

# Anlagepolitik



Ausbalancieren

 Luzerner  
Kantonalbank

Q4 | 2022

Unsere Markteinschätzung

Seite 7

Fokusthema

Erhöhte Inflationsrisiken werden  
ein Dauerthema bleiben

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

Das zurückliegende Quartal war von einer Richtungssuche an den Finanzmärkten geprägt. Hoffnungen auf eine sanfte Landung und Ängste vor strafferer Geldpolitik hielten sich in etwa die Waage.

## «Die Inflationsbekämpfung hat für die Zentralbanken derzeit oberste Priorität. Die Straffung der Geldpolitik stellt daher ein Hauptrisiko für die Finanzmärkte dar.»

Diese Themen werden die Märkte in den kommenden Monaten ebenfalls stark beeinflussen und für erhöhte Volatilität sorgen. Dabei sehen wir das Risiko, dass die wirtschaftlichen Bremswirkungen der gestiegenen Zinsen stärker ausfallen werden, als die Finanzmärkte derzeit erwarten. Die Unsicherheit des Ausblicks ist jedoch zweifelsohne hoch.

Im Fokustext dieser Anlagepolitik zeigen wir auf, welche Gründe für und gegen eine Normalisierung der Inflation auf mittlere Sicht sprechen. Zudem stellen wir Konsequenzen für verschiedene Anlageklassen dar, falls die Inflation in den kommenden Jahren höher ausfallen sollte, als wir es aus der jüngeren Vergangenheit gewohnt sind.

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: Erhöhte Inflationsrisiken werden ein Dauerthema bleiben
- 14 | Festverzinsliche Anlagen
- 16 | Aktienmärkte
- 18 | Rohstoffe
- 20 | Immobilien
- 22 | Marktüberblick
- 23 | Makroprognosen

# HIGHLIGHTS

## MAKRO- UND RISIKO-UMFELD

Unsere Indikatoren deuten für das 4. Quartal auf ein Marktumfeld hin, das von rückläufiger Liquidität, hoher Risikoaversion, sinkender Wachstumsdynamik und dennoch anhaltendem Inflationsdruck geprägt bleibt. Das lässt erhöhte Marktvolatilität erwarten.

■ 3. Quartal 2022 ■ 4. Quartal 2022



### LIQUIDITÄT

Der Liquiditätsindikator verharrt auf einem eher tiefen Niveau und stellt damit einen Gegenwind für die Vermögenspreise dar.



### RISIKO-UMFELD

Die Unsicherheit über den Ausblick für Wachstum, Inflation und Geldpolitik hält die Risikobereitschaft der Marktteilnehmer auf tiefem Niveau.



### WACHSTUM

Der Wachstumsindikator signalisiert eine Abnahme der globalen Konjunkturdynamik und dürfte sich in den kommenden Monaten weiter abschwächen.



### INFLATION

Die Inflation dürfte aktuell ihren Höhepunkt durchlaufen. Das hohe Niveau des Indikators zeigt aber anhaltenden Druck und das Risiko einer nur langsamen Normalisierung an.

## UNSERE POSITIONIERUNG

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

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



## FOKUSTHEMA

### Erhöhte Inflationsrisiken werden ein Dauerthema bleiben

Die Finanzmärkte erwarten einen relativ schnellen Rückgang der Inflation in Richtung der Vorkrisenniveaus. Es gibt jedoch strukturelle Gründe, die dies infrage stellen. Sollte die Inflation auf höheren Niveaus verharren, hat dies wichtige Auswirkungen auf Vermögenspreise.

## AKTIEN

Die Aktienmärkte konnten sich im 3. Quartal erholen. Die erhöhte Inflation, eine straffere Geldpolitik und hohe Rohstoffpreise stellen Risiken für den Ausblick dar. Das könnte zu sinkenden Gewinnerwartungen führen, was die etwas tiefere Bewertung der Aktienmärkte nicht ganz so günstig erscheinen liesse.

## ANLEIHEN

Die Volatilität an den Anleihemärkten bleibt hoch, und die Renditen vollzogen eine Achterbahnfahrt im 3. Quartal. Die Straffung der Geldpolitik dürfte für weiter steigende Renditen sorgen. Die Risikoprämien von Unternehmensanleihen dürften steigen aufgrund der konjunkturellen Abschwächung. Breit diversifizierte Schwellenländeranleihen sind für uns eine interessante Alternative.



## ROHSTOFFE

Der Ausblick für Rohstoffpreise ist geprägt von Konjunkturrisiken, steigenden Zinsen und der Geopolitik. Der unsichere Inflationausblick spricht für Positionen in Gold, Energie und Industriemetallen.



## IMMOBILIEN

Schweizer Immobilienfonds und internationale Immobilienaktien (REITs) stabilisierten sich im letzten Quartal. Auf den aktuellen Niveaus sind beide Anlageinstrumente fair bewertet, und wir empfehlen eine neutrale Gewichtung im Portfoliokontext, da derzeit die klaren Kurstreiber fehlen.

# BASISSZENARIO

Die Unsicherheit für Wachstum, Inflation und Geldpolitik bleibt hoch und sorgt dafür, dass die Risikoprämien von Vermögenswerten ebenfalls erhöht bleiben. Das Wachstum verlangsamt sich im Herbst und in den Wintermonaten deutlich, u.a. aufgrund restriktiverer Geldpolitik und hoher Energiepreise. Das Rezessionsrisiko ist gerade in Europa hoch. Die Inflation sinkt nur langsam, und die Sorge vor Zweitrundeneffekten dürfte die Geldpolitik restriktiv halten.

## Erwartete Marktauswirkungen

Straffere Geldpolitik und steigende Realzinsen sind negativ für Anleihen. Konjunkturabschwächung belastet Aktien und Risikoprämien von Unternehmensanleihen. Gold mit Gegenwind aufgrund steigender Realzinsen, Unsicherheit als Unterstützung.

## ALTERNATIVSZENARIEN

### 1. Scharfe Rezession

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

#### Erwartete Marktauswirkungen

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

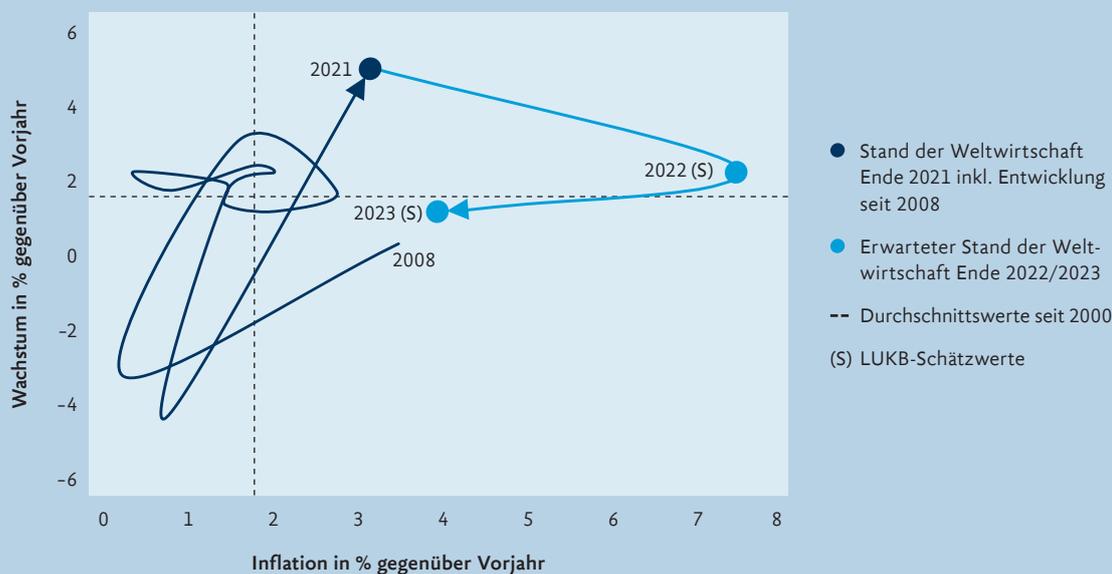
### 2. Globale Erholung

Mögliche Auslöser: Ende des Ukraine-Krieges mit Zugeständnissen v.a. Russlands, sinkende Rohstoffpreise, Ende der geldpolitischen Straffung.

#### Erwartete Marktauswirkungen

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

## Wirtschaftswachstum und Inflation in den Industrieländern seit 2008



# MARKTEINSCHÄTZUNG

Die Finanzmärkte dürften von der Unsicherheit bezüglich Wachstum, Inflation und Geldpolitik geprägt bleiben. Dabei ist eines der Hauptrisiken, dass die Inflation langsamer sinkt als erwartet und die Geldpolitik entsprechend stärker und für längere Zeit gestrafft werden muss. Daher sehen wir das Risiko steigender Realzin-

sen, was auf die Aktien- und Anleihenmärkte Druck auslösen würde. Beide Anlageklassen sollten daher in einem gemischten Portfolio untergewichtet werden. Liquidität, Edelmetalle und Rohstoffe sollten dagegen stärker gewichtet werden.

## Markteinschätzungen und Positionierung per 21. September 2022

Anlageklasse		Kommentar
<b>Liquidität</b>		Die Liquiditätsquote sollte angesichts der erhöhten Unsicherheit stärker gewichtet werden
<b>Festverzinsliche Anlagen</b>		Die Attraktivität von Anleihen hat sich etwas verbessert, aber das Risiko weiterer Renditesteigerungen bleibt bestehen
CHF		Der jüngste Anstieg der Renditen hat Schweizer Anleihen wieder attraktiver gemacht, auch wenn weitere Zinserhöhungen der SNB anstehen
EUR		Hoher Inflationsdruck, die geldpolitische Straffung der EZB und die Aussicht auf Fiskalpakete machen EUR-Anleihen derzeit weniger attraktiv
GBP		GBP-Anleihen sollten angesichts sehr hoher UK-Inflation und aggressiver Geldpolitik untergewichtet belassen werden
USD		Wir bevorzugen eine Untergewichtung von USD-Anleihen angesichts der raschen geldpolitischen Straffung der US-Fed
Schwellenländer		Hart- und Lokalwährungsanleihen sowie speziell CNY-Anleihen sind zur Diversifikation interessant und z.T. weniger von strafferer Geldpolitik betroffen
<b>Aktienmärkte</b>		Die Unsicherheit über Konjunktur, Inflation und Geldpolitik dürfte Druck auf die Aktienmärkte auslösen, weshalb wir ein Untergewicht empfehlen
Schweiz		Der Schweizer Markt ist vergleichsweise hoch bewertet, weshalb wir trotz der defensiven Eigenschaften zu einem Untergewicht raten
Eurozone		Eurozonen-Aktien reduzieren wir auf ein Untergewicht. Die Gewinnschätzungen erscheinen zu hoch, und mögliche Energie-Engpässe stellen ein Risiko dar
Grossbritannien		Der UK-Markt ist einer unserer bevorzugten Aktienmärkte aufgrund sehr interessanter Bewertungen und des hohen Anteils von Rohstoffwerten
Nordamerika		Nach den jüngsten Kurskorrekturen ist der US-Markt nicht mehr ganz so hoch bewertet, weshalb wir ein geringeres Untergewicht als angemessen erachten
Pazifik		Die Schwäche des JPY hilft dem japanischen Markt. Australische Anlagen stellen aufgrund ihres Rohstoff-Anteils eine gute Diversifikation im Portfolio dar
Schwellenländer		Schwellenländeraktien gewichten wir weiter unter, u.a. wegen schwacher Konjunkturdaten aus China. Die tiefe Bewertung ist nur eine leichte Stütze
<b>Realwerte</b>		
Immobilienfonds Schweiz		Schweizer Immobilienfonds werden z.T. unter Inventarwert gehandelt. Die gestiegenen Zinsen reduzieren aber ihre relative Attraktivität
Immobilien global (REITs)		Die globalen REITs-Märkte erscheinen mittlerweile fair bewertet, das Risiko von Konjunkturschwäche und steigenden Renditen bremst aber die Aussichten
Gold		Die Goldquote sollte trotz Risikos steigender Realzinsen erhöht gehalten werden, um angesichts hoher Unsicherheit unerwartete Marktereignisse abzufedern
Rohstoffe (ohne Agrar)		Rohstoffe (ex-Agrar) leicht abbauen aufgrund zunehmender Wachstumsrisiken. Übergewichtung aber für den Fall von Inflations- und Wachstumsüberraschungen
<b>Fremdwährungen vs. Franken</b>		Wir raten zu einem nur leicht erhöhten Anteil von Fremdwährungen im Portfolio, mit einem Fokus auf USD. Der EUR sollte dagegen deutlich untergewichtet werden

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

# Konjunktur und Geldpolitik

Die globalen Wachstumsaussichten haben sich eingetrübt. Es droht ein kräftiger Abschwung. Gründe hierfür sind der anhaltende Ukraine-Krieg und die weltweit restriktivere Geldpolitik.

Die globale Wirtschaft verliert an Wachstumsdynamik. Zwar entspannen sich die Lieferengpässe, was sich positiv auf die Industrieproduktion auswirkt. Gleichzeitig nimmt die Beschäftigung in vielen Ländern zu. Steigende Beschäftigung und Einkommen stützen wiederum den Konsum der privaten Haushalte. Auch die Inflation hat in einigen Ländern ihren Höhepunkt bereits erreicht. Jedoch ist das Inflationsniveau noch zu hoch. Das Ziel der Preisstabilität liegt in weiter Ferne, und so werden die Zentralbanken vielerorts ihre Leitzinsen weiter anheben. Die globale Geldpolitik wird restriktiver und dämpft damit das Weltwirtschaftswachstum.

## Belastungsfaktoren haben zugenommen

Zusätzlich zehren die gestiegenen Lebenshaltungskosten die Kaufkraft von Konsumenten und Unternehmen auf. In der Folge werden sich der private Konsum und die Ausrüstungsinvestitionen abschwächen. Regional hat sich u.a. China zum Bremschuh der globalen Wirtschaft entwickelt. Die strenge Null-Covid-Politik der Regierung belastet dabei vor allem den privaten Konsum und den Dienstleistungssektor. Währenddes-

sen leidet der Euroraum unter den Folgen des Ukraine-Krieges. Insbesondere die Wirtschaft Deutschlands scheint sich deutlich abzukühlen. Hierbei belastet die Verunsicherung über die kurz- und mittelfristige Sicherheit der Energieversorgung die Investitionsnachfrage der Unternehmen. Per Saldo erwarten wir, dass sich das globale Wirtschaftswachstum dieses Jahr auf 2.7% verlangsamt, nachdem es 2021 6.2 % betragen hat. Für nächstes Jahr erwarten wir ein Wachstum von 2.5%.

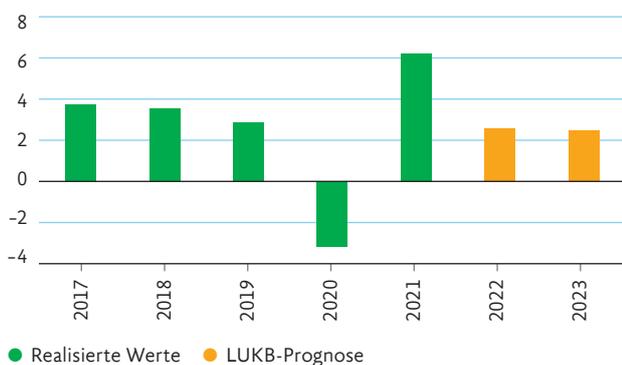
## Abwärtsrisiken sind gestiegen

Die Risiken, dass die globale Wirtschaft stärker abbrems, als wir erwarten, haben zugenommen. Einer der grössten Bremsfaktoren stellt dabei die Energieversorgung Europas dar. Sollte es im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg zu einem Totalausfall von Lieferungen fossiler Energieträger aus Russland kommen, könnte es den Euroraum im schlimmsten Fall in eine heftige Rezession stürzen.

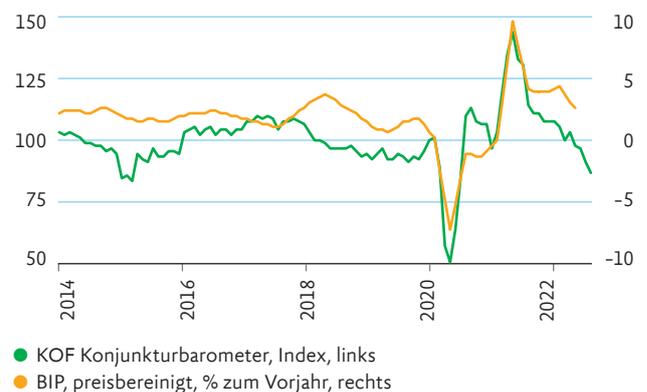
Ein weiterer bedeutender Unsicherheitsfaktor ist die global restriktive Geldpolitik. Die Gefahr nimmt zu, dass die Zentralbanken im Kampf gegen zu hohe Teuerungsraten zu viel des Guten tun. Das Problem ist dabei, dass sie mit ihren Massnahmen den aktuellen Verlauf der Inflation gar nicht beeinflussen können. Denn die Leitzinsanhebungen entfalten ihre dämpfende Wirkung auf Wirtschaft und Konsumentenpreise erst mit einem erheblichen Zeitverzug. Es ist also gut möglich, dass sie den bereits eingesetzten zyklischen Abschwung der Wirtschaft noch verstärken.

## Globales Wirtschaftswachstum

in % gegenüber Vorjahr, inflationsbereinigt



## Aussichten für die Schweiz trüben sich ein



## US-Wirtschaft verliert an Tempo

Bislang zeigt die US-Wirtschaft kaum Ermüdungsercheinungen. Der Start ins laufende 3. Quartal fiel positiv aus. Die Konsumenten gaben im Juli preisbereinigt 0.2% mehr aus als noch im Juni. Der Anstieg lag damit nur knapp unter dem Durchschnitt der 1. Jahreshälfte von 0.3%. Gleichzeitig fragen die Unternehmen weiterhin Investitionsgüter nach, wie die Kapitalgüteraufträge belegen, und der Arbeitsmarkt entwickelt sich solide. Dennoch ziehen auch am amerikanischen Konjunkturfirmament Wolken auf. Die kräftige Straffung der Geldpolitik durch die US-Notenbank (Fed) wird ihre dämpfende Wirkung auf die Wirtschaft vor allem im kommenden Jahr entfalten. Zudem erwarten wir, dass die Fed den Leitzins noch weiter anheben wird. Die Inflationsrate scheint zwar ihren Zenit überschritten zu haben, doch sie ist mit aktuell 8.3% deutlich zu hoch. Wir erwarten, dass sie den Leitzins in den nächsten 12 Monaten auf bis zu 3.75% anheben wird.

## Euroraum bremst deutlich ab

Im 1. Halbjahr wuchs die Wirtschaftsleistung (BIP) überraschend kräftig. Die Aussichten für die kommenden Monate haben sich jedoch deutlich eingetrübt. Sorgen bereitet u.a. die Energieversorgung. Das trübt die Stimmung von Konsumenten und Unternehmen und kann sich in sinkenden Investitionen und rückläufigen Konsumausgaben niederschlagen. Zwar gehen wir nicht von einem Einbruch der Wirtschaft aus, wohl aber von einer deutlichen Verlangsamung. Gleichzeitig dürfte die Inflation noch auf hohem Niveau bleiben. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Leitzinsen weiter anheben wird. Auf Sicht von 12 Monaten dürfte sie den Einlagezinssatz schrittweise auf 2% anheben.

## Schweiz schaltet einen Gang zurück

Die Schweizer Wirtschaft wuchs bis zuletzt robust. Wachstumsmotoren waren dabei der private Konsum und die Ausrüstungsinvestitionen. Für das laufende 2. Halbjahr deutet sich eine langsamere Gangart an. Grund hierfür ist vor allem, dass die Abschwächung der globalen Nachfrage die Exporte dämpfen wird. Zusätzlich trübt die gestiegene Inflation die Konsumfreude. Für dieses Jahr rechnen wir zwar mit einem robusten BIP-Wachstum von 2.4%. 2023 dürfte es sich dann deutlich auf 1.2% verlangsamen. Die Teuerungsrate dürfte



**Brian Mandt**  
Chefökonom

2023 zwar allmählich zurückkommen, doch sie bleibt noch auf erhöhtem Niveau. Daher erwarten wir, dass die SNB den Leitzins schrittweise auf 1.5% in 12 Monaten anheben wird, wobei das Risiko derzeit eher in Richtung höherer Zinsen gerichtet ist. Darüber hinaus lässt sie es zu, dass der Franken an Wert gewinnt, um die importierte Inflation zu mildern.

## Chinas Wachstumsmotor springt nur langsam an

Die Null-Covid-Politik führte dazu, dass sich die Wirtschaft in der 1. Hälfte dieses Jahres kräftig abschwächte. Für das laufende 2. Halbjahr stehen die Chancen gut, dass die Wirtschaft an Dynamik gewinnt. Grund hierfür sind vor allem die Stützungsmaßnahmen seitens der Regierung. Insbesondere staatliche Infrastrukturmaßnahmen dürften die Wirtschaft ankurbeln. Wir prognostizieren ein BIP-Wachstum von 3.2% für 2022. Für 2023 erwarten wir eine Beschleunigung auf 5.1%. ■

---

## IN KÜRZE

**Globale Wirtschaft entwickelte sich bislang robust**

**Wachstumsaussichten aber eingetrübt**

**Inflation vorerst auf erhöhtem Niveau**

**Zentralbanken heben Leitzinsen weiter an**

**Rezessionsgefahren insgesamt gestiegen**

**Abwärtsrisiken aufgrund des Ukraine-Krieges und restriktiver Geldpolitik**

# Erhöhte Inflationsrisiken werden ein Dauerthema bleiben



Die Märkte erwarten einen mittelfristigen Rückgang der Inflation auf die Vorkrisenniveaus. Sollte sie höher bleiben, hätte dies wichtige Auswirkungen auf Vermögenspreise.

**Brian Mandt** Chefökonom

Der Inflationsspek hält noch an. Während sich die Aussichten für das Wirtschaftswachstum eintrüben, treibt das Inflationsgespens sein Unwesen. Insbesondere in den Industrieländern hält sich die Inflation noch hartnäckig. So knackte die Teuerungsrate im Euro-Raum zuletzt die Marke von 9%. In den USA scheint die Inflationsrate zwar nahe am Zenit. Das Niveau ist aber mit 8.3% weiterhin hoch. Die von den Zentralbanken anvisierte Zielinflation von 2% wird klar überschritten. Auch hierzulande kletterten die Lebenshaltungskosten aufwärts. Die Schweizer Inflationsrate lag im August bei 3.5%. Das ist zwar im internationalen Vergleich moderat. Für Schweizer Verhältnisse aber eben nicht.

## Inflation dürfte bald sinken

Wir erwarten, dass die Inflationsraten im kommenden Jahr, wenn auch auf hohen Niveaus, wieder zurück-

kommen werden. Hierfür gibt es einige Gründe. Einerseits dürften Basiseffekte auslaufen. Andererseits sind in den vergangenen Monaten Preise für einzelne Güter und Dienstleistungen nach unten angepasst worden. Die Nachfrage vor allem nach langlebigen Konsumgütern, wie beispielsweise Waschmaschinen oder Fernsehern, hatte während der Corona-bedingten Lockdowns sprunghaft zugenommen. Mittlerweile hat sich die Nachfrage wieder normalisiert. Zudem schränken viele Menschen aufgrund der gestiegenen Preise ihren Konsum ein. Auf der Angebotsseite melden Unternehmen aus verschiedenen Sektoren, dass die Lager an Fertigprodukten deutlich gefüllt sind. Gleichzeitig berichten sie auch, dass Auftragseingänge zurückgehen und sogar Bestellungen storniert werden. In der Konsequenz heisst das aber, dass die Preisüberwälzungsspielräume geringer werden. Eine abnehmende Nachfrage und ein

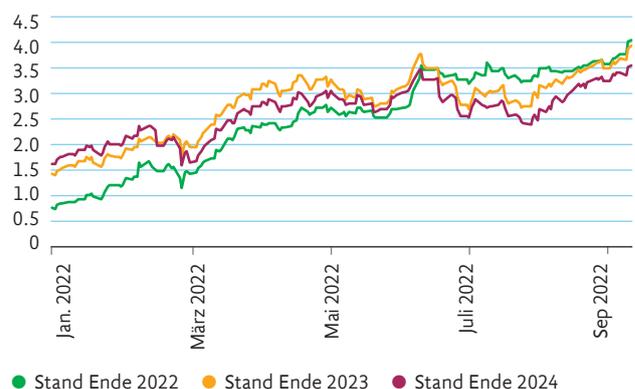
## Inflationserwartungen Finanzmärkte

in %, Basis inflationsgeschützte Anleihen mit 10 Jahren Laufzeit



## Markterwartungen zum Stand des US-Leitzinses

in %, basierend auf Fed Funds Futures-Kontrakten; im Jahresverlauf 2022



steigendes Angebot sollten zu fallenden Preisen führen. Ein weiterer Faktor sind die internationalen Energie- und Rohstoffpreise. Die Preise für Rohöl sind zuletzt wieder gesunken, was sich ebenfalls in sinkenden Inflationsraten widerspiegeln sollte.

### **Finanzmärkte trauen Zentralbanken Inflationsbekämpfung zu**

Zu guter Letzt sind es die Zentralbanken, die dazu beitragen werden, die Inflation wieder einzufangen. Indem sie die Leitzinsen anheben, können sie die Binnennachfrage bremsen. Der Konsum der privaten Haushalte und die Investitionsnachfrage der Unternehmen nehmen ab, die Wirtschaft verlangsamt sich, und der Inflationsdruck lässt nach – so jedenfalls die ökonomische Theorie.

Die Finanzmarktakteure trauen es den Notenbankern jedenfalls zu, dass sie die Inflation wieder in den Griff bekommen werden. Das lässt sich beispielsweise an den Inflationserwartungen ablesen, die sich aus dem Vergleich der Renditen inflationsindexierter und nicht-indexierter Papiere mit ähnlicher Laufzeit desselben Emittenten ergeben. Für die USA erwarten die Marktteilnehmer, dass die Inflationsrate sich in den nächsten 10 Jahren auf ein Niveau von ca. 2,5% einpendeln wird. Im Frühjahr gingen sie noch davon aus, dass die Teuerungsrate in 10 Jahren 3% betragen würde.

### **Inflation könnte sich als hartnäckig erweisen**

Doch die Inflationsraten werden wohl nicht automatisch auf die Vorkrisenniveaus zurückkommen. Denn das Inflationsgespenst dürfte Zweitrundeneffekte zum Leben erwecken. Damit werden die Reaktionen von Wirtschaftsakteuren auf einen bereits erfolgten Anstieg – oder Rückgang – der Preise einzelner Produkte oder Dienstleistungen bezeichnet. Im Zentrum steht hier die Reaktion der Löhne. Sind beispielsweise nach einem Anstieg des Rohölpreises die Gewerkschaften bestrebt, die hierdurch reduzierte Kaufkraft ihrer Mitglieder durch eine kräftige Lohnerhöhung wieder auf das ursprüngliche Niveau zu heben, entsteht die Gefahr einer

Preis-Lohn-Spirale. Steigende Preise und steigende Löhne können sich wechselseitig aufschaukeln. Hierbei besteht zudem die Gefahr, dass die Inflationserwartungen steigen, was seinerseits das Wiedererlangen von Preisstabilität erschwert. Diese Gefahr ist vor allem in den USA latent. Dort sind die Löhne bereits kräftig gestiegen. Die durchschnittlichen Stundenlöhne kletterten zuletzt über 5% im Vorjahresvergleich.

### **Erhalt der Preisstabilität aus strukturellen Gründen erschwert**

Selbst wenn die Teuerungsraten die 2%-Marke erreichen sollten, wird es für die Zentralbanken schwieriger werden, für Preisstabilität zu sorgen. Grund hierfür

sind strukturelle Faktoren. Ein wichtiger Faktor sind die Energiepreise. Wir gehen davon aus, dass Energie in den kommenden Jahren teuer bleiben wird und die Preise dafür noch weiter steigen könnten. Das liegt u.a. daran, dass der Ausbau erneuerbarer und umweltfreundlicher Energiealternativen teuer ist. Zudem wachsen Energiehunger und Löhne der Schwellenländer mit ihrem Entwicklungsstand weiter. In vielen Industrieländern, aber auch in einigen

Schwellenländern, ist zudem eine Überalterung der Gesellschaft festzustellen. Das Potenzial der Arbeitskräfte nimmt ab. Damit sollte – eigentlich – der Verhandlungsspielraum für die Arbeitnehmer zunehmen, was die oben beschriebene Lohn-Preis-Spirale auf globaler Ebene wahrscheinlicher machen kann. Darüber hinaus hat die Pandemie die Schwachstellen einer integrierten globalen Wertschöpfung aufgezeigt. Die Umfragen bei Unternehmen zeigen, dass sie nach wie vor ihre Produktion global ausgerichtet lassen werden. Sie geben aber an, dass sie ihre Lieferketten diversifizieren werden. Das kann bedeuten, dass es zu Effizienzverlusten kommt, was sich wiederum in den Preisen niederschlagen kann.

### **Zentralbanken bleiben gefordert**

Es gibt also eine Reihe von Gründen, die dafür sprechen, dass der Rückgang auf die von den Zentralbanken favo-

«Strukturelle Gründe (Energiewende, Demografie etc.) könnten künftig zu höheren Inflationsraten als in der Vergangenheit führen.»



Trotz unklarer Inflationstendenzen sicher durch die Tiefen und Untiefen der Märkte navigieren.

risierte Marke von 2% kein Selbstläufer wird. Die Zentralbanken bleiben damit wohl länger gefordert, als es den Finanzmarktteilnehmern lieb ist, und sie könnten sogar dazu genötigt sein, stärker auf die geldpolitische Bremse zu treten als von den Märkten erwartet wird. Das spricht für eine längere Phase höherer inflationsbereinigter Renditen (Realrenditen), als wir es aus der jüngeren Vergangenheit gewohnt sind.

Dass die Notenbanken bei der Inflationsbekämpfung nicht klein beigeben wollen, haben sie in den letzten Monaten eindrucksvoll gezeigt. Die Notenbanker erklärten, dass für sie die Wiederherstellung von Preisstabilität oberste Priorität genießt.

Zudem nehmen sie in Kauf, dass sich die Wirtschaft verlangsamt. Wir gehen zwar davon aus, dass vor allem eine lang anhaltende und tiefe Kontraktion (Rezession) vermieden werden kann. Die Gefahr, dass die Zentralbanken das Zinsruder so stark herumreissen, dass es dennoch zu einer kräftigen und ausgeprägten Rezession der Wirtschaft kommt, hat aber deutlich zugenommen. Allerdings gibt es auch ein anderes

Szenario, das man trotz aller Rhetorik der Notenbanker nicht unterschätzen sollte: dass die Zentralbanken im Fall einer Rezession bei gleichzeitig erhöhter Inflation dann doch eher das Wachstum stützen als die Inflation bekämpfen werden. Diese Möglichkeit erhöht die Unsicherheit des mittelfristigen Inflationsausblicks ebenfalls.

### **Inflation beschäftigt Finanzmärkte noch lange**

Der unsichere Inflationsausblick hat bedeutende Implikationen für die Finanzmärkte. In den Jahren vor Ausbruch der Corona-Pandemie war die Inflation in den meisten Industrieländern recht stabil und befand sich auf niedrigen Niveaus. Teilweise – wie in der Schweiz oder in Japan – war sie sogar längere Zeit im negativen Bereich. Das machte es für Unternehmen und Anleger leichter, die Inflation zu prognostizieren und Entscheidungen danach auszurichten. Das trug zu einem Rückgang der Risikoprämien für Inflationsrisiken bei. Dieses Umfeld spiegelte sich auch in einer tiefen Volatilität und sinkenden Renditen an den Obligationenmärkten wider. Dies wiederum führte zu steigenden Kursen bei anderen Vermögenswerten wie z.B. Aktien oder Immobilien.

Diese Phase tiefer und stabiler Inflation ist wohl vorerst vorüber. Allerdings preisen die Finanzmärkte aktuell noch eine mittelfristige Rückkehr der Inflation auf die Vorkrisenniveaus ein. Aus unserer Sicht besteht das grosse Risiko, dass diese Erwartung zu optimistisch ist. Denn wenn dem nicht der Fall ist, dürften die Inflationsrisikoprämien wieder steigen und dadurch die Bewertungen von anderen Anlageklassen unter Druck setzen. Die nominalen Zinsniveaus sind in den letzten Monaten zwar gestiegen. Sie könnten sich aber noch als zu niedrig erweisen. Denn die Realzinsen in kurzen Laufzeiten sind weiterhin tief im negativen Bereich. Hohe Inflationsraten und das Bekenntnis der

Zentralbanken, für Preisstabilität zu sorgen, selbst auf Kosten der Wirtschaft, lasteten in den letzten Wochen auf allen Anleihe-segmenten und könnten zu weiter steigenden und längere Zeit erhöhten Nominal- und Realrenditenniveaus führen. Höhere Obligationenrenditen und eine höhere Volatilität von Renditen und Inflation belasten jedoch auch die Aktienmärkte, insbesondere die zinsensensitiven Sektoren. Das war bereits in den

vergangenen Monaten der Fall, es könnte jedoch zu einem längerfristigen Begleiter an den Finanzmärkten werden.

Aus Schweizer Perspektive sind zudem die Auswirkungen der unterschiedlichen Inflationsperspektiven auf die Wechselkurse bedeutsam. Sollte die Inflation im Schweizer Franken dauerhaft tiefer sein als im Euro und US-Dollar, wird dies den Franken auf einem Aufwertungstrend halten. Das spricht mittelfristig für eine stärkere Gewichtung der heimischen Währung in gemischten Portfolios.

Aus den oben genannten Gründen raten wir zu einer defensiveren Ausrichtung von gemischten Portfolios. Anleihen und Aktien erscheinen noch nicht fair bewertet, und für die Absicherung der Inflationsrisiken setzen wir weiterhin auf Edelmetalle und Rohstoffe. ■

«Erhöhte Unsicherheit bezüglich der Inflation kann zu erhöhter Volatilität bei Risikoprämien und Vermögenspreisen führen.»

# Festverzinsliche Anlagen



**Björn Eberhardt**  
Leiter Investment Office

Die Straffung der Geldpolitik und die schwächeren Konjunkturperspektiven halten die Anleihemärkte unter Druck. Wir raten dazu, Obligationen tiefer zu gewichten. Schwellenländeranleihen bieten sich zur Diversifikation an.

Die Volatilität an den Kapitalmärkten blieb in den vergangenen Monaten sehr hoch. Noch im Juni hatten Sorgen vor einer sehr aggressiven Politik der Notenbanken die Renditen auf langjährige Höchststände getrieben. In der Schweiz beispielsweise durchlief die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen im Juni den Weg von 0.7% auf 1.6%. Pünktlich zum Sommerbeginn setzten die Renditen dann jedoch zu einer ausgeprägten Talfahrt an, da sich die grössten Sorgen der Marktteilnehmer nach der Phase der Übertreibung wieder legten.

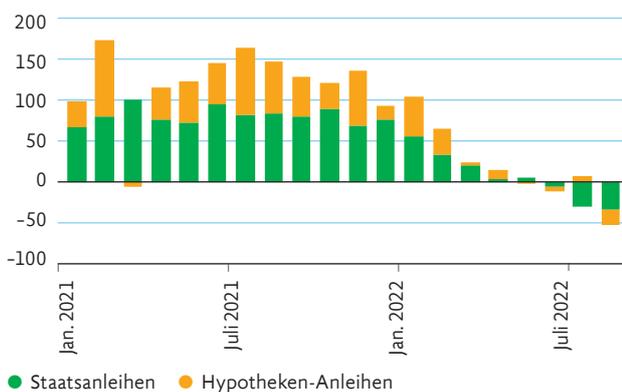
## Straffung der Geldpolitik belastet Bondmärkte

Mittlerweile tendieren sowohl die nominalen als auch die inflationsbereinigten Anleiherenditen wieder langsam nach oben. So zeigt sich gerade die US-Wirtschaft trotz der hohen Inflation und der bereits gestiegenen Zinsen sehr robust. Die gute Lage am US-Arbeitsmarkt signalisiert ferner, dass das Lohnwachstum vorerst noch erhöht bleiben könnte. Daher dürfte die US-Notenbank die Geldpolitik in den kommenden Monaten weiter straffen und die Leitzinsen für längere Zeit auf höheren Niveaus halten. Das dürfte auch in längeren Laufzeiten für Aufwärtsdruck auf den Renditen sorgen.

Hinzu kommt, dass die US-Notenbank neben den Zinserhöhungen auch eine quantitative Straffung (quantitative tightening bzw. QT) der Geldpolitik vornimmt. Denn bereits seit geraumer Zeit reinvestiert sie fällig werdende Wertpapiere aus ihren Beständen nicht mehr – sie lässt die Bilanzsumme somit zurückgehen (siehe Abbildung links). Dadurch wird der Wirtschaft

### Veränderung der Wertpapierbestände der US-Fed

Monatsveränderung in USD Mrd.



### Ausgewählte Anleihemärkte seit Jahresbeginn 2022

in CHF, 1. Januar 2022 = 100



neben den steigenden Zinsen zusätzlich Liquidität entzogen. Diese Auswirkungen sind schwieriger zu quantifizieren, insbesondere da gleichzeitig Zinserhöhungen stattfinden. Aber das QT hat zweifelsohne ebenfalls einen bedeutenden Einfluss auf die finanziellen Rahmenbedingungen, da es u.a. das Wachstum der Geldmenge verringert.

Es stellt sich somit die Frage, in welche Richtung sich die Anleiherenditen in diesem Umfeld weiter entwickeln werden. Die Finanzmärkte implizieren für die USA derzeit, dass sich die Inflation im Schnitt der nächsten zehn Jahre um 2.5% bewegen wird. Bei einer aktuellen nominalen Rendite von 3.3% auf 10 Jahre resultiert eine inflationsbereinigte Rendite von 0.8%. Allerdings besteht derzeit eine grosse Unsicherheit darüber, ob sich die Inflation tatsächlich auf einem Niveau von 2.5% einpendeln wird. Sollten die Finanzmärkte die Überzeugung gewinnen, dass es ein höheres Niveau wird, könnte erneuter Aufwärtsdruck auf die Renditen entstehen. Da wir eine schnelle Rückkehr der Inflation auf ca. 2.5% derzeit für eine eher optimistische Annahme halten, raten wir weiterhin zu einer Untergewichtung von Anleihen insgesamt.

An den Kreditmärkten zeigte sich in den Sommermonaten ebenfalls eine ausgeprägte Rally, die die Risikoprämien von Unternehmensanleihen im Investment Grade (IG) und Hochzins-Bereich deutlich hatte sinken lassen. Allerdings hat auch hier der Ausblick auf eine möglicherweise doch restriktivere Geldpolitik dazu geführt, dass sich die Risikoprämien seit Mitte August wieder ausgeweitet haben. Diese Bewegung war bei EUR IG-Anleihen ausgeprägter als im USD, denn hier kommt hinzu, dass sich der Konjunkturausblick Europas stärker verschlechtert hat aufgrund der stark gestiegenen Gas- und Strompreise. Die Kreditmärkte signalisieren somit zunehmende Sorgen über den Konjunkturausblick. Allerdings erscheint das aktuelle Niveau der Risikoprämien angesichts der Risiken immer noch recht niedrig und bietet eine nur unzureichende Kompensation. Aus diesem Grund erachten wir Unternehmensanleihen als weniger attraktiv als Staatsanleihen, da zum Risiko eines Zinsanstiegs noch das der Ausweitung der Risikoprämien tritt.

Anleihen von Schwellenländern in Lokal- und Hartwährung wiesen im laufenden Quartal eine leicht bessere Performance als Staats- und Unternehmensanleihen der Industrieländer auf. Das galt insbesondere für Hartwährungsanleihen, die allerdings in den beiden vorangegangenen Quartalen schlechter abschnitten. Chinesische Staatsanleihen profitierten von der geldpolitischen Lockerung im Land, dem jedoch eine Abschwächung des chinesischen Yuan gegenüberstand. Seit Jahresbeginn ist es jedoch einer der wenigen globalen Bondmärkte, die in Schweizer Franken gerechnet eine positive Performance aufweisen. ■

## Staatsanleihen im Portfolio untergewichten

## Unternehmensanleihen erscheinen noch teuer

---

### IN KÜRZE

**Anleihen aufgrund des Risikos steigender Renditen insgesamt untergewichten**

**Staatsanleihen der Hauptwährungen gegenüber Unternehmensanleihen etwas übergewichten**

**Schwellenländeranleihen in Lokalwährung durch Fokus auf CNY-Anleihen übergewichten**

# Aktienmärkte

Die Volatilität an den Aktienmärkten bleibt hoch. Die Angst vor steigenden Leitzinsen, einer hartnäckigen Inflation und einer Abkühlung der Konjunktur geben an den Märkten den Takt an.

Im Sommer hatte sich an den Aktienmärkten zwischenzeitlich die Annahme durchgesetzt, dass die Inflation im kommenden Frühjahr eingedämmt sein würde und die US-Notenbank bereits wieder Leitzinssenkungen einleiten könnte. Diese Erwartung wich Mitte August der Ernüchterung darüber, dass die Inflation wohl hartnäckiger sein wird. Dementsprechend gehen die Anleger auch nicht mehr davon aus, dass die Leitzinsen bald wieder sinken werden. Der globale Aktienindex MSCI World korrigierte daher seit Mitte August um 10% und liegt damit seit Anfang des Jahres 20% tiefer.

## Teuerung hemmt Gewinnentwicklung

Auf der positiven Seite ist die Berichtssaison zum 2. Quartal aber besser ausgefallen als von uns erwartet. Das Gewinnwachstum lag im US-Aktienmarkt bei 7%. Wenig überraschend leistete der Energiesektor sowohl in Europa als auch in der USA den stärksten Beitrag zum Gewinnwachstum. Auch der Industriesektor überzeugte in beiden Regionen mit einer positiven Gewinnentwicklung. Am anderen Ende des Spektrums lagen die Finanz- und Kommunikationswerte sowie der zyklische Konsum.

Wir gehen davon aus, dass die höheren Kosten im 2. Halbjahr 2022 verstärkt auf die Gewinne durchschlagen werden. Vor allem Unternehmen mit energieintensiver Produktion werden zunehmend unter Druck kommen. Europa wird am stärksten von den hohen Energie- und Strompreisen betroffen sein. Die Wirtschaft wird an Schwung verlieren. In einem Umfeld erhöhter Inflation und abnehmender Konjunkturdynamik lohnt sich historisch gesehen ein Investment in Qualitäts- und Value-Werte. Mehr denn je ist es daher wichtig, sich auf Unternehmen mit soliden Bilanzen zu fokussieren.

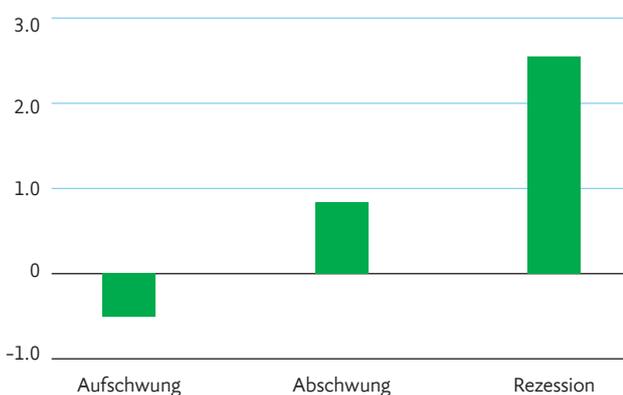
## Defensive Sektoren bevorzugt

Die hohe Inflation, steigende Leitzinsen und eine abnehmende Konjunkturdynamik werden auch in den kommenden Monaten die prägenden Themen an den Aktienmärkten sein. Der Sektorselektion kommt besondere Bedeutung zu, da die Performance der einzelnen Sektoren sehr unterschiedlich ausfällt: Der globale Energiesektor überzeugte im Jahresverlauf mit einem Plus von 34%, während der Sektor für Medien und Unterhaltung um 35% nachgab. Wir bevorzugen defensive Sektoren wie das Gesundheitswesen und den nicht-zyklischen Konsum. Angesichts der hohen Energiepreise bleibt auch der Energiesektor einer unserer Favoriten. Bei den Sektoren Kommunikation, Versorger und zyklischer Konsum ist Vorsicht angebracht.

Der Energiesektor wird weiterhin von erhöhten Energiepreisen profitieren, selbst wenn die Nachfrage nach Öl und Gas konjunkturbedingt abnehmen sollte. Allfällige Abschreibungen in Russland scheinen bereits in den

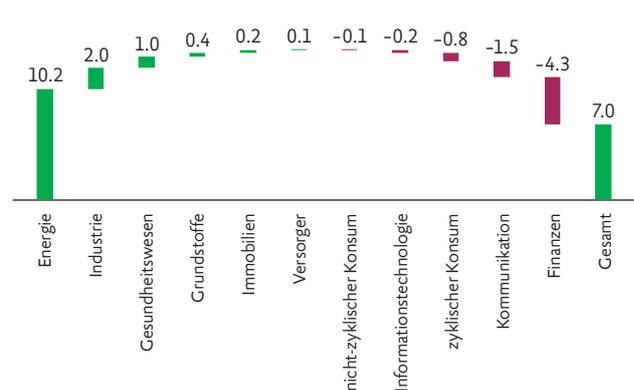
## Renditevergleich US-Value zu US-Wachstumsaktien

in %, während Phasen von Inflation über 3% seit 1992



## Gewinnwachstum pro Sektor im Q2 2022

in %, Sektoren des S&P 500



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

Kursen reflektiert zu sein. Zusätzliche Sanktionen gegen Russland und anhaltende politische Diskussionen werden bei Energie- und Rohstoffpreisen zu Volatilität auf erhöhten Niveaus sorgen. Mögliche Übergewinnsteuern würden den Sektor belasten.

Am Gesundheitssektor schätzen wir die defensiven Eigenschaften sowie das geringe Russland-Exposure (Umsatz, Produktion). Mittel- bis langfristig bleiben die hohe Innovationskraft und die demografischen Trends die wichtigsten Treiber. Innerhalb des Sektors favorisieren wir 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.

Unternehmen aus dem Sektor des nicht-zyklischen Konsums bieten einen stabilen Anker in einem diversifizierten Portfolio. 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. Unternehmen mit hoher Preissetzungsmacht dürfte dies leichter fallen. Insbesondere Unternehmen im Luxusgüterbereich können von einer geringen Preissensitivität der Konsumenten profitieren. 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.



**Reto Lötscher**  
Leiter Finanzanalyse

### Herausforderndes Umfeld für Versorger

Bei Versorgern könnte man grundsätzlich vermuten, dass ein hoher Strompreis positiv ist. Allerdings gab es bereits politisch motivierte staatliche Eingriffe, vor allem in Europa, mit dem Ziel, Gewinne abzuschöpfen. Zum Teil scheuen sich Staaten auch nicht davor, massive Verluste in börsennotierten Unternehmen auflaufen zu lassen, die z.T. existenzbedrohend sind. Darüber hinaus resultieren finanzielle Risiken bei der Weitergabe von Preissteigerungen an Kunden, da Zahlungsausfälle drohen. Auch Erzeuger erneuerbarer Energie bleiben von den Risiken nicht verschont und haben mit steigenden Materialkosten zu kämpfen. Für alle Versorger gilt darüber hinaus, dass höhere Zinsen problematisch sind. Der in der Regel hohe Verschuldungsgrad sorgt für Druck auf das Nettoergebnis, selbst bei regulierten Unternehmen, sofern sie über eine höhere Inflation die Kosten nicht direkt an den Kunden weitergeben können. So oder so wird jedoch die Dividende weniger attraktiv - und das war immer ein wesentliches Argument für den Sektor. ■

## IN KÜRZE

**Energiekosten werden Margen belasten**

**Gewinnrevisionen stehen an**

**Abnehmendes Wirtschaftswachstum und hohe Inflation sprechen für defensive Titel und gegen Wachstumswerte**

**Bevorzugte Sektoren: Energie, Gesundheitswesen sowie nicht-zyklischer Konsum**

# Rohstoffe

**Der russische Lieferstopp treibt die Gaspreise. Das Gold leidet unter dem starken US-Dollar und höheren Realzinsen. Konjunktursorgen belasten zudem die Preise von Öl und Industriemetallen.**

Konjunktursorgen und der kräftige Anstieg des US-Dollars halten seit einigen Monaten die Preise vieler Rohstoffe unter Druck. In letzter Zeit stand jedoch ganz besonders Erdgas im Fokus. Die Lieferstopps aus Russland einerseits und die Fortschritte bei der Befüllung der Gastanks andererseits haben zu hoher Volatilität geführt und die Preise an den europäischen Futures-Börsen zwischenzeitlich bis auf fast EUR 340 pro Kilowattstunde hochgetrieben, was einem Anstieg von fast 400% seit Jahresbeginn entspricht. Der Goldpreis litt unter dem starken Anstieg des US-Dollars und der Realzinsen. Das gelbe Metall konnte zwar seine Eigenschaften als Schutz gegen Krisen bei Ausbruch des Krieges zeigen, hat nun seit den diesjährigen Höchstständen aber wieder um 16% nachgegeben.

## Gaspreise erzielen Rekordstände

Mit der Begründung, dass einige Turbinen der Nord Stream 1 Pipeline einer Revision unterzogen werden müssten, wurden von russischer Seite für geraume Zeit nur 20% der vereinbarten Volumen an Erdgas geliefert. Mitte Juli wurden die Gaslieferungen aufgrund einer

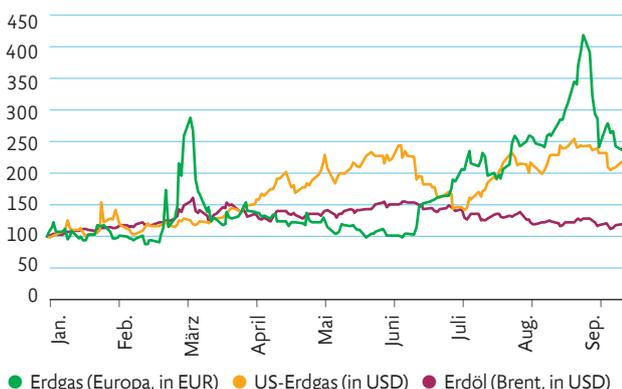
jährlichen Revision der Pipeline für zehn Tage sogar vollständig gestoppt. Nach einer weiteren Revision Ende August konnte der Betreiber Gazprom diese Turbine nach eigener Aussage aufgrund eines Öllecks jedoch nicht wieder in Betrieb nehmen, und auch die übrigen Aggregate scheinen nicht verfügbar. Seit Kriegsausbruch sucht Europa fieberhaft nach Alternativen und kann zusätzliches Flüssiggas (LNG) aus den USA und erhöhte Mengen an Gas aus Norwegen und den Niederlanden beziehen. Mittels diverser Massnahmen wird nun versucht, eine Gasmangellage und somit auch Stromknappheit im Winter zu verhindern. Im Speziellen ist Deutschland daran, die Gasspeicher mit Hochdruck zu füllen. Denn die hohen Gas- und folglich auch Strompreise belasten die Industrie, und eine allfällige Kontingentierung hätte drastische wirtschaftliche Konsequenzen.

## Ölpreis zwischen Konjunkturabschwächung und Förderreduktionen

Die Rohöl-Preise haben sich im 3. Quartal deutlich abgeschwächt, nachdem sie seit Ausbruch des Krieges mehrheitlich über USD 100 Barrel für die Nordseesorte Brent lagen. Der Grund für den kürzlich erfolgten Abwärtstrend liegt in einer deutlichen Eintrübung der globalen Wachstumsperspektiven und schwächeren Wirtschaftsdaten aus China. Noch Mitte Juli war US-Präsident Joe Biden nach Saudi-Arabien gereist, um die OPEC zu einer zusätzlichen Erhöhung der Fördermengen zu bewegen und dadurch tiefere Ölpreise zu erwirken, da die USA ganz besonders unter der Energieinflation leidet.

## Preise von Erdöl und Erdgas im Jahr 2022

indiziert, Januar 2022 = 100



## Preise ausgewählter Metalle im Jahr 2022

in USD, indiziert, Januar 2022 = 100



Denn viele Produktionsländer können aufgrund von jahrelangen Unterinvestitionen und politischen Wirren die geplanten Fördermengen kaum erreichen.

Wegen der in den letzten Monaten stark rückläufigen Preise für Rohöl und zur Stabilisierung des Marktes hat die OPEC+-Vereinigung hingegen zum ersten Mal seit langer Zeit wieder beschlossen, die Förderquoten für Oktober leicht zu reduzieren, nachdem bisher monatlich eine Ausweitung der täglichen Fördermengen festgesetzt wurde. Die Volatilität bei den Öl- und Gaspreisen dürfte aufgrund der geopolitischen Ereignisse vorderhand anhalten, auch wenn die globale Konjunkturverlangsamung einen eher bremsenden Effekt auf das «schwarze Gold» ausübt.

### Gold durch Dollar und Realrenditen unter Druck

Nachdem der Preis für eine Unze Gold bei Kriegsbeginn bis auf über USD 2'000 angestiegen war, hat er sich seither bis Anfang September um über 15% auf ca. USD 1'700 pro Unze abgeschwächt. Grund dafür war u.a. der konstante Anstieg des US-Dollars, was üblicherweise zu sinkenden Preisen des in USD gehandelten Metalls führt. Auch die 10-jährigen US-Realrenditen sind substantiell angestiegen und haben Anfang September mit 0.82% beinahe wieder den Höchststand von Mitte Juni erreicht. Da Gold keine Rendite abwirft, wird es bei höheren Realzinsen unattraktiver. Wir gehen davon aus, dass diese Faktoren aufgrund der weiter bevorstehenden Leitzinserhöhungen vorerst auf dem Gold lasten werden. Im Portfoliokontext spielt es davon unabhängig jedoch eine wichtige Rolle zur Diversifikation und zum Schutz vor unerwarteten Finanzmarktverwerfungen.

### Wirtschaftsabschwung lastet auf Basismetallen

Die Preise der meisten Basismetalle sind in den letzten Wochen ebenfalls verstärkt unter Druck gekommen. Gründe dafür waren einerseits die mit den globalen Leitzinserhöhungen und der Inflation einhergehenden Ängste einer Konjunkturabkühlung. Andererseits haben auch der Immobiliensektor in China, einer der grossen Nachfrager von Nickel und Aluminium, und die sehr restriktive Covid-Politik der Regierung die Nachfrage geschwächt. Zudem übte auch der starke US-Dollar Abwärtsdruck auf die Industriemetalle aus. Seit März



**Andreas Müller**  
Analyst Rohstoffe

hat sich der Preis von Nickel um fast 40% verbilligt, während bei Aluminium eine Preisreduktion von ca. 35% zu verzeichnen war. Auch «Dr. Copper», wie Kupfer aufgrund seiner Konjunktursensitivität manchmal genannt wird, musste Federn lassen und sank von ca. USD 10'500 auf ca. USD 7'700 pro Tonne.

Zukünftig dürfte sich der Nickelmarkt weiterhin in einem grossen Überschuss befinden, da einerseits aus der chinesischen Stahlindustrie wegen der hohen Energiepreise weniger nachgefragt wird und andererseits Indonesien, der bei weitem grösste Nickelproduzent, seine Produktionskapazitäten massiv ausbauen möchte. Das wird die Preise weiter belasten. Die Kupferpreise dürften kurzfristig durch die Konjunktur weiter unter Druck sein. Der grosse Bedarf an Solar- und Windanlagen und die Elektromobilität werden die Nachfrage jedoch befeuern, was sich längerfristig positiv auf den Kurs auswirken dürfte. ■

---

## IN KÜRZE

**Europäische Gaspreise bleiben vom Risiko einer Gasmangellage beeinflusst**

**Rohölpreis dürfte volatil bleiben zwischen Konjunktursorgen und Produktionskürzungen**

**Goldpreis mit kurzfristig verhaltenen Perspektiven angesichts von USD-Stärke und dem Risiko weiter steigender Realzinsen**

**Wirtschaftsabschwung belastet Basismetalle**

# Immobilien

Dank der robusten Nachfrage nach Schweizer Wohneigentum steigen die Preise weiter an. Auch auf dem Mietwohnungsmarkt ist die Nachfrage gross. Schweizer Immobilienfonds weisen eine interessante Ausschüttungsrendite auf. Wir erachten die Chancen und Risiken bei globalen Immobilienaktien in etwa als ausgewogen.

Die Volatilität der Finanzmärkte während der Sommermonate spiegelte sich in der Entwicklung von Immobilienanlagen im Verlauf des 3. Quartals wider. So haben sich sowohl Schweizer Immobilienfonds als auch globale Immobilienaktien im Juli positiv entwickelt, jedoch in den letzten Wochen einen Teil der Kursgewinne wieder abgegeben. Die Erwartungen für die Konjunktur und die Zinsentwicklung sind dabei die entscheidenden Treiber.

## Weiterer Preisanstieg bei Schweizer Wohneigentum

Bei Schweizer Eigenheimen hat sich der Preiszuwachs im 2. Quartal 2022 fortgesetzt. Die schlechteren Finanzierungsbedingungen mochten die robuste Nachfrage bislang kaum bremsen. So weisen die Daten des privaten

Immobilien dienstleisters IAZI für das 2. Quartal 2022 bei Einfamilienhäusern ein Preiswachstum von 0.6% im Quartalsvergleich sowie von 5.8% gegenüber dem Vorjahr aus. Auch bei Eigentumswohnungen zeigt sich ein ähnlich dynamisches Bild. Diese verteuerten sich im Quartalsvergleich um 0.8 % und auf Jahresbasis um 4.6%.

## Zinsanstieg vermochte robuste Eigenheimnachfrage nicht zu bremsen

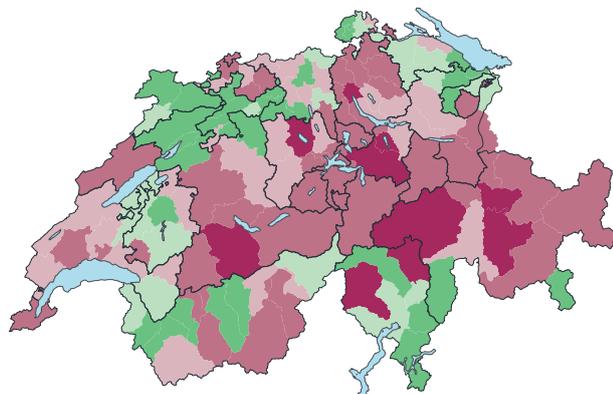
Der überdurchschnittliche Preiszuwachs im abgelaufenen Quartal mag auf den ersten Blick vielleicht etwas überraschen. Hätte man doch erwarten können, dass die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen u.a. aufgrund des Zinsanstiegs die Nachfrage reduzieren würde und die Preise dadurch belasten könnte. Dass dem nicht so war, hat verschiedene Gründe: Zum einen hat sich gezeigt, dass die Nachfrage nach Eigenheimen derzeit so robust ist, dass sie durch die höheren Finanzierungskosten bisher nur wenig eingebremst wurde. Zum anderen verlagerte sich die Nachfrage bei der Wahl der Finanzierung von Festhypotheken auf die günstigeren variablen Hypotheken und federte damit den Kostenanstieg bei der Finanzierung etwas ab.

## Solide Nachfrage im Mietwohnungsmarkt

Die Nachfrage ist aber nicht nur auf dem Eigenheimmarkt weiterhin solide, sondern auch auf dem Mietwohnungsmarkt. Dies hat verschiedene Gründe. Ein wichtiger Aspekt ist die solide Schweizer Wirtschaft und die damit verbundene Attraktivität des Arbeitsmarktes. So

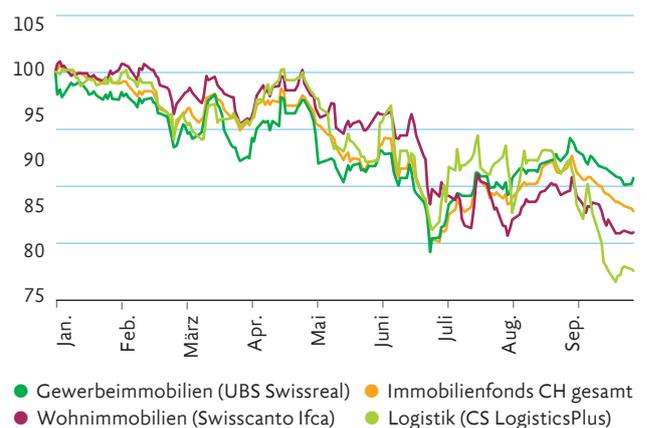
## Leerwohnungsziffer in den Schweizer Bezirken 2022

Anteil leer stehender Wohnungen am Gesamtwohnungsbestand, in %



## Entwicklung von Schweizer Immobilienfonds 2022

Gesamtrendite, indiziert, Jan. 2022 = 100



verhalf die robuste Wirtschaftsentwicklung zu vermehrten Haushaltsgründungen. Zum anderen wirkte der attraktive Arbeitsmarkt als Sog für die Nettozuwanderung. Letztere übertraf im 1. Halbjahr 2022 - gemessen am Wanderungssaldo der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung - mit 38'000 Personen den Vorjahreswert um 12'000. Darin sind die 55'000 ukrainischen Kriegsflüchtlinge noch nicht enthalten. Je länger deren Aufenthalt dauert, desto wahrscheinlicher wird es, dass sie auf dem Mietwohnungsmarkt zusätzliche Nachfrage generieren.

### Leerstand bei Mietwohnungen nimmt ab

Die robuste Nachfrage nach Mietwohnungen übertrifft das Angebot, das aktuell auf den Markt kommt, so dass der Leerstand abnimmt. Die vom Bundesamt für Statistik erhobene Leerwohnungsziffer, die binnen Jahresfrist um 0.2 Prozentpunkte auf 1.3% abnahm, widerspiegelt diesen Sachverhalt. Per 1. Juni 2022 wurden in der Schweiz 61'500 leere Wohnungen gezählt. Das sind 9'900 Wohnungen weniger als im Vorjahr. Ein solch deutlicher Rückgang wurde zuletzt vor 20 Jahren beobachtet. Derzeit sieht alles danach aus, dass der Nachfrageüberhang auf dem Mietwohnungsmarkt in den kommenden Quartalen anhalten wird. Ein Rückgang des Leerstands auf dem Mietwohnungsmarkt sollte sich positiv auf die Entwicklung der Angebotsmieten auswirken.

### Schweizer Immobilienfonds - interessante Ausschüttungsrenditen

Das Gros der Schweizer Immobilienfonds hat bislang im 3. Quartal 2022 einen leichten Kurszuwachs erzielt. Die Bewertungen der Immobilienfonds, gemessen an den Agios, die das Verhältnis von Kurs zum Nettoinventarwert abbilden, haben sich nur geringfügig verändert. Einige Geschäftsimmobiliensfonds werden mit Disagio gehandelt. Dies führt uns zur Einschätzung, dass die aktuellen Kurse bereits einiges an negativen Entwicklungen eskomptieren. Hinzu kommt, dass wir die Ausschüttungsrendite bei gemischten Fonds mit rund 2.5% als interessant erachten. Wir bevorzugen derzeit Fonds mit gemischten Liegenschaften, also Wohn- und Gewerbeimmobilien.



**Tom Eyer**  
Analyst Immobilienanlagen

### Globale REITs mit positiven Diversifikationseigenschaften

Internationale Immobilienaktien (REITs) haben im 3. Quartal 2022 eine geringfügig positive Kursentwicklung vollzogen. Einer guten Performance des US-Marktes stand eine Schwäche in Europa entgegen. 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 in zahlreichen Ländern mit einem Abschlag zum Nettoinventarwert gehandelt. Somit dürften in den Kursen bereits zahlreiche Risikofaktoren eskomptiert sein. Im Portfoliokontext bringen Immobilienaktien positive Diversifikationseigenschaften mit sich. Wir präferieren eine Position in globalen, breit diversifizierten REITs. ■

---

## IN KÜRZE

**Schweizer Immobilienfonds eskomptieren negativen Ausblick zu grossem Teil in den aktuellen Kursen**

**Immobilienfonds mit interessanter Ausschüttungsrendite**

**Gemischte Schweizer Immobilienfonds bevorzugen**

**Internationale Immobilienanlagen erscheinen fair bewertet und bieten interessante Diversifikationseigenschaften im Portfoliokontext**

# MARKTÜBERBLICK

Die Aktienmärkte zeigten im 3. Quartal eine uneinheitliche Entwicklung. Insbesondere die erste Quartalshälfte war von einer beeindruckenden Erholungsrally geprägt. Treiber war die Hoffnung, dass der US-Wirtschaft eine «sanfte Landung» gelingen könnte, d.h. eine Normalisierung der Inflation ohne Wachstumseinbruch. In der zweiten Quartalshälfte nahm der Abwärtsdruck wieder

zu nach Signalen der Notenbanken, dass die Zinsen länger hoch bleiben und höher steigen könnten als zuvor erwartet. Die Obligationenmärkte verzeichneten daher Abgaben. Der Franken gewann gegenüber den meisten Währungen an Wert, nur der US-Dollar war noch stärker. Die Rohstoffmärkte unterlagen enormen Schwankungen, erlitten im Schnitt jedoch Kursverluste.

## Performance ausgewählter Finanzmarktindizes

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

	Performance-Rückblick							Unsere Erwartung in 6-9 Monaten
	16.09.22	2022	2021	2020	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	
<b>Geldmarkt</b>								
Geldmarkt CHF 3 Mt.	114.4	-0.3	-0.5	-0.5	-0.4	-2.3	-3.5	→
<b>Staatsanleihen</b>								
Schweiz (CHF)	168.9	-12.2	-4.2	2.1	-12.5	-9.1	-1.0	→
Eurozone (EUR)	215.4	-14.6	-3.8	4.2	-15.5	-8.6	7.7	→
Grossbritannien (GBP)	234.0	-22.3	-5.3	8.9	-22.9	-11.8	9.1	→
USA (USD)	2'214.0	-11.4	-2.3	8.0	-12.3	0.2	8.2	→
USA inflationsgeschützt (USD)	336.7	-9.8	6.0	11.0	-8.6	14.1	14.4	→
China (CNY)	215.9	3.7	5.5	3.2	5.2	28.7	56.4	→
<b>Unternehmensanleihen</b>								
Denominiert in CHF	170.1	-8.5	-0.5	0.5	-9.0	-6.3	2.9	→
Global (USD)	245.3	-17.8	-2.9	10.4	-19.4	-4.3	10.2	→
<b>EM-Anleihen</b>								
Hartwährung (USD)	370.9	-18.8	-2.6	7.1	-20.9	-7.3	14.5	→
Lokalwährung (USD)	132.8	-11.2	-1.6	5.3	-12.0	-1.9	2.9	→
<b>Aktienindizes</b>								
Schweiz SMI	10'610.7	-15.4	23.7	4.4	-9.3	37.6	121.8	→
Schweiz SPI	13'583.1	-17.4	23.4	3.8	-12.8	31.8	123.0	→
USA (USD)	3'873.3	-17.8	28.7	18.4	-12.1	69.3	221.2	↘
UK (GBP)	7'236.7	1.0	18.4	-11.6	6.8	21.6	78.9	→
Eurozone (EUR)	386.0	-17.1	23.4	0.8	-14.6	16.9	104.5	↘
Japan (JPY)	1'938.6	-1.3	12.7	7.4	-5.0	32.8	218.8	→
China, Schanghai (CNY)	3'932.7	-18.8	-3.5	29.9	-16.5	13.9	110.3	→
Welt (USD)	2'569.3	-19.2	22.3	16.5	-16.0	44.4	142.0	→
Schwellenländer (USD)	944.1	-21.3	-2.2	18.7	-23.6	-1.7	22.6	↘
<b>Immobilien</b>								
Schweizer Immobilienfonds	170.7	-19.4	7.3	10.8	-18.5	11.1	47.8	→
REITs Global (USD)	134.2	-21.8	27.1	-8.3	-17.2	8.8	54.1	→
<b>Rohstoffe</b>								
Breiter Rohstoffindex (USD)	1'854.2	12.7	34.9	2.3	18.3	63.2	4.3	→
Gold (USD)	1'675.2	-8.1	-4.0	24.8	-4.7	26.7	-5.6	↗
Öl (Brent) (USD)	91.1	16.2	51.1	-21.8	20.2	63.2	-22.7	→
Kupfer (USD)	7'869	-19.2	25.7	26.0	-15.8	21.8	-5.9	→
<b>Devisen</b>								
EUR/CHF	0.965	-6.9	-4.2	-0.5	-11.3	-16.0	-20.6	→
USD/CHF	0.965	5.7	3.1	-8.5	4.0	0.5	4.1	→
EUR/USD	1.003	-11.8	-7.1	9.0	-14.7	-16.2	-23.7	→
GBP/USD	1.143	-15.6	-0.9	3.2	-17.0	-15.9	-29.6	→
USD/JPY	142.940	24.1	11.5	-5.0	30.4	28.7	82.5	→
USD/CNY	6.992	10.1	-2.9	-6.0	8.3	6.7	10.7	→

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

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

# MAKROPROGNOSEN

Nachdem sich die globale Wirtschaft in der 1. Jahreshälfte robust entwickelt hat, deutet sich für das laufende 2. Halbjahr eine deutliche Verlangsamung an. Insbesondere die Wachstumsaussichten für den Euroraum haben sich eingetrübt. Gründe sind neben dem anhaltenden Ukraine-Krieg die gestiegene Inflation. Letztere dämpft die Kaufkraft von Konsumenten und

Unternehmen. Darüber hinaus haben die Zentralbanken das Tempo der Zinsanhebungen erhöht. Die globale Geldpolitik wird damit restriktiver, und das wird die Wirtschaft zusätzlich dämpfen. Die Gefahr, dass es dabei zu einer Schrumpfung bzw. Rezession kommt, ist dadurch merklich gestiegen.

## Konjunktur- und Zinsprognosen

	BIP (% ggü. Vorjahr)			Inflation (% ggü. Vorjahr)			Leitzins (%)		Rendite 10 J. (%)	
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	16.09.22	in 6-9 Mt.	16.09.22	in 6-9 Mt.
Schweiz	4.2	2.4	1.2	0.6	3.1	2.1	-0.25	1.50	1.08	1.30
Eurozone	5.2	3.2	1.1	2.6	7.8	4.2	0.75	2.00	1.74	1.90
Grossbritannien	7.4	3.6	0.7	2.6	9.2	6.1	1.75	3.00	3.17	3.30
USA	5.7	1.7	1.5	4.7	8.3	4.3	2.25-2.50	3.75-4.00	3.46	3.60
Japan	1.7	2.0	2.0	-0.2	2.1	0.8	-0.10	-0.10	0.26	0.25
China	8.1	3.2	5.1	1.0	2.3	2.4	-	-	-	-
Brasilien	4.9	2.0	0.4	8.3	9.8	6.8	-	-	-	-
Russland	4.8	-5.8	-4.7	6.7	14.7	7.0	-	-	-	-
Indien	8.3	6.8	5.5	5.1	7.1	5.4	-	-	-	-
Welt	6.2	2.7	2.5	-	-	-	-	-	-	-

## ÜBERBLICK WELTWIRTSCHAFT

### Wachstumsprognosen für das Gesamtjahr 2022

BIP-Wachstum 2022  $\geq$  4.0%

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

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

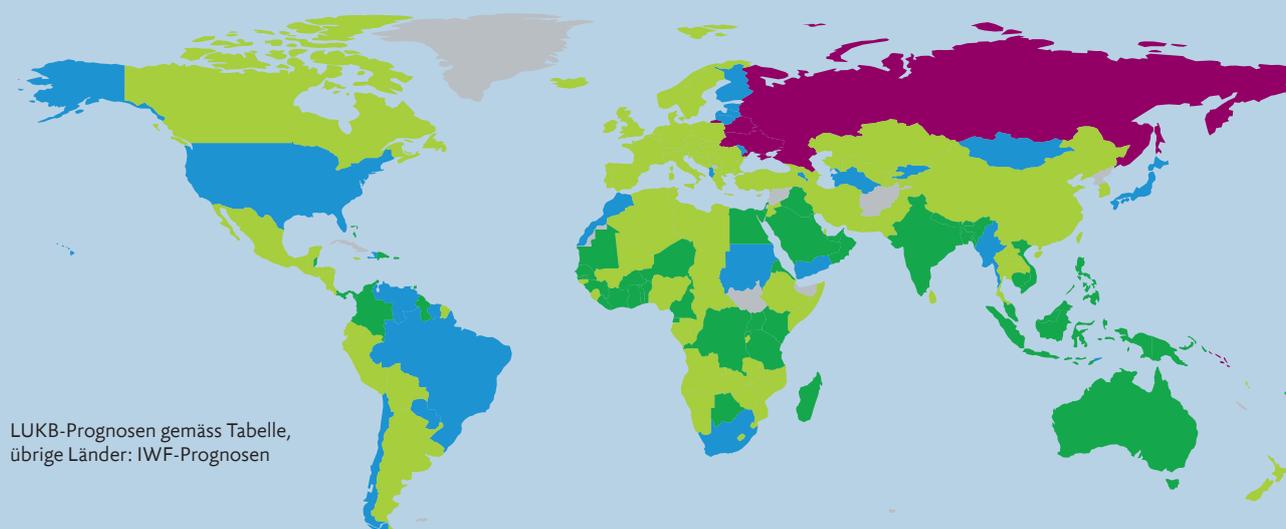
BIP-Wachstum 2022  $<$  0%

● Sehr hohes Wachstum

● Moderates Wachstum

● Schwaches Wachstum

● Rezession



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

**Luzerner Kantonalbank AG**

Pilatusstrasse 12

6003 Luzern

Telefon +41 (0) 844 822 811

info@lukb.ch

lukb.ch

**Disclaimer**

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

Signatory of:

