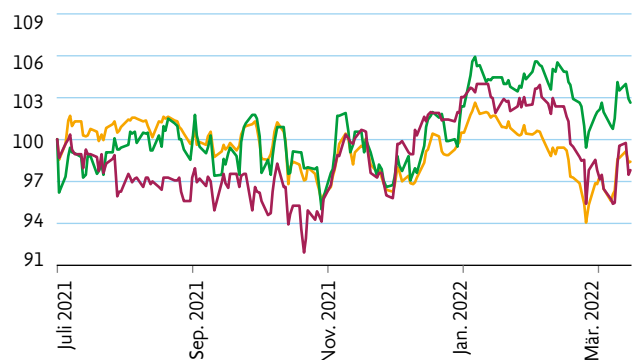
in Prozent zum Vorjahr. IAZI-Indizes



● Einfamilienhäuser ● Eigentumswohnungen

Entwicklung von Schweizer Immobilienfonds

Gesamtrendite, indiziert, Juli 2021 = 100



● Wohnimmobilien (Swisscanto Ifca) ● Immobilienfonds CH gesamt
● Logistik (CS LogisticsPlus)

Angebot wie im Vorjahr übertreffen könnte und so der Leerstand auf dem Mietwohnungsmarkt weiter rückläufig sein wird.

Schweizer Immobilienfonds - interessante Ausschüttungsrenditen

Das Gros der Schweizer Immobilienfonds hat sich im 1. Quartal 2022 bislang seitwärts bis leicht negativ entwickelt. Der breite Schweizer Immobilienfondsindex notiert seit Jahresbeginn etwas tiefer. Neben gestiegenen Zinsen dürfte das durch die Ukraine-Krise ausgelöste negative Marktsentiment die Kurse der Immobilienfonds ebenfalls belastet haben.

Auch wenn sich die Zinsen von den Tiefstständen gelöst haben, ist die Renditedifferenz zwischen zehnjährigen Staatsanleihen und Schweizer Immobilienfonds immer noch hoch. Die Differenz ist zwar im Zuge des Zinsanstiegs über die letzten Monate gesunken, sie übertrifft aber weiterhin den langjährigen Durchschnitt. Aus dieser Perspektive sind Immobilienfonds weiter attraktiv. Allerdings sind die Prämien gegenüber dem Nettoinventarwert nur unwesentlich gesunken, trotz der gestiegenen Renditen für Staatsanleihen. Vor diesem Hintergrund erscheint das Kurspotenzial von Schweizer Immobilienfonds in der Summe eher begrenzt.

Wir präferieren gemischte Immobilienfonds, welche sowohl in Wohn- als auch in Gewerbeliegenschaften investieren. Wohnliegenschaften dürften von einer regen Nettozuwanderung, einer tieferen Leerstandsquote und steigenden Mietzinsen profitieren. Die robuste Wirtschaft dürfte bei Gewerbeliegenschaften zu einer besseren Auslastung und einem Rückgang der Mietausfallquote führen. Innerhalb der Gewerbeliegenschaften erachten wir ein Engagement in Logistikimmobilien als interessant.

Europäische REITs profitieren von überdurchschnittlichem Wirtschaftswachstum

Europäische Immobilienunternehmen (Real Estate Investment Trusts, REITs) haben im 1. Quartal 2022 bislang eine negative Kursentwicklung aufgewiesen. Zu den Belastungsfaktoren zählten zum einen steigenden Zinsen und die Erwartung, dass auch in der Eurozone bald das Ende der sehr lockeren Geldpolitik eingeläutet werden könnte. Daneben gerieten die REITs zusammen mit den Aktien-



Tom Eyer
Analyst Immobilienanlagen

märkten im Zuge des Ukraine-Krieges und der dadurch ausgelösten Marktturbulenzen unter Druck.

Die Kursverluste erscheinen uns jedoch übertrieben. Zwar sind Bremseffekte auf die Konjunktur des Euro-raums aufgrund der hohen Rohstoffpreise wahrscheinlich, das Wachstum dürfte aber dennoch über dem langfristigen Durchschnitt bleiben. Auch die lockere Geldpolitik der EZB dürfte vor dem Hintergrund der gestiegenen Unsicherheit vorerst eine Stütze darstellen. Ferner stellen Immobilienunternehmen in einem inflationären Umfeld einen attraktiven Portfoliobestandteil dar. Wir erwarten, dass auf Wohnen fokussierte Immobilienunternehmen von der anhaltend starken Nachfrage nach Wohnraum in städtischen Gebieten Europas profitieren. Der Nachfrageüberhang führt zu einer tiefen Leerstandsquote und zu Mietpreiswachstum. Die europäische Wirtschaft dürfte im laufenden Jahr wiederum überdurchschnittlich wachsen. Davon können zyklischere Immobiliensegmente Auftrieb erhalten. Angesichts des robusten Wirtschaftsgangs bleibt das Umfeld für europäische REITs konstruktiv. ■

IN KÜRZE

Schweizer-Immobilienfonds bieten attraktive Möglichkeiten für Portfoliodiversifizierung

Gemischte Schweizer Immobilienfonds bevorzugen, Opportunitäten bei Schweizer Geschäfts- und Logistikimmobilienfonds

EUR-Immobilienanlagen gestützt vom immer noch robusten Wachstumsausblick

MARKTÜBERBLICK

Die Volatilität an den Finanzmärkten nahm im 1. Quartal enorm zu. Dazu trug zunächst die Sorge vor einer schnellen Straffung der US-Geldpolitik bei. Die Schwankungen haben sich durch den Angriff Russlands auf die Ukraine noch einmal markant erhöht. Die meisten Aktienmärkte haben seit Jahresbeginn im Schnitt 5% verloren. Der rohstofflastigere UK-Markt steht mit

+1% am besten da. Die Obligationenmärkte verzeichnen ebenfalls markante Abgaben von im Schnitt 5%, Unternehmensanleihen sogar von bis zu 7%. Die Rohstoffpreise notieren dagegen mehrheitlich im Plus, lagen zwischenzeitlich jedoch deutlich höher. Unter den Währungen neigte der Euro zur Schwäche, der US-Dollar konnte dagegen zulegen.

Performance ausgewählter Finanzmarktindizes

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

	Performance-Rückblick							Unsere Erwartung in 6-9 Monaten
	18.03.22	2022	2021	2020	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	
Geldmarkt								
Geldmarkt CHF 3 Mt.	114.8	-0.1	-0.5	-0.5	-0.5	-2.3	-3.3	→
Staatsanleihen								
Schweiz (CHF)	181.1	-5.8	-4.2	2.1	-6.2	-2.6	8.7	→
Eurozone (EUR)	241.5	-4.3	-3.8	4.2	-5.1	4.0	26.1	→
Grossbritannien (GBP)	281.1	-6.7	-5.3	8.9	-4.6	5.2	37.1	→
USA (USD)	2'384.8	-4.6	-2.3	8.0	-2.6	10.9	20.3	→
USA inflationsgeschützt (USD)	368.3	-1.3	6.0	11.0	6.6	27.4	33.1	→
China (CNY)	209.6	0.6	5.5	3.2	5.5	26.3	54.6	↗
Unternehmensanleihen								
Denominiert in CHF	180.1	-3.1	-0.5	0.5	-3.4	-0.5	12.3	→
Global (USD)	276.5	-7.4	-2.9	10.4	-6.0	15.4	30.9	→
EM-Anleihen								
Hartwährung (USD)	409.1	-10.4	-2.6	7.1	-9.8	8.7	35.5	→
Lokalwährung (USD)	145.6	-2.6	-1.6	5.3	-1.3	14.8	17.0	→
Aktienindizes								
Schweiz SMI	12'185.0	-4.3	23.7	4.4	14.3	64.6	165.4	→
Schweiz SPI	15'542.0	-5.5	23.4	3.8	12.1	61.3	167.7	→
USA (USD)	4'463.1	-6.1	28.7	18.4	15.7	105.5	285.8	→
UK (GBP)	7'404.7	1.2	18.4	-11.6	14.4	21.0	81.8	↗
Eurozone (EUR)	3'902.4	-8.9	24.1	-2.6	4.3	32.2	112.5	→
Japan (JPY)	1'909.3	-4.1	12.7	7.4	-3.1	36.5	173.2	→
China, Schanghai (CNY)	4'265.9	-13.7	-3.5	29.9	-13.3	37.3	100.9	→
Welt (USD)	3'010.6	-6.5	22.3	16.5	9.7	80.9	189.7	→
Schwellenländer (USD)	1'123.0	-8.6	-2.2	18.7	-13.9	32.8	39.2	→
Immobilien								
Schweizer Immobilienfonds	207.1	-3.3	7.3	10.8	5.4	34.7	78.6	→
REITs Global (USD)	165.5	-5.3	27.1	-8.3	13.7	41.1	103.9	→
Rohstoffe								
Breiter Rohstoffindex (USD)	2'093.0	20.7	34.9	2.3	46.0	79.1	13.6	↗
Gold (USD)	1'930.5	5.9	-4.0	24.8	11.0	57.0	16.0	↗
Öl (Brent) (USD)	107.1	36.6	51.1	-21.8	65.2	106.8	-14.9	↗
Kupfer (USD)	10'327	6.0	25.7	26.0	13.8	74.6	20.1	→
Devisen								
EUR/CHF	1.032	-0.4	-4.2	-0.5	-6.9	-3.8	-14.5	→
USD/CHF	0.931	2.1	3.1	-8.5	0.2	-6.7	2.2	→
EUR/USD	1.105	-2.8	-7.1	9.0	-7.2	2.9	-16.6	→
GBP/USD	1.317	-2.8	-0.9	3.2	-5.1	6.4	-17.1	→
USD/JPY	119.175	3.5	11.5	-5.0	9.5	5.8	43.1	→
USD/CNY	6.346	0.0	-2.9	-6.0	-2.5	-8.0	0.4	→

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

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

MAKROPROGNOSEN

Mit dem Ukraine-Krieg haben sich die Aussichten für die Weltwirtschaft eingetrübt, und wir rechnen damit, dass sich das Wachstum dieses Jahr kräftiger verlangsamt, als bislang von uns erwartet. Hohe Energie- und Rohstoffpreise treiben die Inflation weiter in die Höhe. Das reduziert die Kaufkraft von Konsumenten und Unternehmen. Jedoch hat sich die konjunkturelle Aus-

gangslage in den von uns analysierten Ländern in den letzten Monaten verbessert. Sie können die negativen Folgen des Ukraine-Krieges damit besser abfedern. Hohe Inflationsraten fordern die Zentralbanken heraus. Sie dürften ihre expansive Geldpolitik allerdings nur schrittweise zurücknehmen, um eine deutliche Abschwächung der Wirtschaft zu vermeiden.

Konjunktur- und Zinsprognosen

	BIP (% ggü. Vorjahr)			Inflation (% ggü. Vorjahr)			Leitzins (%)		Rendite 10-J. (%)	
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	18.03.22	in 6-9 Mt.	18.03.22	in 6-9 Mt.
Schweiz	3.7	3.0	1.4	0.6	1.9	0.7	-0.75	-0.75	0.33	0.40
Eurozone	5.3	3.5	2.4	2.6	4.8	1.9	-0.50	-0.50	0.33	0.40
Grossbritannien	7.5	3.5	2.1	2.6	6.5	2.2	0.75	1.00	1.50	1.70
USA	5.7	3.5	2.8	4.7	6.3	2.4	0.25-0.50	1.50-1.75	2.15	2.40
Japan	1.7	2.8	2.1	-0.2	1.3	-0.4	-0.10	-0.10	0.21	0.20
China	8.1	4.9	5.4	1.0	2.3	2.5	-	-	-	-
Brasilien	5.0	0.7	1.3	8.3	9.3	4.0	-	-	-	-
Russland	3.9	-0.8	0.1	6.7	15.2	4.4	-	-	-	-
Indien	8.1	7.3	5.8	5.1	6.8	5.0	-	-	-	-
Welt	6.1	3.8	3.4	-	-	-	-	-	-	-

ÜBERBLICK WELTWIRTSCHAFT

Wachstumsprognosen für das Gesamtjahr 2022

BIP-Wachstum 2022 \geq 4.0%

● **Sehr hohes Wachstum**

BIP-Wachstum 2022 \geq 2.0% und $<$ 4.0%

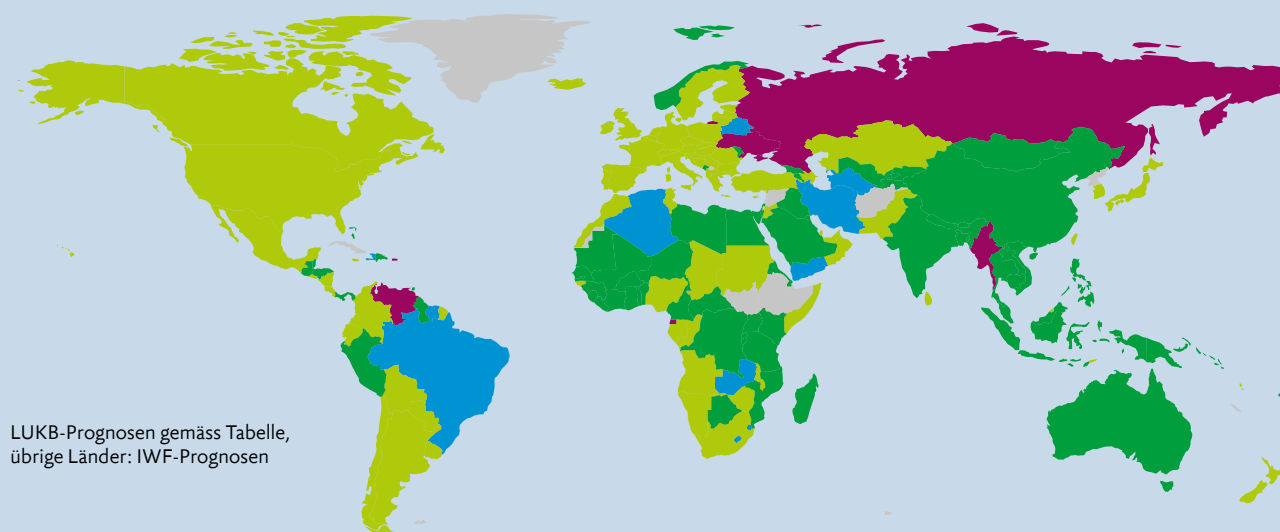
● **Moderates Wachstum**

BIP-Wachstum 2022 \geq 0% und $<$ 2.0%

● **Schwaches Wachstum**

BIP-Wachstum 2022 $<$ 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. © 2022 Luzerner Kantonalbank

Signatory of:

