

Anlagepolitik

Miteinander



 **Luzerner
Kantonalbank**

Q1 | 2023

Unsere Markteinschätzung

Seite 7

Fokusthema

Bessere Perspektiven für Anleger
nach schwierigem Jahr 2022

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

Die Finanzmärkte haben sich in den letzten Wochen grosse Mühe gegeben, das Jahr 2022 aus Anlegerperspektive doch noch zu einem einigermaßen versöhnlichen Abschluss zu bringen.

«Der Zinsschock war im Jahr 2022 das beherrschende Thema an den Finanzmärkten. Der Fokus dürfte sich nun auf die wirtschaftlichen Folgen verlagern.»

Denn der starke Zinsanstieg führte zu einer weitreichenden Neubewertung vieler Vermögenswerte, die teilweise zu grösseren Kursrückgängen geführt hat. Allerdings haben sich dadurch auch die Perspektiven für gemischte Portfolios in den nächsten Jahren verbessert, wie wir im Fokusartikel näher erläutern.

Das Jahr 2023 dürfte für die Finanzmärkte dennoch herausfordernd werden. Denn die Auswirkungen der höheren Zinsen haben sich in der Wirtschaft bisher noch kaum gezeigt. Wie schnell und stark sich Wachstum und Inflation abschwächen und wie lange die Geldpolitik straff bleibt, sind die Fragen, die die Märkte weiter beschäftigen werden.

Zunächst wünsche ich Ihnen jedoch eine besinnliche Weihnachtszeit und einen guten Start ins neue Jahr.

Ihr Björn Eberhardt
Leiter Investment Office



Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

INHALT

- 4 | Highlights
- 6 | Basisszenario
- 7 | Markteinschätzung
- 8 | Konjunktur und Geldpolitik
- 10 | Fokus: Bessere Perspektiven für Anleger nach schwierigem Jahr 2022
- 14 | Festverzinsliche Anlagen
- 16 | Aktienmärkte
- 18 | Währungen
- 20 | Immobilien
- 22 | Marktüberblick
- 23 | Makroprognosen

HIGHLIGHTS

MAKRO- UND RISIKO-UMFELD

Für das 1. Quartal deutet sich ein anspruchsvolles Umfeld an. Sinkende Inflation, steigende Risikobereitschaft und relativ stabiles Wachstum stützen. Die Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik stellen aber eine beachtliche Unsicherheit dar.

■ 4. Quartal 2022 ■ 1. Quartal 2023



LIQUIDITÄT

Die restriktive Geldpolitik entzieht den Märkten in den kommenden Monaten zusätzliche Liquidität, was für die Vermögenspreise eine bedeutende Hürde darstellt.



RISIKO-UMFELD

Die Risikobereitschaft der Marktteilnehmer ist zuletzt wieder gestiegen, vor allem aufgrund von Hoffnungen auf ein baldiges Ende der geldpolitischen Straffung.



WACHSTUM

Die globale Konjunktur zeigt sich robuster, als Stimmungskennzeichen nahelegen. Wir erwarten eine weitere Verlangsamung, aber keinen Einbruch.



INFLATION

Der Inflationsindikator ist auf hohem Niveau rückläufig. Der Höhepunkt dürfte bereits hinter uns liegen, es besteht aber grosse Unsicherheit, wie weit er absinken wird.

UNSERE POSITIONIERUNG

Liquidität	Positionierung vorher	stärker untergewichtet	leicht untergewichtet	neutral	leicht übergewichtet	stärker übergewichtet
Festverzinsliche Anlagen	Positionierung vorher	stärker untergewichtet	leicht untergewichtet	neutral	leicht übergewichtet	stärker übergewichtet
Aktienmärkte	Positionierung vorher	stärker untergewichtet	leicht untergewichtet	neutral	leicht übergewichtet	stärker übergewichtet
Immobilien	Positionierung vorher	stärker untergewichtet	leicht untergewichtet	neutral	leicht übergewichtet	stärker übergewichtet
Edelmetalle und Rohstoffe	Positionierung vorher	stärker untergewichtet	leicht untergewichtet	neutral	leicht übergewichtet	stärker übergewichtet

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



FOKUSTHEMA

Bessere Perspektiven für Anleger nach schwierigerem Jahr 2022

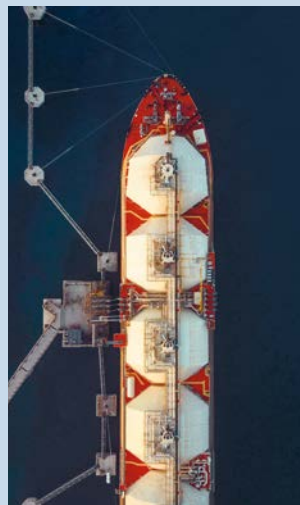
Der deutliche Zinsanstieg im Jahr 2022 hat bei vielen Anlageklassen zeitgleich eine Kurskorrektur ausgelöst. Sogar gut diversifizierte Portfolios wiesen daher Verluste auf. Aufgrund der Neubewertung lassen sich mittlerweile wieder angemessene Renditen für gemischte Portfolios erwarten.

AKTIEN

Die Aktienmärkte zeigten zuletzt eine eindrucksvolle Erholung. Die Bewertungen haben sich dadurch von ihren diesjährigen Tiefs gelöst. Mit dem kommenden Ende der Zinserhöhungen wird der Aktienausblick stark vom Ausmass der Konjunkturverlangsamung abhängen. Hier sehen wir grössere Risiken.

ANLEIHEN

Die Renditen haben sich auf erhöhten Niveaus stabilisiert, das Risiko eines weiteren Anstiegs hat sich verringert. Hochwertige Anleihen können ihre Absicherungsrolle im Portfolio wieder besser übernehmen. Unternehmensanleihen sind relativ teuer und reflektieren die Konjunkturrisiken unzureichend. Schwellenländeranleihen dürften vom baldigen Ende der Fed-Zinserhöhungen profitieren.



ROHSTOFFE

Die Unsicherheit über die Konjunktur hält die Preisvolatilität bei Öl und Industriemetallen hoch. Gold könnte vom Ende steigender Zinsen, aber im aktuellen Umfeld auch von negativen Inflationsüberraschungen profitieren.



IMMOBILIEN

Die Stabilisierung bei Schweizer Immobilienfonds hielt an, internationale Immobilienaktien (REITs) erholten sich stärker als der breite Marktdurchschnitt. Bei beiden Anlageinstrumenten empfehlen wir unverändert eine neutrale Gewichtung. Die Bewertungen erscheinen fair, die gestiegenen Zinsen und die wahrscheinliche Wachstumsabschwächung sind Risiken.

BASISSZENARIO

Das globale Wirtschaftswachstum kühlt sich in den nächsten Quartalen signifikant ab. Gründe dafür sind u.a. die zeitversetzte Wirkung der global restriktiven Geldpolitik und die anhaltend hohen Energiepreise. Eine Rezession ist dabei in Europa wahrscheinlich. Die Kerninflation sinkt dennoch nur langsam und die Sorge vor Zweitrundeneffekten dürfte die Geldpolitik restriktiv halten. 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, weitere Eskalation im Ukraine-Krieg, Lieferkettenprobleme u.Ä.

Erwartete Marktauswirkungen

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

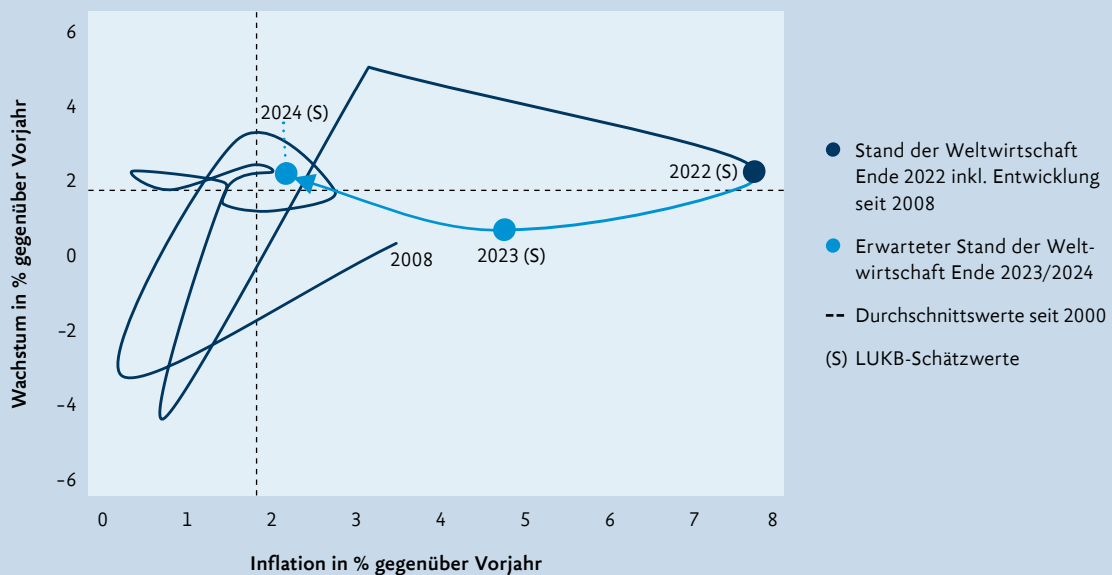
2. Globale Erholung

Mögliche Auslöser: Ende des Ukraine-Krieges mit Zugeständnissen v.a. Russlands, rapide Lockerung der Covid-Politik in China, Ende der geldpolitischen Straffung.

Erwartete Marktauswirkungen

Positiv für Aktien, Unternehmens- und Schwellenländeranleihen, Immobilien, Rohstoffe (mittelfristig).

Wirtschaftswachstum und Inflation in den Industrieländern seit 2008



MARKTEINSCHÄTZUNG

In den kommenden Monaten dürften sich die Finanzmärkte vor allem damit beschäftigen, wie stark die konjunkturelle Verlangsamung und der Rückgang der Inflation aufgrund der strafferen Geldpolitik ausfallen werden. Die Unsicherheit für den Ausblick ist hoch, wie immer an konjunkturellen Wendepunkten. Aktien sollten

vor diesem Hintergrund noch untergewichtet werden. Anleihen gewichten wir nur leicht unter und setzen dabei einen Fokus auf Schwellenländer. Bei Immobilien empfehlen wir eine neutrale Gewichtung, bei Liquidität, Edelmetallen und Rohstoffen dagegen ein Übergewicht.

Markteinschätzungen und Positionierung per 14. Dezember 2022

Anlageklasse		Kommentar
Liquidität		Da wir von einer Phase erneuter Marktunsicherheit ausgehen, sollte die Liquidität noch erhöht gehalten werden
Festverzinsliche Anlagen		Die Attraktivität von Anleihen ist zuletzt wieder wegen rückläufiger Renditen etwas gesunken und wir empfehlen eine leicht tiefere Gewichtung
CHF		Im Schweizer Markt sind die Staatsanleiherenditen zuletzt wieder gesunken. Qualitativ hochwertige Unternehmensschuldner sind interessanter
EUR		EUR-Anleihen sind nach wie vor weniger interessant. Einerseits aufgrund hartnäckiger Inflation, andererseits aufgrund strafferer EZB-Geldpolitik
GBP		Die hohe Inflation zwingt die Bank of England trotz Rezession zu einem restriktiven Kurs, was den Ausblick für Währung und Anleihen belastet
USD		Anleihen in USD sollten nur leicht untergewichtet werden. Aus unserer Sicht ist bereits zu viel geldpolitische Lockerung für 2023 eingepreist
Schwellenländer		Hart- und Lokalwährungsanleihen bieten gute Diversifikation, erscheinen derzeit aber fair bewertet. CNY-Anleihen sollten etwas reduziert werden
Aktienmärkte		Bei Aktien raten wir zu einem Untergewicht wegen des Risikos einer schärferen Konjunkturverlangsamung mit wenig Spielraum für geldpolitische Lockerung
Schweiz		Trotz seiner defensiven Eigenschaften raten wir zu einem Untergewicht im Heimmarkt aufgrund der erhöhten Bewertung
Eurozone		Aktien der Eurozone gewichten wir neutral, da sie eher günstig bewertet sind und zudem von der Covid-Lockerung in China profitieren dürften
Grossbritannien		Einer unserer bevorzugten Aktienmärkte ist UK aufgrund sehr interessanter Bewertungen und des hohen Anteils von Rohstoffwerten
Nordamerika		Der US-Markt hat sich zuletzt deutlich erholt, womit die Bewertungen wieder weniger attraktiv erscheinen
Pazifik		Die pazifischen Märkte dürften von Chinas Lockerung der Covid-Politik profitieren und sind von der Bewertung sowie vom Sektormix für uns attraktiv
Schwellenländer		Schwellenländer-Aktien haben sich dank Hoffnungen auf eine China-Lockerung erholt. Auf den aktuellen Niveaus sehen wir kurzfristig weniger Potenzial
Realwerte		
Immobilienfonds Schweiz		Schweizer Immobilienfonds werden z.T. noch unter Inventarwert gehandelt. Wir sehen sie wegen des Risikos steigender Zinsen aber als fair bewertet an
Immobilien global (REITs)		Die globalen REITs-Märkte erscheinen mittlerweile fair bewertet, das Risiko von Konjunkturschwäche und steigenden Renditen bremst aber die Aussichten
Gold		Dollarschwäche und sinkende Realzinsen stützen zuletzt. Zur Absicherung von Risikoereignissen im aktuellen Umfeld raten wir zu einem Übergewicht
Rohstoffe (ohne Agrar)		Rohstoffe (ex Agrar) sollten im Portfolio leicht übergewichtet werden für den Fall von Inflations- und Wachstumsüberraschungen nach oben
Fremdwährungen vs. Franken		Wir raten nur zu einem leicht erhöhten Anteil von Fremdwährungen im Portfolio, mit einem Fokus auf USD und JPY. Der EUR sollte dagegen untergewichtet werden

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

Konjunktur und Geldpolitik

Die Weltwirtschaft schwächt sich 2023 ab. Grund ist u.a. die global restriktive Geldpolitik. Diese bleibt noch restriktiv, auch wenn die Inflation fallen dürfte.

Weltwirtschaft verliert 2023 weiter an Fahrt

Die Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft für 2023 sind mau. Nachdem sie 2021 preisbereinigt noch um 6% zum Vorjahr gewachsen ist, deutet sich für 2022 ein Zuwachs um 2.7% an. 2023 dürfte sich das Wachstum sogar noch weiter auf 1.8% verlangsamen. Einhergehend mit der konjunkturellen Abschwächung sollte auch die Inflation in den meisten Regionen und Ländern fallen. Für 2024 rechnen wir damit, dass die Weltwirtschaft moderat an Dynamik gewinnt. Wir erwarten dabei, dass die Inflationsraten weiter zurückkommen, die Zentralbanken ihre Zinsen sogar teilweise senken und sich die Lieferengpässe weiter auflösen.

Zinsanhebungszyklus nähert sich dem Ende

Vor dem Hintergrund einer sich abzeichnenden Konjunkturabkühlung und fallender Inflationsraten erwarten wir, dass die Notenbanken das Tempo ihrer Zinsanhebungen drosseln werden. Der Zinsanhebungszyklus dürfte 2023 sogar sein vorläufiges Ende finden. Trotz getrübler konjunktureller Aussichten gehen wir aber nicht davon aus, dass die Zentralbanken das Zinsruder rasch in die andere Richtung drehen werden. Zumal sie vielfach betonten, dass sie eine kräftige Verlangsamung der Kon-

unktur in Kauf nehmen wollen, um die Inflationsgefahren einzudämmen.

Abwärtsrisiken weiterhin hoch

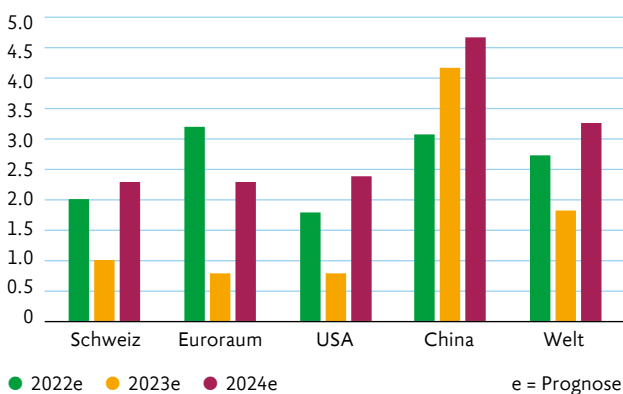
Das Risiko, dass es zu einem kräftigen Konjunkturabschwung kommt, halten wir nach wie vor für gross. Regional erachten wir dabei die wirtschaftlichen Perspektiven für den Euroraum als kritisch. Dort besteht das Hauptrisiko in einer Gasmangellage, auch wenn sich die Gasspeicher der EU in den letzten Monaten deutlich gefüllt haben.

Ein weiteres Risiko besteht darin, dass sich das inflationäre Umfeld verfestigt. Im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg könnte es zudem wieder zu Lieferengpässen kommen, die sich dann auch in höheren Preisen für Materialien und Rohstoffe niederschlagen. Letztendlich würde das die Kaufkraft der Wirtschaftsteilnehmer stärker aufzehren als im Basisszenario angenommen. Verfestigen sich die Inflationserwartungen dauerhaft auf einem höheren Niveau, kann es auch zu Lohn-Preis-Spiralen kommen. In diesem Umfeld dürften die Zentralbanken ihre restriktive Geldpolitik beherzt fortsetzen und das Risiko einer wirtschaftlichen Kontraktion steigt.

Doch wir sehen auch Chancen dafür, dass sich die globale Wirtschaft 2023 besser entwickelt als von uns erwartet. Als Auslöser hierfür würden wir vor allem eine geopolitische Entspannung sehen. So würde ein Waffenstillstand zwischen Russland und der Ukraine die Gefahr einer Eskalation verringern. Gleichzeitig

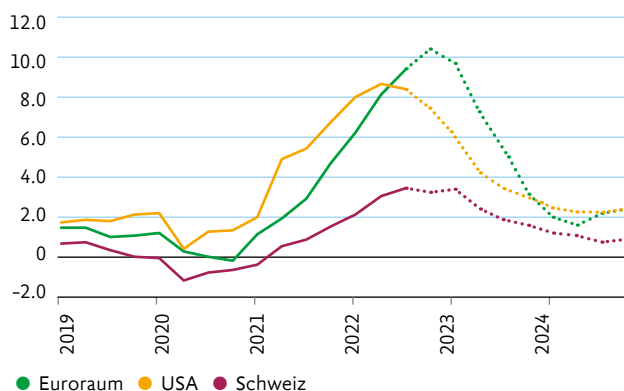
Wirtschaftswachstum

Bruttoinlandprodukt in % gegenüber Vorjahr, inflationsbereinigt



Inflationsraten

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



könnte es zwischen den USA und China zu einer Annäherung kommen. Die Handelsbeziehungen könnten sich ein Stück weit normalisieren. Die Wirtschaft würde sich auch stärker entwickeln, wenn sich die Energiepreise rasch normalisieren.

USA bremsen deutlich ab

Der Gegenwind für die Wirtschaft nimmt vor allem wegen der restriktiven Geldpolitik der Notenbank (Fed) zu. Während die hohe Inflation das verfügbare Einkommen privater Haushalte schmälert, sollten die gestiegenen Zinsen die Konsumausgaben dämpfen. Die Unternehmen dürften ihre Investitionsnachfrage verringern, denn die Finanzierungsbedingungen haben sich verteuert. Per Saldo prognostizieren wir für das BIP 2023 eine Verlangsamung auf 0.8% zum Vorjahr, nach 1.8% in diesem Jahr. Für 2024 erwarten wir eine moderate Erholung um 2.4%. Nachdem die Inflationsrate 2022 im Durchschnitt gut 8% erreicht haben dürfte, erwarten wir für 2023 einen Rückgang auf gut 4%. Die Fed dürfte den Leitzins daher noch weiter anheben. Das Tempo der Zinsanhebungen wird sie jedoch drosseln. In der Spitze sollte sie den Leitzins auf 5% erhöhen.

Euroraum schwächt sich ab

Die Wachstumsperspektiven für das Winterhalbjahr sind getrübt. Gründe hierfür sind u.a. die hohen Energiepreise. Gleichzeitig ist das Risiko einer Gasmangel-lage noch hoch. Das verunsichert Konsumenten und Unternehmen und dämpft Konsum und Investitionen. Dagegen erreichen die Ausgaben des Corona-Wieder-aufbaufonds 2023 ihren höchsten Stand und stützen damit die Wirtschaft. Wir erwarten für 2023 dennoch eine deutliche Wachstumsverlangsamung auf 0.8%, nach 3.2%. Die Inflation fällt zwar im Verlauf von 2023, bleibt aber mit 6.1% im Jahresdurchschnitt hoch. Die Europäische Zentralbank (EZB) hebt ihre Leitzinsen weiter an. Wegen der konjunkturellen Schwäche dürfte sie aber behutsamer vorgehen und den Einlagezinssatz auf insgesamt 2.25% erhöhen.

Schweizer Konjunkturzug rollt langsamer

Die Wirtschaft hat sich 2022 robust entwickelt. Für die nächsten Quartale rechnen wir zwar damit, dass sich die Binnennachfrage positiv entwickeln wird. Dämpfende Effekte gehen dabei noch von den deutlich gestiegenen Lebenshaltungskosten aus. Wirtschaftli-



Brian Mandt
Chefökonom

ches Ungemach droht aber vor allem von einer schwächeren Nachfrage aus dem Ausland. Per Saldo erwarten wir, dass die Wirtschaft 2023 um 1% wächst, nach 2% in diesem Jahr. Für 2024 erwarten wir eine Erholung um 2.3%. Die Inflation dürfte 2023 im Schnitt auf gut 2% fallen, nach 3%. Wir erwarten daher, dass die SNB ihren Leitzins noch auf bis zu 1.50% anheben wird.

China wächst unterdurchschnittlich

Chinas Wirtschaft kommt nicht so recht in Schwung. Die Gründe hierfür liegen vor allem im Land selber. Hierbei belasten die Nachwehen der Null-Covid-Politik der Regierung und der Abschwung im Immobiliensektor die Binnennachfrage. Zusätzlich macht sich bemerkbar, dass die globale Nachfrage nach chinesischen Produkten konjunkturell bedingt nachlässt. Wir erwarten für 2022, dass die Wirtschaft um gut 3% wächst. Für 2023 und 2024 rechnen wir zwar damit, dass die Wirtschaft wieder an Fahrt gewinnt. Jedoch dürften die Wachstumsraten mit 4.2% bzw. 4.7% unter dem Wachstumsziel der Regierung von 5.5% bleiben. ■

IN KÜRZE

Weltwirtschaft verliert 2023 deutlich an Tempo

Abwärtsrisiken sind hoch

Inflation kommt auf hohen Niveaus allmählich zurück

Zinsanhebungszyklus nähert sich dem Ende

2024 erholt sich Weltwirtschaft moderat

Bessere Perspektiven für Anleger nach schwierigerem Jahr 2022



2022 war ein schwieriges Jahr für Anleger. Es gibt jedoch einen Silberstreifen: Ausgewogene Portfolios bieten wieder angemessenere Renditen, ohne dass zu viel Risiko eingegangen werden muss.

Josh Bouchard Investment-Stratege

Für viele Anleger haben sich die letzten drei Jahre wie eine Achterbahnfahrt angefühlt. Auf den panikartigen Ausverkauf bei Ausbruch der Pandemie reagierten Notenbanken und Regierungen mit voller Kraft, um den Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern. Als sich die Lage einige Monate später mehr oder weniger stabilisierte, dauerte es nicht lange, bis die beispiellose Menge an Liquidität ihren Weg in die Finanzmärkte fand und viele Anlageklassen auf historische Höchststände trieb. In einigen entstanden sogar Blasen.

Seit diesem Jahr wird diese Liquidität nun abgeschöpft, dadurch dass die Zentralbanken die Zinsen rasch anheben. Einige Notenbanken haben ebenfalls begonnen, ihre Bilanz zu schrumpfen. Sie tun dies, um die stark gestiegene Inflation zu bekämpfen. Dies führte dazu, dass die Preise fast aller Vermögenswerte korrigierten.

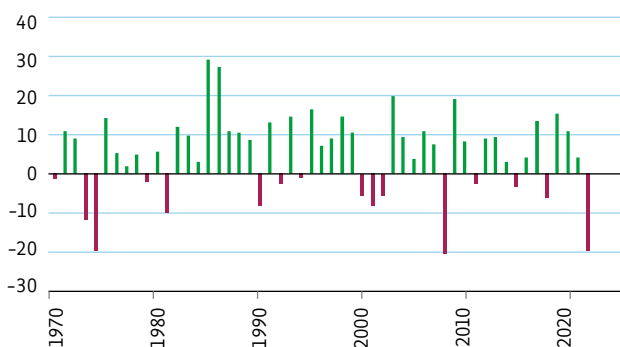
Balanced-Strategien erlitten dadurch den grössten Verlust seit Jahrzehnten. Mittelfristig zeichnet sich jedoch ein Silberstreif am Horizont ab, denn höhere Zinsen und bessere Bewertungen haben die Renditeerwartungen sowie das Diversifikationspotenzial für ausgewogene Portfolios mit Blick auf die nächsten Jahre wieder auf Niveaus angehoben, die seit bald einem Jahrzehnt kaum mehr erreicht wurden. Damit bietet sich für Anleger ein attraktiver Einstiegszeitpunkt für langfristige Investitionen.

2022 war nach einem historischen Aufschwung besonders schlecht für die Vermögenspreise

Das Jahr 2022 war selbst für gut diversifizierte Anleger eines der schwierigsten Jahre der jüngeren Vergangenheit. Ein globales Portfolio aus 50% Aktien und 50% Staatsanleihen hat nach Inflation beispielsweise fast

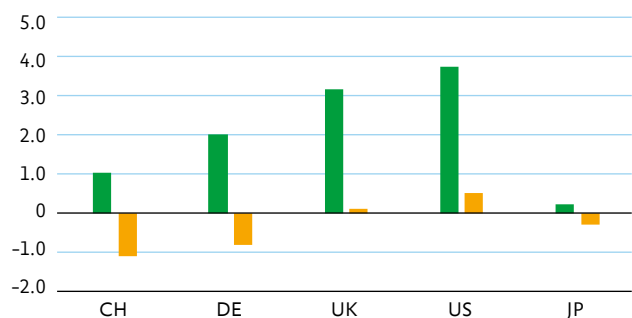
Jährliche Portfolio-Realrenditen

in %, Portfolio aus 50% Aktien und 50% Obligationen



Renditen haben wieder Spielraum zum Sinken

in %



● Aktuelle Rendite (10 J.) ● Rendite-Tief nach 2018

20% verloren. Dieses Jahr ist insofern besonders, als Aktien und Anleihen beide zur gleichen Zeit stark an Wert verloren. Der Grund war, dass Inflationsängste zu höheren Zinsen und mehr Volatilität führten. Aufgrund ihrer gegensätzlichen Sensitivität gegenüber dem Wirtschaftswachstum bewegen sich die Kurse von Aktien und Anleihen eigentlich oft entgegengesetzt und puffern sich somit gegenseitig ab. In diesem Jahr war dies nicht so, was sich in einem inflationären Umfeld häufiger beobachten lässt. Die diesjährigen Verluste sind zum Beispiel mit denen vergleichbar, die zuletzt in den inflationären 1970er-Jahren verzeichnet wurden. Verschärft wurde das Problem in diesem Fall durch die jahrelange lockere Geldpolitik nach der Finanzkrise, die Anleger dazu veranlasste, auf der Suche nach Rendite grössere Risiken einzugehen und die Preise von allen Vermögenswerten in die Höhe zu treiben.

Anhaltende lockere Geldpolitik führte zu verzerrten Vermögenspreisen ...

Die Erholung von der Finanzkrise seit 2008 leitete eine neue Ära der Zentralbankpolitik ein, indem neue oder selten genutzte Instrumente zur Rettung des Bankensystems und zur Unterstützung der Wirtschaft eingesetzt wurden. Nach der Senkung der Zinssätze auf null wurde

durch die sogenannte «Quantitative Lockerung» («Quantitative Easing»), d.h. durch den Kauf von Vermögenswerten durch die Notenbank, zusätzliche Liquidität in das Finanzsystem injiziert. Ab 2014 wurden von der Europäischen Zentralbank (EZB) und u.a. der Schweizerischen Nationalbank (SNB) Negativzinsen eingeführt, um das Abgleiten in eine Deflation zu verhindern. Mit Ausbruch der Covid-Pandemie schliesslich wurde auf globaler Ebene eine expansive Geldpolitik mit einer fiskalischen Expansion gekoppelt, um die Weltwirtschaft und das Finanzsystem zu stabilisieren. Dadurch wurde die Versorgung mit Liquidität auf die Spitze getrieben.

Dieses beispiellose Jahrzehnt äusserst lockerer Liquidität verhinderte wahrscheinlich eine längere Phase sehr schwachen Wachstums verbunden mit Deflationsrisiken, hinterliess jedoch auch grosse Verzerrungen an den

Finanzmärkten, weil extrem niedrige Renditen und überschüssige Liquidität Anleger in risikoreichere Anlagen mit längerer Laufzeit drängten, um ihre Renditeziele zu erreichen. Dieser TINA-Ansatz (Englisch für «There is no alternative») trug wesentlich dazu bei, dass globale Aktien (insbesondere in den USA/neben anderen risikoreichen Vermögenswerten) Ende 2021 Allzeithochs erreichten.

... und diesmal auch zur Inflation

Die andere unbeabsichtigte Folge der kumulativen Wirkung der globalen lockeren Geldpolitik ist das derzeitige Inflationsumfeld. Seit dem Beginn der lockeren Geldpolitik während der Finanzkrise von 2008 haben Ökonomen darüber diskutiert, ob diese, wie bei vielen Episoden in der Vergangenheit, zu steigender Inflation führen würde. Bis 2021 schien die lockere Geldpolitik lediglich zu einer Inflation der Vermögenspreise zu führen. Vermutlich weil sich die Konsumenten und Unternehmungen noch von den verschiedenen wirtschaftlichen Problemen des vergangenen Jahrzehnts erholen mussten. Alles änderte sich während der Pandemie, als auch finanziell relativ gut dastehende Haushalte (vor allem in den USA) auf niedrigere Zinssätze und substanzielle staatliche Transferleistungen

mit einer starken Nachfrage nach Gütern und später Dienstleistungen reagierten. In Kombination mit den pandemiebedingten Engpässen und dem Ausbruch des Krieges in der Ukraine trieben diese Ausgaben die Inflation auf das höchste Niveau der letzten Jahrzehnte. Die grossen Zentralbanken der Welt hatten angesichts ihres Mandats zur Inflationsbekämpfung keine andere Wahl, als die Geldpolitik rasch zu straffen, was schliesslich zu der drastischen Korrektur der Marktpreise von Vermögenswerten im Jahr 2022 führte.

Es zählt, was eingepreist ist

Der bereits erwähnte Silberstreif am Horizont ist, dass die jüngste Neubewertung der Vermögenswerte auch die aus heutiger Sicht zu erwartenden Renditen über die kommenden Jahre verbessert hat. Zwar ist es äusserst schwierig, genaue Wendepunkte an den Märkten zu

«Die rapide Straffung der Geldpolitik führte zu einer Neubewertung fast aller Anlageklassen.»



Verbesserte mittelfristige Aussichten für gemischte Portfolios sind ein Silberstreif am Horizont.

erkennen. Aber wenn man die Renditen aus einer langfristigeren Perspektive betrachtet, spielt die Bewertung zum Kaufzeitpunkt (von billig bis teuer) des Vermögenswerts eine sehr wichtige Rolle.

Am offensichtlichsten sieht man dies bei Obligationen-anlagen: Wenn man in eine Obligation mit einer Rendite von 5% investiert, können Zinsänderungen während der Laufzeit zwar zu einer gewissen Kursbewegung (und durchaus auch zu Buchverlusten, so wie in diesem Jahr) führen, aber am Ende der Laufzeit werden mit der Investition dann doch 5% jährliche Rendite erzielt. Im Vergleich dazu wird eine Obligation mit einer Rendite von 2% zum Kaufzeitpunkt fast immer eine deutlich geringere Rendite bringen.

Was in diesem Beispiel der Obligationen vielleicht offensichtlich ist, lässt sich bei anderen Vermögenswerten wie Aktien und Immobilien im ersten Moment nicht ganz so einfach erkennen. Wie Obligationen liefern solche Vermögenswerte in der Zukunft auch Einnahmen (z.B. Dividenden, Mietzahlungen). Der heutige Wert dieser künftigen Einnahmen wird von denselben Zinsen beeinflusst, nämlich den aktuellen und den erwarteten Leitzinsen der Notenbanken. Je höher der Zins, desto niedriger der Gegenwartswert der Einnahmen. Aus diesem Grund verloren beim diesjährigen Zinsanstieg die meisten Anlageklassen an Wert, deren Preis sich an den künftig zu erwartenden Einnahmen orientiert. Die Kehrseite davon ist jedoch, dass auch sie - genau wie Anleihen - zurzeit wieder attraktivere «Renditen» bieten - der wichtigste Faktor für langfristigen Gewinn.

Staatsanleihen bieten wieder Rendite, was für die Diversifizierung wichtig ist

Der Anstieg der Anleiherenditen in diesem Jahr hatte für Investoren weltweit zwei wichtige Konsequenzen. Erstens stellen globale Staatsanleihen angesichts der deutlich gestiegenen Renditen (bereinigt um die erwartete Inflation liegen sie wieder im positiven Bereich) zunehmend eine wettbewerbsfähige Alternative zu Aktien dar. Anstelle des «TINA»-Umfelds der letzten Jahre sprechen die Marktteilnehmer daher jetzt von «TARA» («There are reasonable alternatives»). Das bedeutet, dass Anleger ihre Renditeziele eher erreichen können,

ohne sich zu sehr gegenüber risikoreicheren wirtschaftsensitiven Anlagen wie Aktien und Hochzinsanleihen exponieren zu müssen.

Zweitens sind Staatsanleihen angesichts ihrer gestiegenen Renditen wieder viel besser in der Lage, ihre defensive Rolle im Portfolio zu erfüllen. Denn die Zinssätze haben wieder viel mehr Spielraum zu sinken, falls sich die wirtschaftlichen Aussichten verschlechtern sollten (siehe Abbildung). Dieses Diversifizierungspotenzial ist einer der wichtigsten Faktoren, um eine attraktive risikobereinigte Rendite in einem ausgewogenen Portfolio zu ermöglichen.

Risiken bleiben, aber die mittelfristigen Aussichten haben sich verbessert

Zusammenfassend lässt sich somit festhalten, dass das Jahr 2022 für Anleger sicherlich ein schwieriges Jahr

war. Auch die Aussichten für das kommende Jahr bleiben ungewiss. Die Notenbanken der Welt werden ihren Kampf gegen die Inflation fortsetzen, der Krieg in der Ukraine und die daraus resultierende Energiekrise werden die Weltwirtschaft noch belasten und China sieht sich vielen Herausforderungen gegenüber, während es versucht, sich von den Folgen der Null-Covid-Politik und der Immobilienkrise zu erholen.

Die gute Nachricht für Anleger ist jedoch: Erstens spiegeln sich diese negativen Szenarien bereits zum Teil in den Vermögenspreisen wider. Zweitens - und noch wichtiger - haben die Preise in allen Anlageklassen (insbesondere bei Anleihen) inzwischen von den unhaltbar hohen Niveaus zu Beginn des Jahres 2022 korrigiert und bieten langfristig orientierten Investoren damit wieder eine verlässlichere Alternative für die Investition von Ersparnissen. ■

«Die Ertragsaussichten für ein gut diversifiziertes gemischtes Portfolio haben sich deutlich verbessert.»

Festverzinsliche Anlagen



Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

Mit dem sich andeutenden Ende der Zinserhöhungen hat sich der Ausblick für Anleihen verbessert. Unternehmensanleihen erscheinen aber hoch bewertet angesichts der Wachstumsrisiken. Insgesamt empfehlen wir eine leicht tiefere Obligationenquote.

Die Anleihemärkte durchliefen im 4. Quartal 2022 bis Anfang Dezember eine Phase erhöhter Volatilität, konnten sich insgesamt jedoch deutlich erholen. Die Hoffnung auf ein baldiges Ende der geldpolitischen Straffungen der Zentralbanken sowie rückläufige Inflationsraten sorgten für einen Rückgang der Renditen von Staatsanleihen. Da sich die Konjunktur bisher robuster als erwartet zeigte, wiesen Unternehmensanleihen zusätzliche Kursgewinne aufgrund sinkender Risikoprämien auf. Schwellenländeranleihen konnten ebenfalls von diesen Marktfaktoren profitieren.

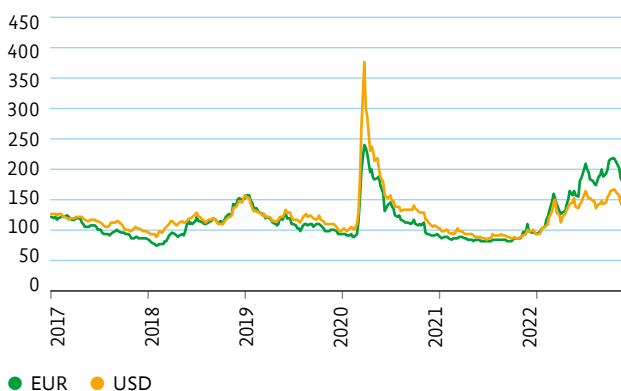
Staatsanleihen - teuer im Heimatmarkt, attraktiver in Fremdwährung

Der Ausblick für die Performance von Staatsanleihen mit längeren Laufzeiten in den kommenden Monaten hat sich durch den jüngsten Renditerückgang nur unwesentlich verschlechtert. Dies gilt vor allem für den EUR- und USD-Markt, wohingegen Schweizer Staatsanleihen mit einer Rendite von knapp 1.1% bei einer Laufzeit von 10 Jahren auf tieferen Niveaus rentieren. In kürzeren Laufzeitenbereichen sind die inflationsbereinigten Renditen von den drei Währungsräumen im Schweizer Franken jedoch am attraktivsten.

In den kommenden Monaten erwarten wir, dass die Leitzinsen in den USA und der Eurozone ihren Höchststand für diesen Zyklus erreichen werden. Auf den dann erreichten Niveaus von ca. 5% (USA) und 2.25% (Einlagezins Eurozone) erscheint das Risiko eher gering, dass darüber hinaus noch weitere Zinserhöhungen nötig sein könnten. Das spricht dafür, dass auch die Staats-

Risikoprämien EUR- und USD-Unternehmensanleihen

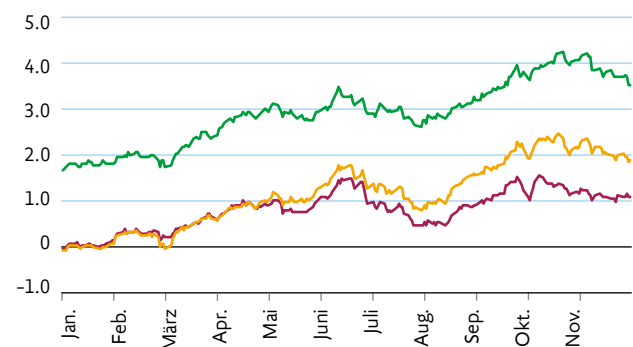
Aufschlag gegenüber Staatsanleihen in Basispunkten



● EUR ● USD

Renditen von Staatsanleihen mit Restlaufzeit 10 J.

in %



● USD ● EUR ● CHF

anleiherenditen ihre zyklischen Hochs durchlaufen haben könnten, auch wenn zwischenzeitlich nochmals Aufwärtsdruck auftreten könnte.

Sollte die bisher erfolgte Straffung der Geldpolitik beginnen, grössere konjunkturelle Bremseffekte zu zeigen, dürfte sich das Potenzial für rückläufige Renditen öffnen. Das Ausmass hängt jedoch klar von der Entwicklung der Inflation ab. Würden die Zentralbanken in einem solchen Fall zu früh mit einer geldpolitischen Lockerung reagieren, bestünde das Risiko, dass die Inflationserwartungen ansteigen, was das Ausmass für sinkende Renditen begrenzen würde. Eine zu späte Lockerung hingegen könnte zu einem deutlicheren konjunkturellen Einbruch führen. Wie die Zentralbanken in einem solchen Szenario agieren werden, ist aktuell eine der bedeutendsten Fragestellungen mit Blick auf das Jahr 2023. Aufgrund der anhaltenden Inflationsrisiken gehen wir davon aus, dass die Zinsen auch bei einer deutlicheren Wachstumsverlangsamung vorerst erhöht bleiben werden. Da der Markt derzeit bereits Zinssenkungen einpreist, ist das weitere Aufwärtspotenzial für Bonds begrenzt.

Die Risikoprämien von Unternehmensanleihen erreichten Mitte Oktober ihre diesjährigen Höchststände. Zur gleichen Zeit durchliefen auch die Sorgen vor einer zu starken Straffung der Geldpolitik und ihrer negativen konjunkturellen Effekte ihren vorläufigen Höhepunkt. Seitdem sind die Risikoprämien im Schnitt wieder recht deutlich gesunken, gerade im EUR. Auf den aktuellen Niveaus liegt damit vor allem im CHF und USD nur noch begrenztes Potenzial für eine weitere Einengung vor. Im EUR sind die Risikoprämien hingegen aufgrund der grösseren konjunkturellen Risiken noch etwas höher. Betrachtet man die Rendite von Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen in der jeweiligen Währung, nimmt die jeweilige relative Attraktivität von Unternehmensanleihen vom CHF über EUR und USD ab, d.h. im CHF sollten Unternehmensanleihen eher übergewichtet, im USD eher untergewichtet werden.

Anleihen in Lokalwährung der Schwellenländer zeigten eine erfreuliche Performance im Schweizer Franken seit Quartalsbeginn. Insbesondere osteuropäische Länder entwickelten sich stark, getrieben durch rückläufige Renditen und eine Aufwertung der Währungen zum Franken. Am schwächsten entwickelten sich brasilianische und chinesische Anleihen aufgrund länderspezifischer Ereignisse, wobei auch Gegenwind auf der Währungsseite auftrat. Hartwährungsanleihen profitierten in den meisten Märkten von einem Rückgang der Renditen, was sogar ausreichte, um die Schwäche des USD gegenüber dem CHF zu kompensieren. Nach der guten Performance der letzten Wochen gehen wir nun eher von einer Seitwärtsbewegung bei Schwellenländeranleihen aus. Wachstumsrisiken und das nahende Ende der Zinserhöhungen dürften sich die Waage halten. Auch ist der Zinsvorteil der Schwellenländer gegenüber USD und EUR mittlerweile gesunken. Da wir die chinesische Währung etwas schwächer erwarten, reduzieren wir die Quote an CNY-Anleihen leicht. ■

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen vor Verschnaufpause

IN KÜRZE

Anleihequote aufgrund des nahenden Endes der Leitzinserhöhungen nur leicht tiefer gewichten

Staatsanleihen der Hauptwährungen gegenüber Unternehmensanleihen zumeist attraktiver

Schwellenländeranleihen in Hartwährung neutral. Übergewicht von Lokalwährungen durch Abbau auf CNY-Anleihen etwas reduzieren

Aktienmärkte

Die Wahl des richtigen Aktien-sektors war in der 2. Jahreshälfte 2022 ein wichtiger Erfolgsfaktor. Wir gehen davon aus, dass dies auch in den kommenden Monaten so bleiben wird.

Die globale Wirtschaft hat deutlich an Schwung verloren und die Aussichten haben sich eingetrübt. Trotzdem war die Nachfrage bisher recht robust. Das hängt aber hauptsächlich damit zusammen, dass die Unternehmen immer noch über hohe Auftragsbestände verfügen, die abgearbeitet werden können. Bei den neuen Aufträgen gestaltet sich die Situation hingegen schwieriger und veranlasst uns, eine vorsichtige Haltung für die kommenden Monate einzunehmen. Steigende Zinsen lasten insbesondere auf den hoch verschuldeten Unternehmen und Investitionen werden durch die höheren Refinanzierungskosten unattraktiver.

Die Unternehmen leiden zudem weiterhin unter den hohen Energie- und Rohstoffpreisen, auch wenn sich die Situation inzwischen etwas entspannt hat. Die rigorosen Corona-Massnahmen in China verursachen immer wieder Lieferunterbrüche bei dringend benötigten Bauteilen für die Produktion. Daher kommt es regelmässig zu Verzögerungen oder gar Unterbrechungen im Herstellungsprozess. Das Umfeld bleibt für die Unternehmen herausfordernd und wir gehen davon aus, dass die Gewinnerwartungen erneut nach unten

angepasst werden müssen und die höheren Kosten auch 2023 auf die Gewinne durchschlagen werden.

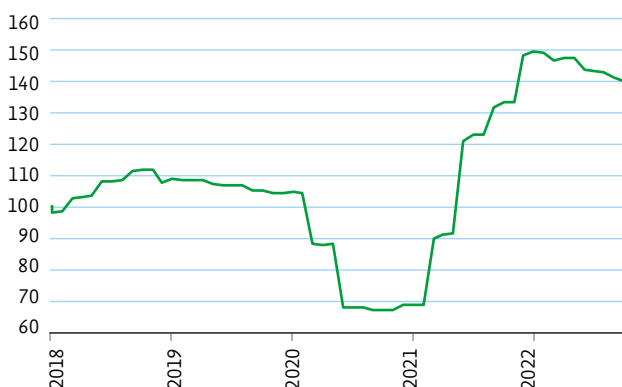
3. Quartal mit grossen Unterschieden

Im 3. Quartal waren die Unternehmensergebnisse insgesamt besser als erwartet. Auffallend ist aber der grosse Unterschied innerhalb der Sektoren und der einzelnen Unternehmen. Mit einem Gewinnzuwachs von 22% im Quartalsvergleich stehen die Energiekonzerne an der Spitze. Sie konnten weiterhin die hohen Energiepreise in hohe Gewinne ummünzen. Relativ gut schnitten Unternehmen ab, die spezialisierte Produkte anbieten, die sich nicht leicht kopieren lassen. Dazu zählen Medikamente oder Premiumprodukte, wo die Kunden bereit sind, die höheren Kosten zu tragen. Unternehmen, die über eine hohe Preissetzungsmacht verfügen, wie beispielsweise Luxusgüterkonzerne, konnten die höheren Kosten an ihre Kunden weitergeben und damit die Margen und letztlich den Gewinn halten oder sogar steigern.

Im Massengeschäft spitzt sich die Situation aber immer mehr zu und viele Unternehmen versuchen, mit Kosteneinsparungen und Entlassungen die Kosten zu senken. Die hohe Inflation strapaziert das Budget der Konsumenten und es bleibt weniger Geld für Anschaffungen. Die Banken bilden das Schlusslicht, weil in einer Phase, die von grosser wirtschaftlicher Unsicherheit geprägt ist, wieder mehr Rückstellungen für ausfallgefährdete Kredite gebildet werden müssen. Die deutlich höheren Zinsen stellen für einige Kreditnehmer eine grosse Belastung dar und nicht alle Kunden werden in der Lage

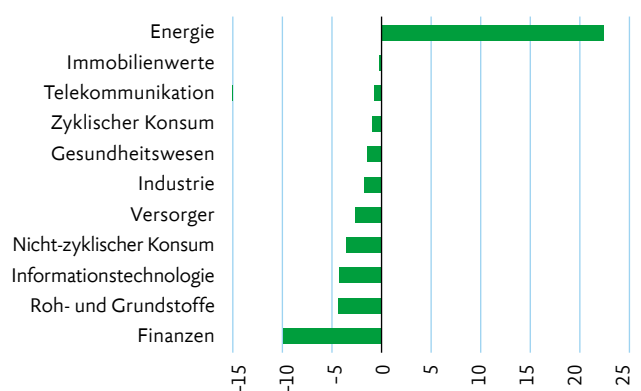
Gewinnentwicklung globale Aktien

indiziert, Jan. 2018 = 100



Globale Gewinnentwicklung nach Sektor

in %, Veränderung zum Vorquartal im Q3/2022



sein, ihre Kredite fristgerecht zu begleichen. Zudem bedeuten fallende Börsen niedrigere Einnahmen aus dem Kommissionsgeschäft. Dafür haben die höheren Zinsen einen stark positiven Effekt auf die wichtige Zinsmarge.

China als möglicher Game Changer

Die sich andeutende Lockerung der restriktiven Corona-Massnahmen in China könnte allerdings zum Game Changer werden. In China wurden ganze Städte abgeriegelt, Fabriken standen still und die Konsumenten wurden zu Hause sprichwörtlich eingesperrt, statt ihrem Konsumdrang in den Shopping Malls zu frönen. Viele Unternehmen aus Europa und den USA leiden daher unter stockenden Verkäufen im wichtigen China-Markt. Hinzu kommen Versorgungsengpässe, auch wenn sich die Lage in den letzten Wochen verbessert hat. Eine Lockerung der Massnahmen könnte also einen signifikanten positiven Einfluss auf die Unternehmen und letztlich auf die Weltwirtschaft haben.

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

Fokus auf Qualitäts- und Value-Aktien

In einem Umfeld erhöhter Inflation und abnehmender Konjunkturdynamik sind Investments in Qualitäts- und Value-Werte zu bevorzugen. Eine gesunde Bilanz ist dabei eine Grundvoraussetzung für den Erfolg. Steigende Zinsen sind Gift für hoch verschuldete Unternehmen. Wir bevorzugen 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.



Daniel Bosshard
Aktienanalyst

Beim Nicht-zyklischen Konsum bevorzugen wir Nahrungsmittelhersteller. Ihnen dürfte es gelingen, höhere Rohstoff-, Verpackungs- und Logistikkosten an die Kunden weiterzuleiten. Im Einzelhandel zeigt sich hingegen ein anderes Bild. Konsumenten werden angesichts der Teuerung Güter im tiefen Preissegment nachfragen, um ihre Geldbeutel zu schonen. Auf der Strecke bleiben werden Konsumgüter im mittleren Preissegment.

Angesichts der hohen Energiepreise bleibt der Energiesektor einer unserer Favoriten, selbst wenn die Nachfrage nach Öl und Gas konjunkturbedingt abnehmen sollte.

Bei den Sektoren Kommunikation, Versorger und zyklischer Konsum ist weiterhin Vorsicht angebracht. ■

IN KÜRZE

Hohe Energiekosten sorgen für Margendruck

Erneute Gewinnrevisionen nach unten sind zu erwarten

Abnehmendes Wachstum und hohe Inflation sprechen für defensive Titel und gegen Wachstumswerte

Aktien mit einem stabilen Geschäftsmodell und hoher Preissetzungsmacht bevorzugen

Bevorzugte Sektoren: Energie, Gesundheitswesen sowie Nicht-zyklischer Konsum

Währungen

Der US-Dollar sollte noch übergewichtet werden. Er bietet einen Zinsvorteil und stellt eine Absicherung gegen unerwartete negative Schocks dar. Für eine nachhaltige Kehrtwende beim Euro ist es noch zu früh.

US-Dollar zeigt sich stark

2022 war ein Jahr der US-Dollar-Stärke. Getrieben wurde die Aufwertung durch die Zinserhöhungen der US-Notenbank Fed und die relative Verknappung des Angebots an Dollar durch die eingeleitete Schrumpfung der Bilanz der amerikanischen Notenbank. Der Zinsvorsprung des Dollars hat sich dadurch gegenüber dem Euro und dem Schweizer Franken deutlich ausgeweitet. Der Ukraine-Krieg und der Status des «Greenbacks» als Weltleitwährung trugen in den Monaten erhöhter Verunsicherung ebenfalls zur Stärke bei. Hinzu kommt, dass die USA ein wichtiger Exporteur u.a. von Energierohstoffen sind. Die Schweiz und viele andere europäische Staaten sind hingegen aufgrund der Gasmangellage noch verstärkt auf Importe angewiesen. Das hat den US-Dollar zusätzlich gestützt.

Dollar-Stärke dürfte vorerst Bestand haben

Die Fed hat die Leitzinsen in den letzten Monaten wesentlich aggressiver als andere Zentralbanken erhöht.

Während die Europäische Zentralbank (EZB) hinsichtlich der geldpolitischen Normalisierung noch einiges an Weg vor sich hat, erwarten wir von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) aufgrund der hierzulande tieferen Inflation nicht mehr viel an zusätzlicher Straffung. Die hohe Zinsdifferenz spricht also dafür, dass der Dollar auch im nächsten Jahr eher stark bleibt. Das gilt auch aus Sicht des Euro, wobei sich der Zinsvorsprung im Verlaufe des Jahres 2023 leicht verringern dürfte, falls die EZB ihre Zinsen wie erwartet erhöht und eventuell sogar beginnt, ihre Bilanz zu schrumpfen.

Wir haben in unserer Anlagetaktik den Dollar derzeit leicht übergewichtet. Ein wesentlicher Grund ist dabei auch, dass der Dollar in Phasen von erhöhter Marktvolatilität als «sicherer Hafen» üblicherweise zur Stärke neigt, während beispielsweise Aktien an Wert verlieren würden. Grosses Aufwertungspotenzial von den aktuellen Niveaus sehen wir dagegen eher nicht. Der aktuelle grosse Zinsvorsprung des USD gerade gegenüber dem Franken bietet einen weiteren Anreiz für diese Positionierung.

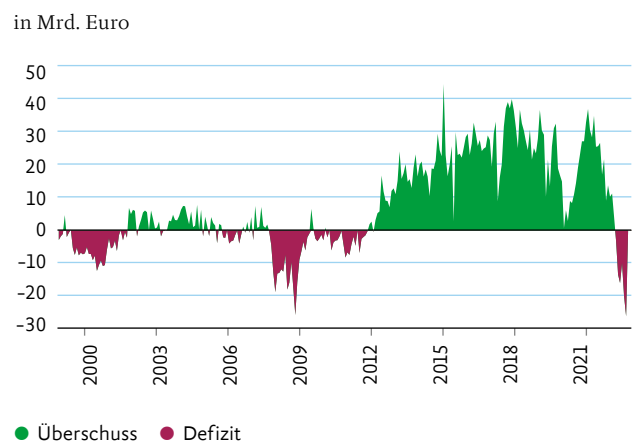
Euro erscheint trotz starker Abwertung wenig attraktiv

Wir raten dagegen noch davon ab, sich von der starken Abwertung des Euros gegenüber dem Franken zu Spekulationen verleiten zu lassen, dass der Euro stark aufwerten müsse, da er ja jetzt so billig sei. Die Eurozone hat eine wesentlich höhere Inflationsrate als die Schweiz, das Inflationsdifferenzial dürfte 2023 rund 4% betragen.

Über-/Unterbewertung Schwellenländerwährungen



Entwicklung der Leistungsbilanz der Eurozone



Dies bedeutet, dass die kurzfristigen Realzinsen (Zinsen abzüglich Inflation) in der Eurozone wesentlich negativer als in der Schweiz sind und sich der faire Wert des Euro gegenüber dem Franken auf Basis der Kaufkraftparität derzeit jährlich etwa in diesem Ausmass verringert. Hinzu kommt, dass der fast schon traditionelle Handelsbilanzüberschuss des Euroraums mittlerweile Defiziten gewichen ist, unter anderem aufgrund der hohen Importpreise für Energie (siehe Grafik). Die Eurozone wurde dadurch vom Kapitalexporteur zum Kapitalimporteur. Da dauerhaft kein billiges russisches Gas mehr zur Verfügung stehen wird, müssen sich Teile der europäischen Industrie neu erfinden, um international wettbewerbsfähig zu bleiben. Für die Wechselkursperspektiven stellt dies einen Gegenwind dar.

Erschwerend kommt hinzu, dass zu aggressive Zinserhöhungen durch die EZB ein Wiederaufflammen der Eurokrise auslösen könnten. Die Straffung der Geldpolitik erfordert daher einiges an Fingerspitzengefühl seitens der EZB. Die geldpolitische Normalisierung wird deshalb deutlich behutsamer erfolgen müssen als in den USA, was den Inflationsausblick etwas unsicherer macht. Somit dürfte der Euro auch in Zukunft im Vergleich zu anderen Währungsräumen weniger Unterstützung durch eine restriktive Geldpolitik erhalten. In unserer Anlagetaktik haben wir den Euro daher leicht untergewichtet.

Da der Ukraine-Krieg auch ein wichtiger Belastungs- und Unsicherheitsfaktor für die Konjunktur in der Eurozone ist, wäre ein Ende des Krieges – wie unwahrscheinlich dies aus heutiger Sicht auch erscheint – ein Ereignis, auf welches der Euro mit einer starken Erholung reagieren dürfte. Deshalb empfehlen wir nur ein leichtes Euro-Untergewicht.

Währungen von Schwellenländern attraktiv

In der Vergangenheit kamen Währungen von Schwellenländern während Phasen von US-Zinserhöhungen üblicherweise unter massiven Druck. Während der derzeit stattfindenden geldpolitischen Straffung war der Abwertungsdruck tendenziell geringer. Warum? Erstens: Viele Schwellenländer konnten von ihrem Status als Rohstoff-Exporteure und damit den hohen Rohstoffpreisen profitieren. Die Leistungsbilanzen vieler Schwellenländer sind derzeit recht gesund, insbeson-



Thomas Härter
Investment-Strategie

dere wenn man die Situation mit der Vergangenheit vergleicht. Zweitens: Viele Zentralbanken haben bereits vor der Fed eine restriktive Geldpolitik eingeleitet und weisen attraktiv hohe Zinsniveaus auf, auch wenn man die Inflation abzieht. Drittens: Sie sind weiterhin günstig bewertet (siehe Grafik). Mit Blick auf diese Faktoren empfehlen wir ein erhöhtes Exposure gegenüber Schwellenländerwährungen, was sich über Positionen in Schwellenländeranleihen in Lokalwährung umsetzen lässt. ■

IN KÜRZE

US-Dollar bleibt attraktiv, da er einen Zinsvorteil und eine Versicherungsfunktion gegen schlechte Zeiten bietet

Euro dürfte zum Franken weiter abwerten aufgrund von höherer Inflation und tieferen Realzinsen

Währungen von Schwellenländern sind günstig bewertet

Immobilien

Der Preisanstieg bei Schweizer Wohneigentum hält an. Auf dem Mietwohnungsmarkt wird das Angebot dünner, die Mieten dürften 2023 steigen. Schweizer Immobilienfonds und auch globale Immobilienaktien weisen derzeit ausgewogene Verhältnisse von Chancen und Risiken auf.

Die etwas zuversichtlichere Stimmung an den Finanzmärkten während der Herbstmonate hat sich bei den Immobilienengagements positiv ausgewirkt. So haben sowohl Schweizer Immobilienfonds als auch globale Immobilienaktien im Oktober und November Kurszuwächse erzielt. Die Erwartungen für die Konjunktur und die Zinsentwicklung waren die entscheidenden Treiber.

Preisanstieg setzt sich bei Schweizer Wohneigentum fort

Für selbstgenutztes Wohneigentum sind die Preise im 3. Quartal 2022 ungeachtet der gestiegenen Finanzierungskosten wiederum kräftig angestiegen. So legten die Transaktionspreise gemäss dem privaten Immobiliendienstleister IAZI für Einfamilienhäuser im Quartals- und Jahresvergleich um 2.0% bzw. 6.7% zu. Diejenigen von Eigentumswohnungen stiegen um 0.7% bzw. 4.0%.

Robuste Eigenheimnachfrage

Die Schweizer Eigenheimnachfrage ist weiterhin solide. Ein wichtiger Faktor dafür ist die Immigration, die im Jahr 2022 kräftig ausfallen dürfte. Schätzungen zufolge könnte der Vorjahreswert von 51'000 zugewanderten Personen klar übertroffen werden. So weisen die Oktoberzahlen eine um über 30% höhere Zuwanderung über die letzten 12 Monate im Vergleich zum Vorjahr auf. Die sehr gute Lage am Schweizer Arbeitsmarkt entfaltet neben anderen Faktoren weiterhin ihre Sogwirkung.

Bautätigkeit hinkt hoher Nachfrage hinterher

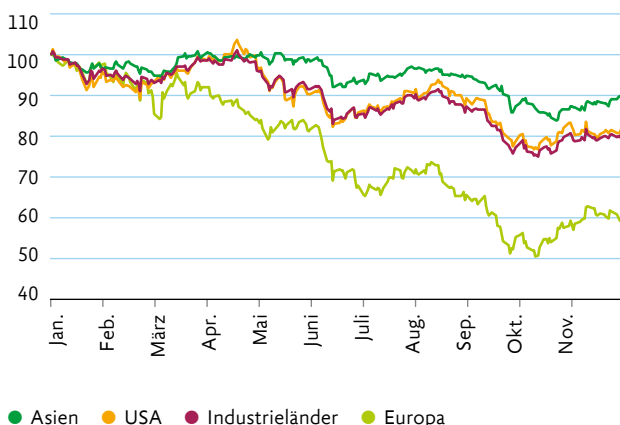
Der Nachfrageüberhang beim Eigenheimmarkt ist auch darauf zurückzuführen, dass das Angebot sehr gering ist. Einfamilienhäuser, die neu gebaut werden oder aus dem Bestand auf den Markt kommen, sind rar und werden sofort vom Markt absorbiert. Beim Stockwerkeigentum ist es ebenfalls so, dass weniger als in früheren Jahren gebaut wird. Die Gründe für eine geringere Bautätigkeit sind vielfältig, u.a. sind es Faktoren wie hohe Baulandpreise, rigide Bau- und Zonenordnungen und eine einsprachefreudige Bevölkerung. Wir rechnen damit, dass der Nachfrageüberhang bei Wohneigentum 2023 anhalten wird und Wohneigentum knapp bleibt.

Zunehmende Knappheit an Mietwohnungen

Nicht nur auf dem Eigenheimmarkt wird das verfügbare Angebot knapp, sondern zunehmend auch auf dem Mietwohnungsmarkt. Die Anfang Sommer erhobene Leerstandsziffer hat ergeben, dass binnen 1 Jahres die

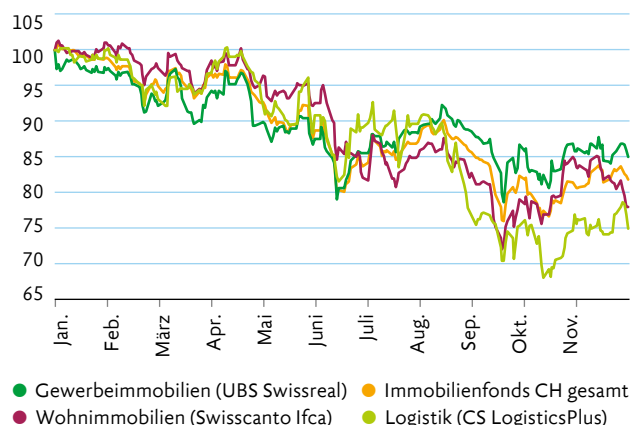
Entwicklung internationaler REITs-Märkte 2022

Gesamtrendite in CHF, indiziert, Jan. 2022 = 100



Entwicklung von Schweizer Immobilienfonds 2022

Gesamtrendite, indiziert, Jan. 2022 = 100



Anzahl leer stehender Wohnungen um 9'900 auf 61'500 Wohnungen abgenommen hat. Ein solch kräftiger Rückgang wurde zuletzt vor 20 Jahren beobachtet. Schweizweit beträgt die Leerwohnungsziffer noch 1.3%, nach 1.5% im Vorjahr. Gerade in städtischen Zentren und gut erschlossenen Gemeinden ist die Leerstandsquote noch deutlich tiefer als im Landesdurchschnitt.

Steigende Angebots- und Bestandsmieten

Die Folge des knapper werdenden Mietwohnungsangebots sind steigende Mieten. Nimmt der Leerstand in gleichem Tempo weiter ab, könnte die Quote im Jahr 2024 unter 1% abrutschen. In der Vergangenheit gingen solch tiefe Leerstandsziffern jeweils mit einem Anstieg der Angebotsmieten von über 3% pro Jahr einher. Aber auch Bestandsmieten könnten bereits 2023 ansteigen. Der hypothekarische Referenzzinssatz, der als Basis für die Mietpreisfestlegung dient, dürfte im Jahresverlauf 2023 steigen. Mieten, die auf dem aktuellen Referenzzinsniveau beruhen, können somit erhöht werden. Dazu kann der Vermieter einen gesetzlich erlaubten Teuerungsausgleich und die allgemeinen Kostensteigerungen geltend machen. Somit könnten die Bestandsmieten binnen der nächsten zwei Jahre im Durchschnitt ansteigen.

Schweizer Immobilienfonds fair bewertet

Die Mehrheit der Schweizer Immobilienfonds hat bislang im 4. Quartal 2022 leichte Kursrückgänge aufzuweisen. Die Bewertungen der Immobilienfonds sind unseres Erachtens in etwa als fair einzustufen. Die Agios, die das Verhältnis von Kurs zum Nettoinventarwert abbilden, liegen aktuell unter den historischen Mittelwerten. Einige Geschäftsimmobiliensfonds werden mit Disagio gehandelt. Dies führt uns zur Einschätzung, dass in den aktuellen Kursen einiges an möglichen negativen Entwicklungen eingepreist ist. Hinzu kommt, dass wir die Ausschüttungsrendite bei gemischten Fonds mit rund 2.6% als interessant erachten. Wir bevorzugen derzeit Fonds mit gemischten Liegenschaften, also Wohn- und Gewerbeimmobilien.

Globale REITs - interessante Ausschüttungsrenditen

Internationale Immobilienaktien (REITs) haben im 4. Quartal 2022 bis Anfang Dezember eine positive Kursentwicklung vollzogen. Ein etwas aufgehelltes Markt-



Tom Eyer
Analyst Immobilienanlagen

sentiment sowie der Ausblick, dass die Notenbanken bei ihren Zinserhöhungen womöglich bald den Höchststand erreichen könnten, haben den Kursen der REITs Schub verliehen. Erfreulich war insbesondere die Markterholung von europäischen Titeln, die von einem gesunkenen Risiko eines totalen Energieausfalls im Winter 2022/23 profitierten.

Im aktuellen Umfeld sich abschwächender Konjunkturdaten bei erhöhter Inflation erachten wir die Chancen und Risiken für globale REITs in etwa als ausgewogen. Nach der Korrektur in der ersten Jahreshälfte 2022 werden REITs auch nach der jüngsten Kurserholung in zahlreichen Ländern mit einem Abschlag zum Nettoinventarwert gehandelt. Somit dürften in den Kursen zahlreiche Risikofaktoren eskomptiert sein. Zudem ist die Ausschüttungsrendite mit 3.6% interessant. Wir präferieren eine Position in globalen, breit diversifizierten REITs. ■

IN KÜRZE

Schweizer Immobilienfonds fair bewertet

Gewerbeimmobilienfonds teilweise mit Disagio gehandelt

Gemischte Schweizer Immobilienfonds bevorzugen

Internationale Immobilienanlagen weisen ausgewogenes Chance-Risiko-Profil auf

MARKTÜBERBLICK

Das 4. Quartal war bis Anfang Dezember ein starkes für risikoreichere Anlagen. Die globalen Aktienmärkte verbuchten Gewinne von durchschnittlich 12%. Der Schweizer Markt war mit einem Plus von knapp 8% eher ein Nachzügler, besonders gut entwickelten sich die Märkte in der Eurozone mit rund 16%. Staatsanleihen profitierten von Hoffnungen, dass die geldpolitische

Straffung bald ein Ende finden würde. Der gestiegene Risikoappetit zeigte sich auch bei Unternehmens- und Schwellenländeranleihen, die zum Teil ebenfalls zweistellige Gewinne verbuchten. Unter den Rohstoffen stehen die Edel- und Industriemetalle mit einer Erholung hervor. Auf der Währungsseite verlor der US-Dollar etwas an Strahlkraft, der Euro erholte sich leicht.

Performance ausgewählter Finanzmarktindizes

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

	Performance-Rückblick							Unsere Erwartung in 6-9 Monaten
	09.12.22	2022	2021	2020	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	
Geldmarkt								
Geldmarkt CHF 3 Mt.	114.3	-0.3	-0.5	-0.5	-0.3	-2.2	-3.5	→
Staatsanleihen								
Schweiz (CHF)	168.9	-12.2	-4.2	2.1	-14.5	-10.0	-2.5	→
Eurozone (EUR)	214.7	-14.9	-3.8	4.2	-16.4	-10.2	4.5	→
Grossbritannien (GBP)	234.3	-22.2	-5.3	8.9	-24.9	-12.5	7.5	→
USA (USD)	2'217.1	-11.3	-2.3	8.0	-11.3	0.9	7.0	→
USA inflationsgeschützt (USD)	333.5	-10.7	6.0	11.0	-9.8	13.1	12.0	→
China (CNY)	214.8	3.2	5.5	3.2	3.7	29.2	55.1	→
Unternehmensanleihen								
Denominiert in CHF	175.0	-5.9	-0.5	0.5	-6.3	-4.0	4.6	→
Global (USD)	252.5	-15.4	-2.9	10.4	-15.2	-1.7	11.2	→
EM-Anleihen								
Hartwährung (USD)	382.4	-16.2	-2.6	7.1	-16.2	-4.4	14.8	→
Lokalwährung (USD)	135.9	-9.1	-1.6	5.3	-9.1	1.5	2.7	→
Aktienindizes								
Schweiz SMI	11'068.3	-11.6	23.7	4.4	-9.7	39.1	119.4	→
Schweiz SPI	14'112.9	-14.2	23.4	3.8	-12.4	32.0	121.5	→
USA (USD)	3'934.4	-16.2	28.7	18.4	-14.3	62.1	236.7	→
UK (GBP)	7'476.6	5.0	18.4	-11.6	6.0	22.5	84.7	↗
Eurozone (EUR)	423.6	-8.8	23.4	0.8	-7.0	24.9	123.1	→
Japan (JPY)	1'961.6	1.0	12.7	7.4	1.2	22.4	209.2	↗
China, Schanghai (CNY)	3'998.2	-17.3	-3.5	29.9	-19.6	10.9	120.5	→
Welt (USD)	2'662.9	-15.9	22.3	16.5	-14.3	43.4	155.6	→
Schwellenländer (USD)	978.3	-18.1	-2.2	18.7	-19.0	1.3	25.9	→
Immobilien								
Schweizer Immobilienfonds	171.7	-18.4	7.3	10.8	-15.4	16.0	50.1	→
REITs Global (USD)	131.2	-22.9	27.1	-8.3	-20.1	6.7	51.4	→
Rohstoffe								
Breiter Rohstoffindex (USD)	1'843.6	14.0	34.9	2.3	17.1	62.8	12.4	→
Gold (USD)	1'798.4	-1.3	-4.0	24.8	1.1	44.1	5.7	↗
Öl (Brent) (USD)	76.3	-2.7	51.1	-21.8	2.4	20.5	-28.8	↗
Kupfer (USD)	8'507	-12.7	25.7	26.0	-10.8	30.1	6.2	→
Devisen								
EUR/CHF	0.983	-5.1	-4.2	-0.5	-5.8	-15.9	-18.6	→
USD/CHF	0.935	2.4	3.1	-8.5	1.2	-5.9	0.0	→
EUR/USD	1.054	-7.3	-7.1	9.0	-6.6	-10.3	-18.5	→
GBP/USD	1.229	-9.2	-0.9	3.2	-6.9	-8.1	-23.3	→
USD/JPY	136.595	18.6	11.5	-5.0	20.4	20.3	65.8	↘
USD/CNY	6.965	9.7	-2.9	-6.0	9.2	5.2	11.8	→

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

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

MAKROPROGNOSEN

Die Aussichten für das globale Wirtschaftswachstum haben sich weiter eingetrübt. Grund hierfür sind u.a. der anhaltende Ukraine-Krieg, die vielerorts deutlich zu hohe Inflation und die restriktive Geldpolitik der Notenbanken. Für 2023 deutet sich damit an, dass die Weltwirtschaft signifikant an Tempo verlieren wird. Im Schlepptau der Wachstumsabschwächung dürften die

Teuerungsraten im Verlauf von 2023 fallen. Hierbei werden die Inflationsniveaus noch für einige Monate über der Marke von 2% liegen. Die Notenbanken dürften die Leitzinsen daher noch weiter anheben. Vor dem Hintergrund der Konjunkturabkühlung erwarten wir jedoch, dass sich der globale Zinsanhebungszyklus 2023 seinem Ende nähert.

Konjunktur- und Zinsprognosen

	BIP (% ggü. Vorjahr)			Inflation (% ggü. Vorjahr)			Leitzins (%)		Rendite 10 J. (%)	
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	09.12.22	in 6-9 Mt.	09.12.22	in 6-9 Mt.
Schweiz	2.0	1.0	2.3	2.9	2.1	0.9	0.50	1.50	1.15	1.10
Eurozone	3.2	0.8	2.3	8.2	6.1	2.1	1.50	2.25	1.93	1.80
Grossbritannien	4.4	-0.9	1.5	9.1	7.6	2.6	3.00	3.25	3.18	3.10
USA	1.8	0.8	2.4	8.3	4.3	2.3	3.75-4.00	4.75-5.00	3.57	3.50
Japan	1.5	0.9	1.6	2.3	1.0	0.7	-0.10	-0.10	0.25	0.20
China	3.1	4.2	4.7	2.2	2.4	2.1	-	-	-	-
Brasilien	3.0	0.2	2.7	9.3	4.7	3.6	-	-	-	-
Russland	-3.1	-2.3	3.7	13.7	4.8	4.3	-	-	-	-
Indien	7.0	4.4	7.1	6.9	5.4	4.1	-	-	-	-
Welt	2.7	1.8	3.3	-	-	-	-	-	-	-

ÜBERBLICK WELTWIRTSCHAFT

Wachstumsprognosen für das Gesamtjahr 2023

BIP-Wachstum 2023 \geq 4.0%

● Sehr hohes Wachstum

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

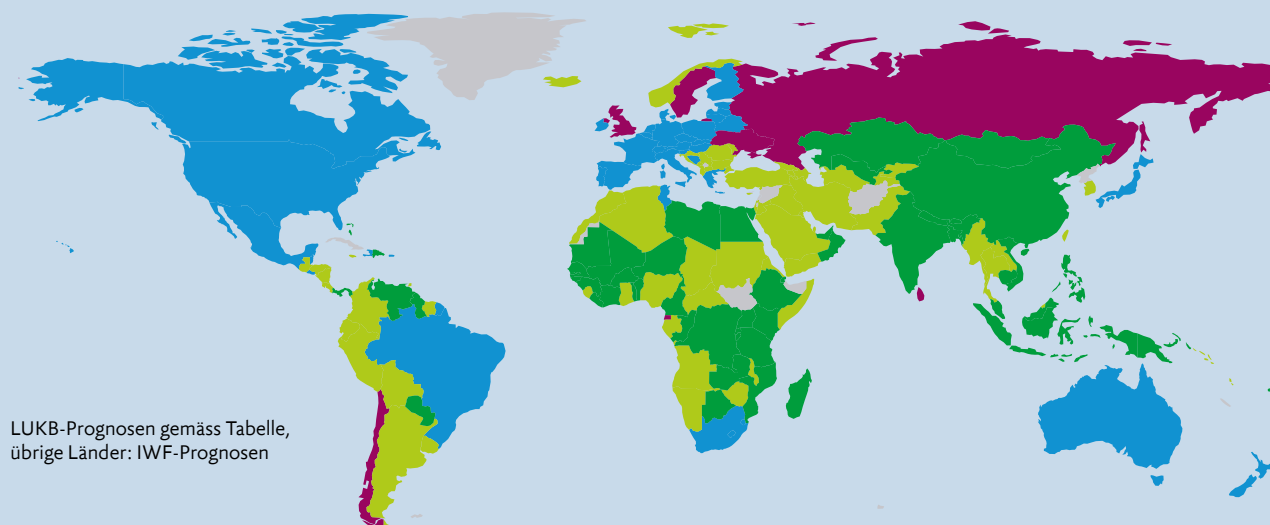
● Moderates Wachstum

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

● Schwaches Wachstum

BIP-Wachstum 2023 $<$ 0%

● Rezession



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

Luzerner Kantonalbank AG

Pilatusstrasse 12

6003 Luzern

Telefon +41 (0) 844 822 811

info@lukb.ch

lukb.ch

Disclaimer

Diese Dokumentation dient ausschliesslich der Information und stellt keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Die verwendeten Informationen stammen aus Quellen, welche die Luzerner Kantonalbank als zuverlässig erachtet. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernimmt die LUKB keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Veröffentlichung. Die aufgeführten Informationen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Herausgabe dieses Dokuments. Änderungen sind jederzeit möglich. Die Dokumentation kann Werbeelemente enthalten. Die massgeblichen Produktdokumentationen mit Angaben zu Verkaufsbeschränkungen können per E-Mail (info@lukb.ch) oder telefonisch (+41 [0] 844 822 811) bei der Luzerner Kantonalbank AG bezogen werden. © 2022 Luzerner Kantonalbank

Signatory of:

