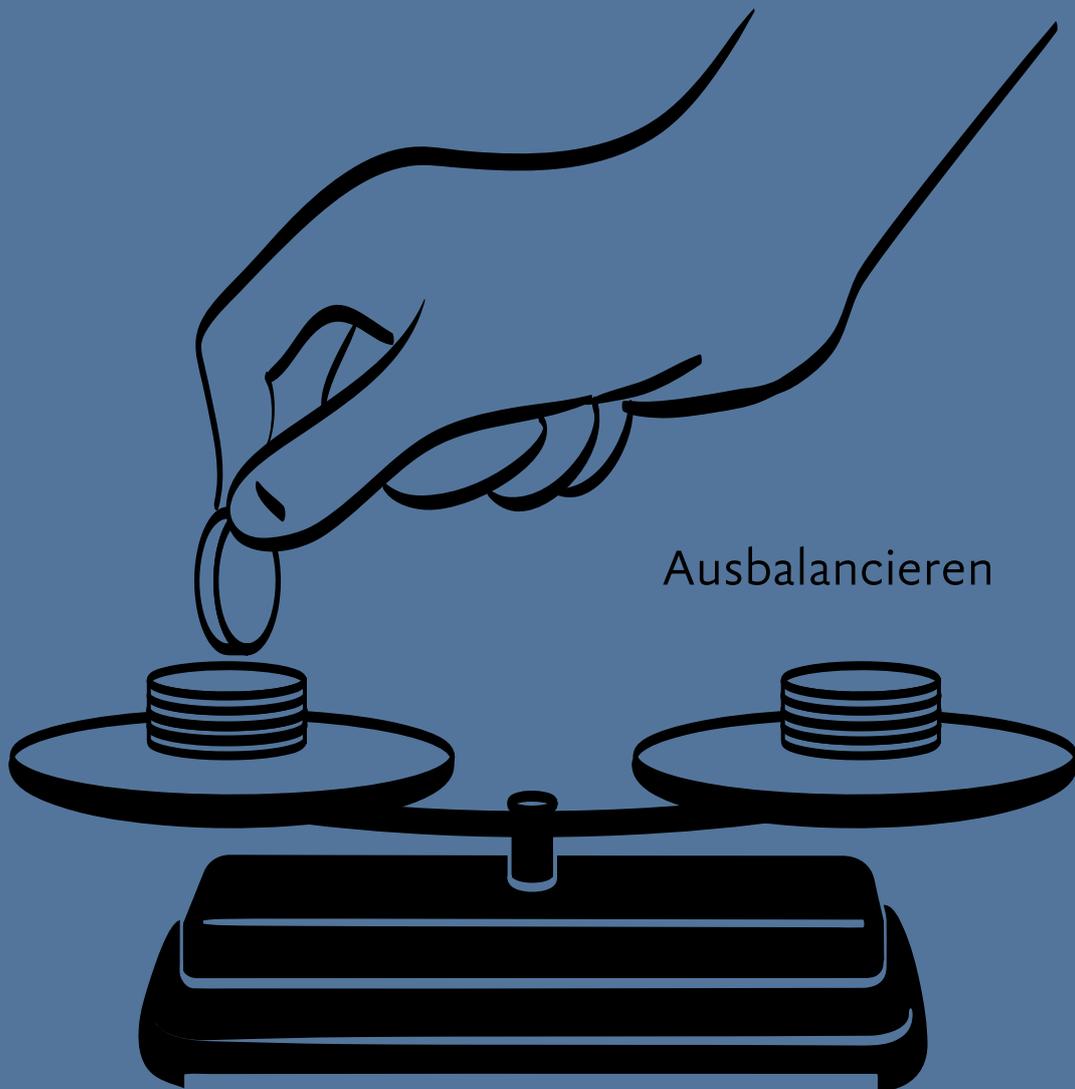


# Anlagepolitik



Ausbalancieren

 **Luzerner  
Kantonalbank**

Q1 | 2022

Unsere Markteinschätzung

Seite 7

Fokusthema

Lieferketten: Die aktuellen Engpässe  
dürften langsam wieder abebben

Seite 12

# Ausbalancieren

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

# EDITORIAL

Geschätzte Investorin, geschätzter Investor

Die Finanzmärkte durchliefen jüngst ein Wechselbad der Gefühle. War eben noch die Hauptsorge, dass die US-Notenbank ihre Geldpolitik dank der guten Konjunktur schneller straffen könnte, liessen kurz darauf Ängste vor der neuen Coronavirus-Variante die Märkte einbrechen.

## «Eine langsam weniger lockere globale Geldpolitik wird 2022 für ein anspruchsvolleres Umfeld für die Finanzmärkte sorgen.»

Die Risiken der Pandemie sind leider noch lange nicht überwunden, wie die aktuelle Lage in Europa zeigt. Für das kommende Jahr sind wir dennoch zuversichtlich, dass auch dank neuer Medikamente ein grosser Schritt in Richtung Eindämmung der Pandemie erzielt werden kann.

Aus diesem Grund sind wir vorsichtig optimistisch, was die globalen Konjunkturperspektiven anbelangt. So sollten die Lieferengpässe, die das Wachstum derzeit zurückhalten, langsam wieder abebben, wie wir in unserem Fokustext darlegen. Davon dürften die globalen Aktienmärkte weiter profitieren, wenngleich man keine hohen Renditen wie im Jahr 2021 erwarten sollte.

Für die kommenden Feiertage und den bald anstehenden Jahreswechsel wünsche ich Ihnen eine besinnliche Auszeit vom Alltag sowie alles Gute!

Ihr Björn Eberhardt  
Leiter Investment Office



**Björn Eberhardt**  
Leiter Investment Office

## INHALT

- 4 | Highlights
- 6 | Basisszenario
- 7 | Markteinschätzung
- 8 | Ausblick 2022
- 10 | Konjunktur und Geldpolitik
- 12 | Fokus: Die Lieferkettenprobleme dürften wieder abebben
- 16 | Festverzinsliche Anlagen
- 18 | Aktienmärkte
- 20 | Immobilien
- 22 | Marktüberblick
- 23 | Makroprognosen

# HIGHLIGHTS

## MAKRO- UND RISIKO-UMFELD

Das Bild unserer Indikatoren zeigt eine Fortsetzung der Trends der vergangenen Monate: Die Liquiditätsversorgung geht zurück, ebenso die Wachstumsraten. Der Inflationsdruck hat dagegen noch einmal zugenommen. Die Risikobereitschaft der Anleger ist dennoch hoch.

■ 4. Quartal 2021 ■ 1. Quartal 2022



### LIQUIDITÄT

Die Geldpolitik der Zentralbanken ist im Moment locker und stützt die Vermögenspreise. Tapering und langsames Geldmengenwachstum lassen den Indikator aber weiter sinken.



### RISIKO-UMFELD

Die Risikofreudigkeit hat mit dem Start des Fed-Taperings etwas abgenommen, aber mangels gewinnbringender risikoarmer Alternativen bleibt der Indikator auf erhöhtem Niveau.



### WACHSTUM

Obwohl die globale Wachstumsdynamik ihren Höhepunkt überschritten hat, bleibt der Ausblick für 2022 robust. Das dürfte Aktienmärkte und Rohstoffpreise weiter stützen.



### INFLATION

Der Inflationsindikator hat weiter zugenommen, u.a. aufgrund steigender Löhne sowie Energie- und Materialkosten. Portfolios sollten dagegen weiterhin abgesichert werden.

## UNSERE POSITIONIERUNG

Liquidität	Positionierung vorher	stärker übergewichtet
Festverzinsliche Anlagen	Positionierung vorher	stärker untergewichtet
Aktienmärkte	Positionierung vorher	stärker übergewichtet
Nicht-traditionelle Anlagen	Positionierung vorher	neutral

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



## FOKUSTHEMA

### Lieferketten: Engpässe ebben wieder ab

Die Erholung der Weltwirtschaft wird seit geraumer Zeit von Lieferkettenproblemen zurückgehalten. Ein Hauptgrund war der Nachfragesprung nach dem Ende der Lockdowns. Eine Normalisierung der Nachfrage und ein Anstieg der Produktion dürften die Lage im kommenden Jahr entspannen.

## AKTIEN

Die Bewertung vieler Aktienmärkte ist weiterhin hoch. Von der Kostenseite drohen Belastungen. Die Unternehmen zeigen sich jedoch zuversichtlich, ihre Margen verteidigen zu können. Der robuste Ausblick für die Konjunktur im nächsten Jahr stellt eine wichtige Unterstützung für die Aktienmärkte dar.

## ANLEIHEN

Der Ausblick für die Anleihenmärkte ist ungünstig. Die Renditen von Staatsanleihen sind trotz leichten Anstiegs auf unattraktiv niedrigen Niveaus. Zudem gehen wir von steigenden Renditen in den kommenden Monaten aus. Das Bild bei Unternehmensanleihen ist nicht besser. Hier droht das Risiko weiter steigender Risikoprämien. Eine Alternative bleiben für uns Schwellenländeranleihen.



## ROHSTOFFE

Die Rohstoffmärkte bieten weiterhin Chancen aufgrund des globalen Wachstums und des Wandels in Richtung eines klimaneutraleren Wirtschaftens. Das begünstigt den Ausblick für Industriemetalle und Energieträger.



## IMMOBILIEN

Trotz hoher Agios setzen wir auf Schweizer Immobilienfonds als Alternative für die sehr hoch bewerteten Anleihenmärkte. Im Bereich der internationalen Immobilienanlagen setzen wir einen Fokus auf Immobilienaktien der Eurozone, die von den tiefen Zinsen und dem guten Wachstumsausblick des Währungsblocks profitieren dürften.

# BASISSZENARIO

Die globale Konjunkturerholung sollte sich 2022 fortsetzen. Das Wachstumstempo dürfte jedoch an Schwung verlieren, weil u.a. fiskalpolitische Impulse auslaufen. Darüber hinaus dürften der private Konsum und die Investitionen langsamer wachsen, da mit steigender Inflation die Kaufkraft von Konsumenten und Unternehmen abnimmt. In den USA und im Euroraum wird die ultra-expansive Geldpolitik schrittweise reduziert.

## Erwartete Marktauswirkungen

In unserem Basisszenario bleiben Aktien die bevorzugte Anlageklasse. Rohstoffe sollten von der anhaltenden Reflationierung weiter profitieren. Bei Staatsanleihen erwarten wir in diesem Umfeld leicht steigende Renditen. Auch Unternehmensanleihen bieten aufgrund ihrer hohen Bewertung wenig Renditepotenzial.

## ALTERNATIVSZENARIEN

### 1. Globale Rezession

Ausgelöst z.B. durch Verschärfungen der Coronavirus-Pandemie und der Lieferengpässe, eine neue Schuldenkrise oder eine zu restriktive Fiskal- und Geldpolitik.

#### Erwartete Marktauswirkungen

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

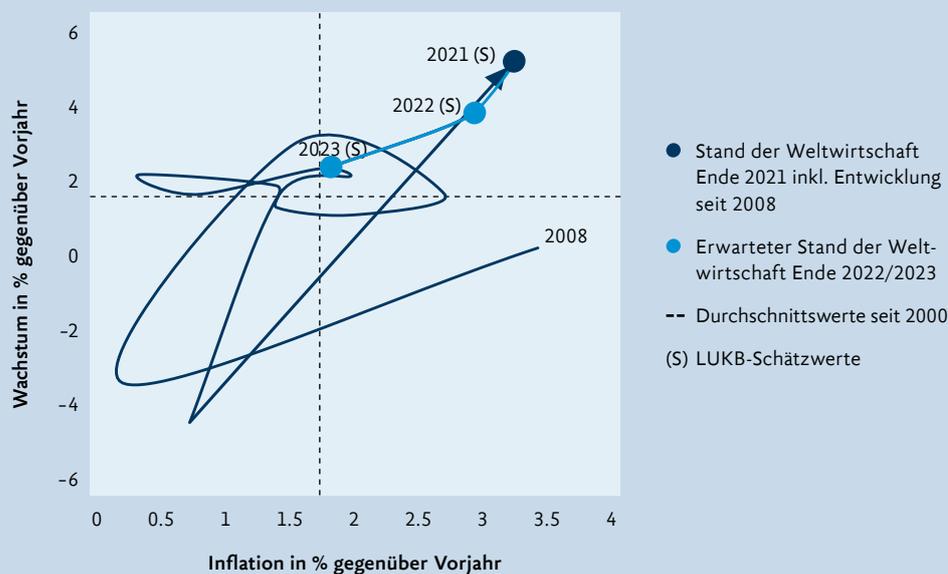
### 2. Globaler Boom

Ausgelöst z.B. durch ein weltweit rasches Zurückdrängen der Pandemie, rasch abebbende Lieferengpässe und eine länger anhaltende expansive Fiskal- und Geldpolitik.

#### Erwartete Marktauswirkungen

Positiv für Aktien, Risikoprämien von Unternehmen und Schwellenländern, Rohstoffe, inflationsgeschützte Anleihen; negativ für Staatsanleihen.

## Wirtschaftswachstum und Inflation in den Industrieländern seit 2008



# MARKTEINSCHÄTZUNG

Der mittelfristige Wachstumsausblick ist trotz einer temporären Covid-bedingten Verlangsamung in den Wintermonaten intakt. Die Inflation wird vorerst erhöht bleiben und die US-Notenbank ihren Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik fortsetzen. Aus diesem Grund sehen wir das Risiko steigender Realzinsen. Anleihen

sollten im Portfolio daher deutlich untergewichtet werden, während wir vorsichtig optimistisch bezüglich Aktien sind und sie übergewichten. Zum Inflationschutz setzen wir u.a. Gold und breit diversifizierte Rohstoffanlagen ein.

## Markteinschätzungen und Positionierung per 2. Dezember 2021

Anlageklasse		Kommentar
<b>Liquidität</b>		Im aktuellen Umfeld grösserer Unsicherheit empfehlen wir eine erhöhte Liquiditätsquote zur Ausnutzung von Marktopportunitäten
<b>Festverzinsliche Anlagen</b>		Anleihen sollten im Portfolio untergewichtet bleiben aufgrund der tiefen Renditen und des Risikos eines Zinsanstiegs
CHF		Am Negativzinsumfeld im CHF hat sich kaum etwas verändert, weshalb die Franken-Anleihen weiterhin untergewichtet werden sollten
EUR		Im EUR sind die Anleiherenditen ähnlich wie im CHF unattraktiv niedrig. Das Renditeanstiegspotenzial ist niedriger als im USD
GBP		Hohe Inflation dürfte die Bank of England bald zur Anhebung der Leitzinsen veranlassen, weshalb wir GBP-Anleihen untergewichten
USD		USD-Renditen dürften angesichts der robusten Konjunktur und des Risikos eines schnelleren Taperings sowie bald steigender Leitzinsen weiter anziehen
CNY		CNY-Anleihen dürften sich weiterhin als gutes Instrument zur Diversifikation sowohl von Währungs- als auch Zinsseite erweisen
Schwellenländer		Lokalwährungsanleihen kamen zuletzt unter Druck. Tief bewertete Währungen und eine vergleichsweise hohe Verzinsung sprechen für die Anlageklasse
<b>Aktienmärkte</b>		Aktien sollten durch die immer noch lockere Geldpolitik und robuste Wachstumsaussichten gut unterstützt bleiben
Schweiz		Schweizer Aktien sollten aufgrund ihres defensiven Charakters im gegenwärtigen Umfeld im Portfolio übergewichtet werden
Eurozone		Aktien der Eurozone sind interessant bewertet und sollten von den mittelfristig intakten Wachstumsaussichten profitieren
Grossbritannien		Der UK-Aktienmarkt ist attraktiv bewertet und sein höherer Anteil an Rohstoffwerten bietet eine gewisse Absicherung gegen Inflationsrisiken
USA		Die Bewertung des US-Marktes ist relativ hoch und der Gewinnausblick für andere Märkte hat sich auf relativer Basis weiter verbessert
Japan		Der japanische Markt dürfte von der globalen Erholung profitieren, allerdings stellen steigende Rohstoffpreise einen Gegenwind dar
Schwellenländer		Schwellenländeraktien sind sehr günstig bewertet. Es bestehen aber bedeutende Risiken hinsichtlich der chinesischen Wirtschaft und Regulatoren
<b>Nicht-traditionelle Anlagen</b>		Nicht-traditionelle Anlagen belassen wir insgesamt auf dem langfristig vorgesehenen Gewicht
Immobilien Schweiz		Schweizer Immobilienfonds sind hoch bewertet, sind aber dennoch eine attraktive Alternative zu CHF-Obligationen
Immobilien Eurozone		Die REITs-Märkte der Eurozone bieten angesichts tiefer Renditen und mit Blick auf eine weitere Konjunkturerholung 2022 Chancen
Rohstoffe (ohne Agrar)		Eine diversifizierte Position in Industriemetallen und Energie dient uns als Absicherung gegen die anhaltenden Inflationsrisiken
Gold		Gold sollte als Portfoliobestandteil gegen unerwartete Marktereignisse gehalten werden. Ein Hauptrisiko stellen steigende Realzinsen dar

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

# Ausblick 2022



**Björn Eberhardt**  
Leiter Investment Office

Im kommenden Jahr rechnen wir mit robustem Wachstum sowie langsam rückläufiger Inflation. Die Geldpolitik wird weniger locker, aber noch nicht restriktiv. Das Umfeld für Aktien und Rohstoffe sollte daher günstig bleiben.

Das Jahr 2021 brachte für die Wirtschaft und die Finanzmärkte eine kräftige Erholung. Beim Wirtschaftswachstum erwarten wir für das kommende Jahr nun eine etwas langsamere Gangart, die jedoch im historischen Vergleich immer noch relativ hoch ausfallen dürfte. Die Lieferengpässe, die derzeit das Wachstum zurückhalten, sollten sich im Verlauf des nächsten Jahres wieder zunehmend entspannen.

## Inflation wieder rückläufig

Die Inflation dürfte entsprechend wieder in Richtung der Inflationsziele der Notenbanken absinken. Einen wichtigen Unsicherheitsfaktor stellt dabei das Lohnwachstum dar, das insbesondere in den USA zum Jahresende 2021 angestiegen ist. Ob dies zu einem neuen Trend wird und Notenbanken zu einer schnelleren Straffung der Geldpolitik zwingt, dürfte eines der bedeutendsten Marktthemen im kommenden Jahr sein.

## Geldpolitik weniger expansiv

Die Zentralbanken sollten ihren allmählichen Ausstieg aus der sehr lockeren Geldpolitik im kommenden Jahr fortsetzen. Zinserhöhungen in der Schweiz und der Eurozone sind aber äusserst unwahrscheinlich. In den USA immerhin ist auf Sicht von einem Jahr ein erster Zinsschritt nach oben denkbar. Die Geldpolitik wird somit auch im kommenden Jahr noch weit davon entfernt sein, restriktiv zu wirken.

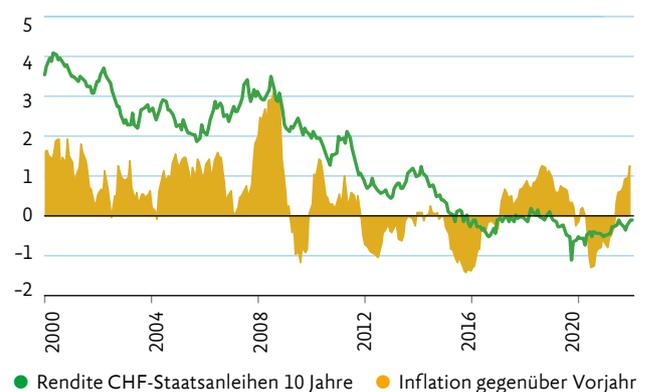
## Rohstoffpreise seit dem Jahr 2000

Jan. 2000 = 100. Korb von verschiedenen Rohstoffen



## Schweizer Renditen und Inflation

in %



● Rendite CHF-Staatsanleihen 10 Jahre ● Inflation gegenüber Vorjahr

## Von der Pandemie zur Endemie

Auch wenn die aktuelle Situation in Europa zum Jahresende 2021 sehr bedenklich und durch das Auftreten der neuen Omikron-Variante noch ein zusätzlicher Unsicherheitsfaktor aufgetaucht ist, gibt es doch die berechnete Hoffnung, dass sich die Coronavirus-Pandemie im Jahr 2022 zu einer Endemie wandeln könnte. Denn neben Vakzinen, die im Bedarfsfall relativ schnell modifiziert werden können, stehen in zunehmendem Masse wirksamere Medikamente zur Verfügung, die das Risiko von einem schweren Verlauf oder sogar Tod deutlich mindern. Eindämmungsmassnahmen, Lockdowns und Reisebeschränkungen könnten damit nach und nach der Vergangenheit angehören, was auch positive konjunkturelle Effekte hätte. Das Virus hat mit seiner Wandlungsfähigkeit allerdings auch bewiesen, dass man sich nicht zu früh darauf verlassen sollte, dass man es endgültig in die Schranken gewiesen hat.

## Anleihen weiterhin unattraktiv

Aus der Sicht eines Investors mit Referenzwährung Schweizer Franken bleibt gemäss unserer Einschätzung das Negativzinsumfeld herausfordernd. Geldmarktanlagen in CHF führen damit im Regelfall zu einem Verlust auf das eingesetzte Anlagekapital. Bei festverzinslichen Anlagen sieht es kaum besser aus: Staatsanleihen in Franken rentieren negativ, die Risikoprämien für globale Unternehmensanleihen sind unattraktiv niedrig und obendrein droht das Risiko eines Renditeanstiegs. Einzig Schwellenländeranleihen stellen noch eine attraktivere, aber auch etwas riskantere Alternative dar.

## Trotz erhöhter Bewertungen Aktien bevorzugen

Die Aktienmärkte sollten dagegen vom anhaltenden Wirtschaftswachstum profitieren. Gegenwind kommt klar von der Kostenseite und entsprechend dürften Unternehmen bessere Performanceaussichten haben, die über grössere Preissetzungsmacht verfügen bzw. ihre Kosten besser unter Kontrolle halten können. Die hohe Bewertung der Aktienmärkte dürfte das Aufwärtspotenzial insgesamt aber begrenzen.

Nachdem Schwellenländeraktien im Jahr 2021 deutlich schlechter als die der entwickelten Märkte rentiert haben, könnten sich die Perspektiven im Verlauf des kommenden Jahres wieder bessern. Zum einen sind die Bewertungen deutlich gesunken, zum anderen verbessern Fortschritte im Kampf gegen das Coronavirus die konjunkturelle Ausgangslage. Voraussetzung ist aber, dass sich die Sorgen vor regulatorischen Eingriffen Chinas zurückbilden.

Produktionsengpässe sowie strukturelle Verschiebungen bei Angebot und Nachfrage verbunden mit dem Wandel zu einer klimafreundlicheren Art des Wirtschaftens bilden einen Rückenwind für die Rohstoffpreise. Aus diesem Grund stellen sie für uns auch im kommenden Jahr eine attraktive Portfolio-beimischung dar zur Absicherung gegenüber Inflationsrisiken. ■

## IN KÜRZE

**Robustes Wachstum, abnehmende Inflation und immer noch lockere Geldpolitik im Jahr 2022 zu erwarten**

**Pandemie dürfte sich zur Endemie wandeln**

**Aktien und Rohstoffe bleiben bevorzugte Anlageklassen im kommenden Jahr**

**Anleihen unattraktiv aufgrund Aussicht auf steigende Renditen**

# Konjunktur und Geldpolitik

2021 wuchs die globale Wirtschaft kräftig. Für 2022 und 2023 steht eine moderatere Gangart an. Die Inflation sollte auf hohem Niveau abnehmen. Die Zentralbanken schrauben die geldpolitischen Impulse behutsam zurück.

Die Erholung der Weltwirtschaft hat sich in den letzten Monaten fortgesetzt. Doch von Normalität kann mit Blick auf die noch anhaltende Coronavirus-Pandemie keine Rede sein. Darüber hinaus beklagen weite Teile der Wirtschaft Lieferengpässe, die das Produktions-tempo bremsen. Wir gehen daher davon aus, dass die Weltwirtschaft in den kommenden Quartalen ruhiger pulsieren wird.

## Konsum verlagert sich zu Dienstleistungen

In vielen Industrieländern hat die Wirtschaft im 2. und 3. Quartal deutlich an Schwung gewonnen. Dem zugrunde lag vor allem die Lockerung der Eindämmungs-massnahmen. Das kam vor allem dem Dienstleistungs-sektor zugute. Entsprechend hat sich die Nachfrage nach Gütern etwas verlangsamt, die nach den Lockdowns sprunghaft gestiegen war. So haben die realen US-Konsumausgaben für langlebige Güter, zu denen z.B. Möbel und Waschmaschinen zählen, bereits an Dynamik verloren (siehe Abbildung unten links). Die Konsumrotation

hat einen positiven Nebeneffekt, denn die Engpässe bei der Lieferung von Gütern könnten sich dadurch etwas entspannen.

## Wachstumstempo verlangsamt sich

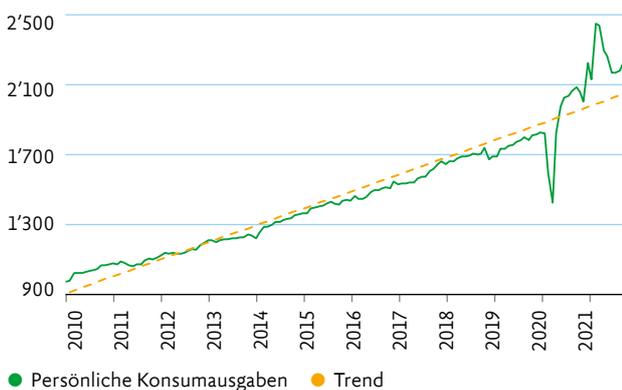
Für 2021 rechnen wir damit, dass die Weltwirtschaft kräftig um 6% gegenüber dem Vorjahr gewachsen ist, nach -3% im Jahr 2020. Wir erwarten, dass sie 2022 einen Gang runterschalten wird (+4.4%). Denn neben der von uns prognostizierten Verlangsamung von Konsum und Investitionen laufen in vielen Ländern die fiskalpolitischen Notfallprogramme allmählich aus. Dämpfende Effekte auf die Industrieproduktion gehen auch 2022 weiterhin von globalen Lieferengpässen aus. 2023 dürfte das globale Wachstum dann auf 3.4% fallen (siehe Abbildung unten rechts).

## Inflation bleibt erhöht

Die Inflation ist in den letzten Monaten in vielen Ländern kräftig gestiegen. Basiseffekte u.a. im Zusammenhang mit der deutlichen Zunahme der Energiepreise sind dabei für einen grossen Teil der Inflationsentwicklung verantwortlich. Die kräftige Nachfrage der Konsumenten nach Gütern und Dienstleistungen, die auf ein teilweise reduziertes Angebot trifft, spiegelt sich auch in der Entwicklung der Verbraucherpreise wider. Vor diesem Hintergrund dürften die Inflationsraten noch auf hohen Niveaus bleiben. Die Basiseffekte sollten aber auslaufen. Zudem dürfte auch die Konsumnachfrage an Dynamik verlieren. Somit erwarten wir für 2022, dass die Inflation allmählich zurückgeht.

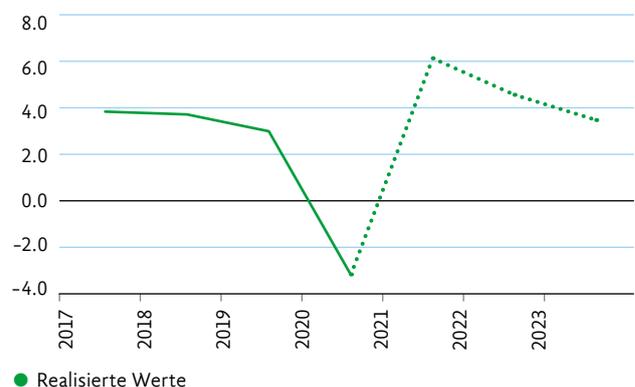
## US-Konsumausgaben für langlebige Güter

in Mrd. USD, preis- und saisonbereinigt



## Wachstum der Weltwirtschaft

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



## Zentralbanken gehen behutsam vor

Wir gehen davon aus, dass die Zentralbanken des Euroraums (EZB) und der USA (Fed) ihre expansive Geldpolitik behutsam zurückschrauben werden. Beide weisen schon seit Monaten darauf hin, dass sie den Inflationsanstieg als ein vorübergehendes Phänomen ansehen. Gleichzeitig gehen vom unsicheren Verlauf der Pandemie Abwärtsrisiken für die Wirtschaft aus. Ein zu frühes und zu kräftiges Zurückschrauben der expansiven Geldpolitik birgt die Gefahr, dass die Konjunkturerholung zunichte gemacht wird.

Die Fed drosselt bereits ihre Wertpapierkäufe und dürfte das Ankaufprogramm Mitte 2022 beenden. Wir erwarten, dass sie spätestens Anfang 2023 ihre Zinsen wieder anheben wird. Die EZB dürfte dagegen noch länger abwarten, bevor sie die Zinszügel anzieht. Daher rechnen wir damit, dass auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren Leitzins 2022 und 2023 unverändert bei -0.75% lassen wird.

## Schweiz wächst kräftig

Wir prognostizieren ein anhaltend positives Wachstum der heimischen Wirtschaft. Die globale Nachfrage nach Schweizer Gütern und Dienstleistungen steigt. Damit dürften sich auch die Unternehmensinvestitionen positiv entwickeln. Zusammen mit einem robusten Konsum und dem Bedarf, die leeren Lager wieder aufzufüllen, dürften die Importe jedoch stark zulegen. Für das Bruttoinlandsprodukt (BIP) erwarten wir für 2021 ein Wachstum von real 3.5%. Für 2022 und 2023 prognostizieren wir eine Verlangsamung auf 3.3% bzw. 1.6%.

## USA bleiben auf Erholungskurs

Der private Konsum und die Investitionen dürften auch 2022 wichtige Treiber des Wirtschaftswachstums bleiben. Dämpfende Effekte gehen vom Auslaufen der fiskalpolitischen Stimuli aus. Zusätzlich reduziert die kräftige Inflation die reale Kaufkraft von Konsumenten und Unternehmen. Für 2021 rechnen wir mit einem kräftigen BIP-Anstieg von 5.6%, für 2022 und 2023 mit einem Rückgang auf 3.7% bzw. 2.8%.

## Positive Aussichten für den Euroraum

Obwohl der konjunkturelle Gegenwind zugenommen hat, erwarten wir für 2021 insgesamt ein kräftiges Wirtschaftswachstum von 5.2%. Für 2022 rechnen wir



**Brian Mandt**  
Chefökonom

damit, dass der initiale Schwung nach der Wiederöffnung der Wirtschaft etwas nachlassen wird. Der Beschäftigungsanstieg dürfte sich jedoch fortsetzen und das Wachstum zusätzlich von einer hohen Ersparnis, günstigen Finanzierungsbedingungen und den Ausgaben im Rahmen des EU-Wiederaufbaufonds profitieren. Für 2022 rechnen wir daher mit einem soliden BIP-Anstieg von 4.2%, gefolgt von einer weiteren Normalisierung Richtung 2.5% im Jahr 2023.

## China verliert an Schwung

Chinas Wirtschaft dürfte 2021 mit 8% gegenüber dem Vorjahr ein im internationalen Vergleich beeindruckend kräftiges Wachstum vorweisen. Allerdings hat es im Jahresverlauf deutlich an Dynamik verloren. Die Wirtschaft schwenkt allmählich auf den Wachstumspfad der Vorkrisenjahre ein. Gründe hierfür sind einerseits, dass der private Konsum nicht so recht an Fahrt gewinnt. Darüber hinaus bremsen strukturelle Faktoren, wie die Demografie, das Wachstum. Für 2022 und 2023 rechnen wir daher mit deutlich moderateren Zuwachsraten als 2021. ■

---

## IN KÜRZE

**Weltwirtschaft bleibt auf Wachstumskurs, Tempo verlangsamt sich allerdings**

**Inflationsraten nehmen auf hohem Niveau ab**

**Zentralbanken nehmen expansive Massnahmen schrittweise zurück**

**Schweizer Wirtschaft mit dynamischem Wachstum 2022**

# Lieferketten: Die aktuellen Engpässe dürften langsam wieder abebben



Die Produktion hält mit der kräftigen Nachfrage derzeit nicht Schritt. Lieferengpässe bremsen die Wirtschaft und treiben die Inflation in die Höhe. Doch Entspannung ist in Sicht.

**Brian Mandt** Chefökonom

Die Weltwirtschaft könnte im Schnellzug unterwegs sein. Stattdessen rollt sie im Schlafwagenzug daher. Engpässe sind ein wichtiger Grund hierfür. Sie dämpfen die Produktion und treiben die Inflation in die Höhe. Sie verhindern, dass die prall gefüllten Auftragsbücher rasch abgearbeitet und zu Umsatz gemacht werden können. Sinnbild hierfür ist die Schere, die sich zwischen Auftragseingängen und Produktion aufgetan hat (siehe Abbildung unten links). Doch was steckt hinter den Engpässen und werden sie sich auflösen? Müssen wir uns auf dauerhaft erhöhte Inflation einstellen?

## Wirtschaft fuhr unterschiedlich schnell hoch

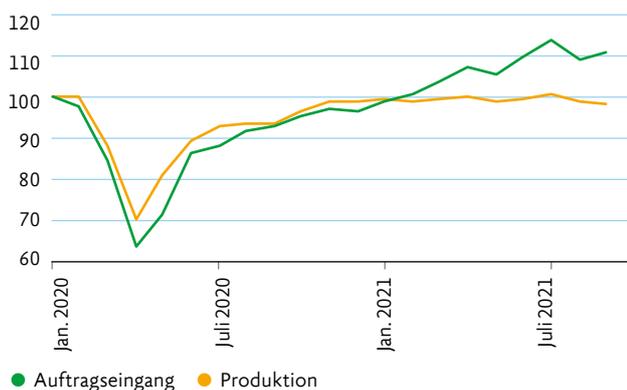
Die Engpässe stehen natürlich im Zusammenhang mit der Coronavirus-Pandemie. Eine Rolle spielt dabei, dass die Länder ihre Wirtschaft unterschiedlich schnell hochgefahren haben. Während beispielsweise Fabriken

in China bereits im Frühsommer 2020 auf Hochtouren liefen, befanden sich andere Länder und deren Industrie noch im Lockdown. Das ist deshalb relevant, weil heutzutage viele Produkte in internationaler Arbeitsteilung hergestellt werden. Beispielsweise ist die Schweiz in hohem Masse auf internationale Zulieferer angewiesen. So hat die ausländische Wertschöpfung einen Anteil von über 25% an den Schweizer Exporten. In der Maschinenbauindustrie, die im Kanton Luzern stark vertreten ist, sind es sogar 35%. Davon beruhen über die Hälfte auf Vorprodukten, die mehr als zwei Landesgrenzen überquert haben, bevor sie in der Schweiz weiterverarbeitet werden.

Die Produktion ist aufgrund der internationalen Arbeitsteilung komplexer geworden. Hinzu kommt, dass Unternehmen Vorprodukte und Rohstoffe nicht lange

## Verarbeitendes Gewerbe im Euroraum

preisbereinigt, indiziert, Jan. 2020 = 100



## Globale Frachtkosten in der Seefahrt

in % zum Vorjahr



vorhalten. Damit sind die globalen Produktionsprozesse gegenüber Störungen anfällig. Das reibungslose Ineinandergreifen der Zahnräder, die für die Produktion wichtig ist, funktionierte aber pandemiebedingt nicht mehr.

### **Logistik wurde zum Nadelöhr**

Nichtsdestotrotz, die harschen Lockdowns vom Frühjahr 2020, die auch die Industrie beeinträchtigten, scheinen der Vergangenheit anzugehören. Die Produktionsprozesse hätten sich also wieder normalisieren sollen.

Ein Grund, warum es dennoch nicht rund läuft, sind Engpässe im Transportsektor. Die Container-Kapazitäten, die während des anfänglichen Handelsrückgangs brach lagen, konnten nur schrittweise reaktiviert werden. Hinzu kam, dass die Wartezeiten in den Häfen aufgrund der hohen Einfuhrmengen stiegen. Die Havarie im Suezkanal tat ihr Übriges und führte zu einem Rückstau von Containern.

Aber auch zu Lande und zu Luft fehlen Transportkapazitäten. In den USA sind zwar genügend Lastwagen da. Doch es mangelt an Lkw-Fahrern. Die Arbeitsmarktstatistik zeigt, dass gegenüber Anfang 2020 knapp 7'000 Beschäftigte im Bereich Lkw-Transport fehlen. Das weltweite Aufkommen an Passagierflügen, auf die etwa die Hälfte des Luftfrachtvolumens entfällt, nahm aufgrund von Restriktionen deutlich ab. Das hat Folgen für Hersteller verderblicher Waren, medizinischer Güter und Produzenten des verarbeitenden Gewerbes, die auf eine schnelle Just-in-Time-Lieferung von Vorleistungsgütern angewiesen sind.

### **Transportengpässe lösen sich langsam auf**

Doch die Engpässe in der Logistik lösen sich allmählich auf. So wurden die Reisebeschränkungen in den letzten Monaten gelockert. Damit hat das aviatische Transportvolumen wieder zugenommen. Bis das Vorkrisenniveau erreicht wird, dürfte es jedoch noch einige Monate dauern. Zudem setzt es voraus, dass weitreichende Beschränkungen des Reiseverkehrs vermieden werden

können. Auch in der Schifffahrt entspannt sich die Lage. Organisatorische Anpassungen in Häfen sowie ein von der internationalen Schiffsorganisation BIMCO prognostizierter starker Anstieg von Schiffsneubauten für 2023 sollten dazu beitragen, die Kapazitätsengpässe zu lindern.

Ein Indiz dafür, dass sich die Lage in der Logistik allmählich lockert, ist der Rückgang der Transport- und Lieferkosten. So sind der Freightos Baltic Global Container Index (FBX), der die Frachtraten für Container misst, und der Harper Petersen Charter Rates Index (HARPEX),

der die weltweite Preisentwicklung am Chartermarkt für Containerschiffe abbildet, in den letzten Wochen zurückgekommen - wenn auch auf hohen Niveaus (siehe Abbildung unten rechts).

### **Aufwärtsdruck auf Inflation sollte abnehmen**

In den vergangenen Monaten haben die gestiegenen Lieferkosten jedenfalls deutlich zur Inflationszunahme beigetragen. Denn üblicherweise geben Importeure einen Teil der steigenden Transportkosten über höhere

Preise an die Verbraucher weiter. Eine Analyse der Federal Reserve Bank of Kansas City zeigt, dass nach einem Jahr der Effekt von Schiffspreisen auf die Inflation in den USA zwar begrenzt ist: Ein jährlicher Anstieg des HARPEX um 50% könnte die Kerninflationsrate ein Jahr später um bis zu 0.25 Prozentpunkte erhöhen. Doch der HARPEX ist dieses Jahr in der Spitze um 580% gestiegen. Setzt sich der Rückgang der Lieferkosten fort, sollte auch der Aufwärtsdruck auf die Konsumentenpreise bzw. die Inflation abnehmen.

### **Konsumhunger nach Waren ist bald gesättigt**

Die Engpässe sollten auch deshalb abebben, weil eine Entspannung vonseiten der Nachfrage zu erwarten ist. In vielen Industrieländern war in den Monaten nach der Aufhebung der Lockdowns die Nachfrage der Konsumenten nach Waren sprunghaft gestiegen. In der Schweiz nahmen beispielsweise die Importe nach Freizeit- und Sportartikeln kräftig zu. ▶

«Das reibungslose Ineinandergreifen der Zahnräder, das für die Produktion wichtig ist, funktionierte pandemiebedingt nicht mehr.»



Zu Lieferengpässen kommt es auch durch das knappe Angebot an Containern und Einstellplätzen.

Der Sättigungspunkt scheint aber bereits erreicht zu sein. Die Schweizer Importe nach Freizeit- und Sportartikeln haben deutlich an Dynamik verloren. Auch in anderen Ländern beobachten wir ähnliche Trends. Darüber hinaus wird die reale Kaufkraft durch die in vielen Ländern kräftig gestiegenen Inflationsraten reduziert. Das trägt auch dazu bei, dass die privaten Haushalte ihr Konsumtempo künftig drosseln. Die Güternachfrage könnte in den kommenden Quartalen damit sogar deutlich unter den Trend fallen.

### **Lager werden aufgefüllt**

Wenn die privaten Haushalte weniger Waren nachfragen, dann hat das dämpfende Effekte auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum eines Landes. Die Bremswirkung sollte jedoch wenigstens teilweise dadurch kompensiert werden, dass die Konsumenten verstärkt Dienstleistungen nachfragen. Insbesondere der Konsum von kontaktintensiven Dienstleistungen, wie aus dem Freizeit-, Kultur- und Tourismussektor, war ihnen ja lange verwehrt. Der Nachholbedarf danach ist daher hoch.

Darüber hinaus machen wir bei Unternehmen und Händlern einen Bedarf dafür aus, die Vorräte an Produkten und Waren wieder aufzufüllen. Ein grosser Teil der Nachfrage nach Gütern wurde aus den Lagern bedient, die nun leer sind. Das Aufstocken der Vorräte wird in den kommenden Quartalen dazu beitragen, die Wirtschaftsleistung zu stützen.

### **Chinas Nachfrage nach Metallen lässt nach**

Hohe Investitionen in IT-Ausrüstung und das Bauwesen in Verbindung mit einer robusten Industrieproduktion kurbelten die Nachfrage nach Basismetallen und Eisenerz an. Die Lage wurde noch dadurch verschärft, dass es vor Ausbruch der Coronavirus-Pandemie zum protektionistischen Schlagabtausch zwischen den USA und einer Reihe anderer Länder kam. Die Trump-Administration hatte z.B. Einfuhrzölle auf Stahl und Aluminium erhöht. Die Eisenerzpreise stiegen bis zum Sommer 2021 - auch und vor allem wegen der boomenden Bau- und Industrieproduktion in China. Die Preise fielen dann aber deutlich, als sich in China die Dynamik in diesen Sektoren abschwächte.

Wir rechnen damit, dass sich die Lage am Markt für Basismetalle längerfristig entspannen könnte. Einerseits verlieren Chinas Bausektor und Industrie, die zu den weltweit wichtigsten Konsumenten von Basismetallen zählen, an Schwung. Andererseits dürfte die Lockerung der Pandemiebeschränkungen in Südamerika, wo sich grosse Produktionsstätten befinden, das Angebot erhöhen. Auch einige kürzlich getätigte Investitionen in Südamerika sollten die Produktion zusätzlich steigern.

### **Engpässe sind nicht von Dauer**

Es ist nicht das erste Mal, dass Engpässe die Produktion beeinträchtigen - auch wenn die aktuelle Entwicklung ihresgleichen sucht, denn sie betrifft weite Teile der Wirtschaft und die allermeisten Länder. Schon in der Vergangenheit wurden viele Branchen von einer starken

Nachfrage überrascht und hatten zu geringe Lagerbestände an bestimmten Gütern. Andere hatten mit Versorgungsproblemen zu kämpfen, die durch einen Ernteausfall oder eine Naturkatastrophe ausgelöst wurden. Beispielsweise mussten infolge der Erdbebenkatastrophe in Japan im Jahr 2011 Fabriken vorübergehend schliessen, was u.a. die internationale Autoproduktion beeinträchtigte. Die Märkte fanden jedoch immer wieder ins Gleichgewicht zurück.

«Wir gehen davon aus, dass die Engpässe allmählich abebben werden, wobei das Tempo sich von Branche zu Branche deutlich unterscheiden kann.»

Das erwarten wir auch für die aktuelle Situation. Diesbezüglich gibt es schon Zeichen der Entspannung. Seitens der Nachfrage rechnen wir damit, dass sich der Konsum von Gütern verlangsamen wird. Gleichzeitig dürften Unternehmen in den Auf- und Ausbau von Produktionskapazitäten investieren. Per Saldo gehen wir davon aus, dass die Engpässe allmählich abebben werden, wobei das Tempo sich von Branche zu Branche deutlich unterscheiden kann. Somit dürfte auch der Aufwärtsdruck auf die Inflation - wenn auch auf hohem Niveau - wieder abnehmen. ■

# Festverzinsliche Anlagen



**Björn Eberhardt**  
Leiter Investment Office

Eine erhöhte Volatilität an den Obligationenmärkten signalisiert Unsicherheit über den Inflations- und Leitzinsausblick. Staats- und Unternehmensanleihen sollten untergewichtet bleiben. Opportunitäten gibt es vor allem in den Schwellenländern.

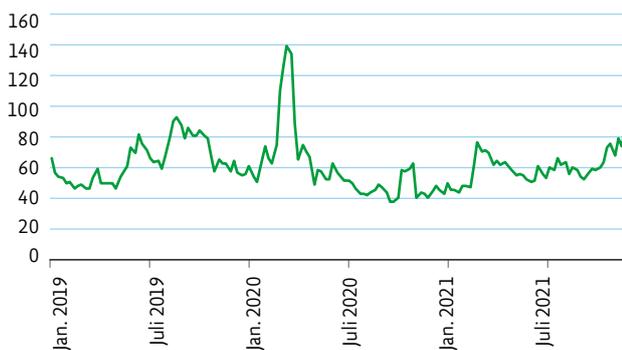
Die vergangenen Wochen brachten ein erhöhtes und ungewöhnliches Ausmass an Volatilität an den Anleihenmärkten mit sich. Der MOVE-Index, ein Mass der Bond-Volatilität, kletterte im November dieses Jahres auf den höchsten Stand seit März 2020, einer Zeit, als die Coronavirus-Panik gerade die Finanzmärkte erschütterte (siehe Abbildung unten links). Die erhöhte Volatilität zeigte sich auch in der Schwankungsbreite der Renditen von Schweizer Staatsanleihen, die im November deutlich zunahm.

## Zunahme der Volatilität

Eine erhöhte Volatilität an den Anleihenmärkten ist ein eher bedenkliches Zeichen. Insbesondere was den US-Markt angeht, immerhin der grösste und üblicherweise liquideste Staatsanleihenmarkt der Welt, der richtungweisend für die meisten anderen Bondmärkte ist. Die genaue Ursache für die erhöhte Volatilität ist schwer auszumachen. Faktoren wie die gestiegene Unsicherheit über den Inflations- und Leitzinsausblick in den USA angesichts der bereits deutlich erhöhten Inflation, das beginnende Tapering der Fed oder auch Umpositionierungen von Hedgefonds spielen sicher eine Rolle. Steigende Bondvolatilitäten erhöhen u.a. das Risiko von schwergewichtig in Obligationen investierten Anlageportfolios und verteuern die Absicherung von Zinsänderungsrisiken. Sie können aber auch Vorboten einer grundsätzlichen Neubewertung des Ausblicks für Inflation und Geldpolitik an den Zinsmärkten sein.

## Volatilitätsindex für Anleihen

Indexpunkte



## Risikoprämien von EUR-Unternehmensanleihen

Basispunkte gegenüber Staatsanleihen



● Rating BBB ● Rating AAA

Für uns erscheint es nach wie vor am wahrscheinlichsten, dass die Renditen in den kommenden Monaten nach oben tendieren. Denn wir gehen von weiterhin recht robustem Wachstum aus, was zumindest für die US-Notenbank den Beginn eines Leitzinserhöhungszyklus im Jahr 2023 ermöglichen sollte. Das würde höhere Renditen als aktuell rechtfertigen. Grundsätzlich spricht auch die erhöhte Inflation für steigende Renditen. Allerdings dürfte der vorläufige Höhepunkt der Inflationsdynamik unserer Meinung nach bald erreicht sein, womit sich von dieser Seite wieder etwas Entspannung an den Märkten entwickeln könnte. Staatsanleihen der Hauptwährungen sind für uns insgesamt unattraktiv, weshalb wir im Portfoliokontext eine Untergewichtung empfehlen.

Ein weiteres Phänomen, das sich jüngst beobachten liess, ist ein Anstieg der Risikoprämien bei den Unternehmensanleihen, insbesondere im Euro-Raum. Dabei wurden in den meisten Rating-Kategorien Jahreshöchststände bei den Risikoprämien erreicht (siehe Abbildung unten rechts). Im USD fiel die Prämienausweitung dagegen bisher weniger dramatisch aus und auch der Schweizer Markt war eher wenig davon betroffen. Als Erklärung für diese Euro-spezifische Entwicklung bietet sich vor allem die deutliche Verschlechterung der Coronavirus-Situation in Europa an. Die Aussicht auf möglicherweise reduzierte Anleihekäufe seitens der EZB ab dem kommenden März dürfte vor diesem Hintergrund daher nur eine untergeordnete Rolle gespielt haben. Da der Anstieg der Risikoprämien an der grundsätzlich hohen Bewertung von Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Bereich kaum etwas verändert hat, ändert sich am kurzfristig wenig attraktiven Renditeausblick dieser Anlageklasse nichts.

Anleihen der Schwellenländer kamen in den vergangenen Wochen mehrheitlich unter Druck. Zum einen belastete ein genereller Anstieg der Renditen die meisten Märkte. Gerade bei Lokalwährungsanleihen stellte jedoch die Währungsentwicklung in vielen Ländern einen bedeutenderen Gegenwind dar. Dabei stach die türkische Lira mit einem Verlust von mehr als 20% seit Anfang Oktober besonders hervor. Das verdeutlicht einmal mehr die Notwendigkeit einer breiten Diversifikation innerhalb dieser Anlageklasse. Chinesische Renminbi-Anleihen konnten sich dagegen deutlich besser halten und profitierten zudem von der zur Stärke neigenden Währung. Wir empfehlen weiterhin eine neutrale Allokation in breit diversifizierte Schwellenländer-Lokalwährungsanleihen sowie zusätzlich chinesische Renminbi-Anleihen. ■

## Weiterer Renditeanstieg wahrscheinlich

## Anstieg der Risikoprämien

## Schwellenländer

---

### IN KÜRZE

**Volatilität bei Anleihen jüngst  
deutlich angestiegen**

**Renditeanstieg in den kommen-  
den Monaten weiterhin sehr  
wahrscheinlich**

**Risikoprämien von Unternehmens-  
anleihen auch nach jüngstem  
Anstieg unattraktiv niedrig**

**Schwellenländeranleihen und  
CNY-Bonds als Alternativen im  
Obligationenbereich**

# Aktienmärkte

Die Gewinnerwartungen legen gemächlicher zu. Lieferkettenprobleme werden sich im Laufe des Jahres 2022 entspannen. Unternehmen mit Preissetzungsmacht bleiben gefragt.

Die Aktienmärkte in der Schweiz, Europa und den USA haben seit Anfang Oktober bis kurz vor Bekanntwerden der neuen Coronavirus-Variante weiter zugelegt. Gestützt wurde diese Entwicklung von einer starken Berichtssaison. Die Investoren haben dabei ein besonderes Augenmerk auf die begleitenden Kommentare zu den Ergebniszahlen und den Aussichten gelegt. Der Grundtenor deutet auf eine starke Nachfragesituation hin, die zu vollen Auftragsbüchern führt. Allerdings steigen die Kosten und die Lieferketten sind angespannt.

## Weiteres Gewinnwachstum erwartet

Wir gehen davon aus, dass sich die Herausforderungen in den Lieferketten im Verlauf des Jahres 2022 entspannen werden. Zudem versprechen die hohe Nachfrage und die vollen Auftragsbücher der Unternehmen weiteres Wachstum. Darum sind die im Schweizer und im europäischen Aktienindex berücksichtigten Erwartungen eines Gewinnwachstums von ca. 8% durchaus realistisch. Einige Wirtschaftsregionen haben aber ihren Wachstumszenit überschritten und die tiefe Vergleichsbasis fällt darüber hinaus auch weg. Darum wird das

Wachstumstempo unter demjenigen liegen, das wir jüngst gesehen haben.

Der Fahrplan für eine weniger expansive Geldpolitik ist den Märkten bekannt. Kommt es nicht zu Überraschungen, werden sich Aktienmärkte davon nicht wesentlich verunsichern lassen.

## Unternehmen mit Preissetzungsmacht gefragt

Die steigenden Kosten sind ein Risiko für die zukünftige Gewinnentwicklung. Die Gewinnmargen für die Leitindizes in den USA, Europa und der Schweiz haben sich mittlerweile über das Vorkrisenniveau hinaus erholt. Viele Unternehmen haben die Coronavirus-Pandemie genutzt, um Effizienzmassnahmen umzusetzen, wodurch die Margen gestärkt wurden.

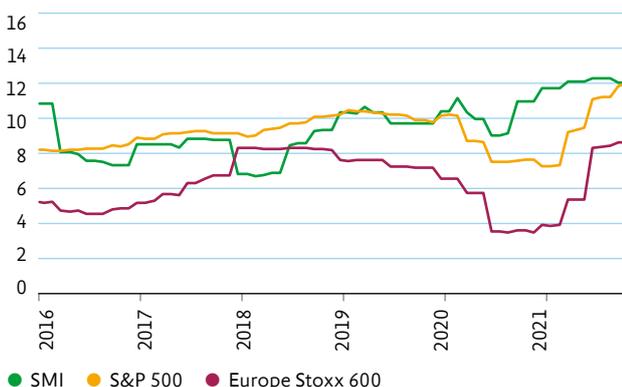
Einige Unternehmen haben sich im Laufe der Zeit einen besonders guten Namen gemacht. Ihre Marken stehen beispielsweise für sehr gute Qualität, besondere Eigenschaften oder einen bestimmten Lifestyle. Daraus resultieren handfeste Wettbewerbsvorteile, da ihre Kunden loyaler und weniger preissensitiv sind. Das gibt diesen Unternehmen die Möglichkeit Preiserhöhungen durchzusetzen, was zu einer höheren und stabileren Profitabilität führt.

## Sektoreinstufung

Fast in jedem Sektor finden sich Unternehmen, die aufgrund von Wettbewerbsvorteilen oder ihrer öffent-

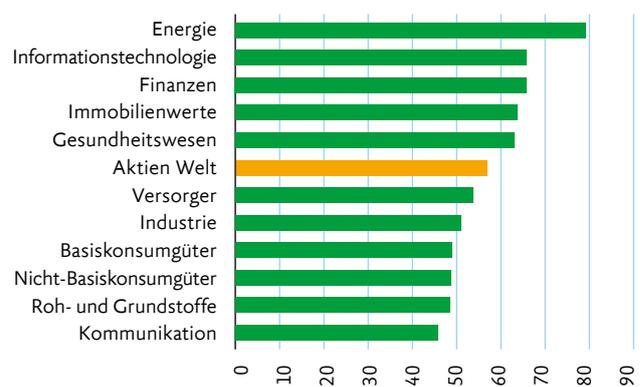
## Gewinnmargen in ausgewählten Märkten

in %



## Anteil positiver Gewinnrevisionen globaler Sektoren

über die letzten 4 Wochen in %



lichen Wahrnehmung eine gewisse Flexibilität bei der Festlegung der Preise haben.

Unsere bevorzugten Sektoren sind Energie, Finanzen, Informationstechnologie sowie Roh- und Grundstoffe.

<b>Sektor</b>	<b>LUKB-Einstufung</b>
Basiskonsumgüter	untergewichten
Energie	übergewichten
Finanzen	übergewichten
Gesundheitswesen	neutral
Immobilienwerte	neutral
Industrie	neutral
Informationstechnologie	übergewichten
Kommunikation	neutral
Nicht-Basiskonsumgüter	neutral
Roh- und Grundstoffe	übergewichten
Versorger	untergewichten

Aufgrund der weiter anziehenden Konjunkturdynamik eröffnet sich für den Energiesektor Potenzial. Die Nachfrage nach fossilen Brennstoffen bleibt intakt, auch wenn der Druck auf die Energiekonzerne steigt, sich nachhaltigeren Geschäftsmodellen zuzuwenden. Die soliden Bilanzen und hohen Cashflows erlauben nebst der Neuausrichtung der Unternehmen weiterhin eine attraktive Ausschüttungspolitik.

Im Bereich der Finanzwerte gehören die Banken zu den Gewinnern. Höhere Zinsen und eine steiler werdende Zinskurve begünstigen die Zinsmargen, eine robuste Konjunktorentwicklung lässt die Rückstellungen für notleidende Kredite sinken und führt generell zu höherer Kreditnachfrage, was für steigende Erträge bei den Banken sorgt. Heute kommt noch eine weitere Komponente zum Tragen: die hohe Anzahl an Fusionen, Übernahmen und Börsengängen. Davon profitieren die Investmentbanken.

Das Wachstumstempo der Unternehmensgewinne normalisiert sich. Damit gewinnt das strukturell höhere Gewinnwachstum von Technologie-Aktien wieder an Attraktivität. Zudem finden sich innerhalb des IT-Sektors auch einige Unternehmen, die entweder weitgehend von steigenden Materialkosten isoliert sind (z.B. im Bereich Software) oder Preissetzungsmacht haben (z.B. Marke, dominierende Marktposition).



**Reto Lötscher**  
Leiter Finanzanalyse

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

## IN KÜRZE

**Nachfragesituation ist intakt**

**Auftragsbücher sind gut gefüllt**

**Bevorzugte Sektoren: Energie, Finanzen, IT, Roh- und Grundstoffe**

**Unternehmen mit Preissetzungsmacht bevorzugen**

# Immobilien

Die Preise für Wohneigentum sind im 3. Quartal 2021 aufgrund des hohen Nachfrageüberhangs weiter gestiegen. Auch der Anlagenotstand hält an und stützt Schweizer Immobilienfonds. Wir erachten europäische Immobilienaktien als interessant.

Meldungen von Rekordpreisen im Schweizer Eigenheimmarkt sind fast schon zur Gewohnheit geworden. Quartal für Quartal werden höhere Preise vermeldet, so auch im 3. Quartal 2021. Sowohl Einfamilienhäuser als auch Eigentumswohnungen verzeichneten kräftige Preisanstiege, weil eine robuste Nachfrage auf ein limitiertes Angebot trifft. Der Nachfrageüberhang dürfte im Jahr 2022 anhalten. Am Mietwohnungsmarkt erwarten wir, dass sich der Leerstand weiter verringern wird, da auch hier das Wachstum beim Angebot mit der Nachfrage kaum Schritt halten kann.

## Kräftiger Preisanstieg im 3. Quartal 2021

Gemäss Daten des privaten Immobiliendienstleistungsunternehmens IAZI haben Einfamilienhäuser im 3. Quartal 2021 im Quartalsvergleich ein Preiswachstum von 1.1% erzielt. Auf Jahresbasis beträgt das Wachstum 5.8%, der höchste Wert seit Anfang 2013. Eigentumswohnungen verteuerten sich im Quartalsvergleich um 1.3%. Auf

Jahresbasis beträgt der Zuwachs 5.1%. Bei Mehrfamilienhäusern beträgt der Preisanstieg 2.2% zum Vorquartal und 4.5% zum Vorjahresquartal. Alles in allem hat sich der Preiszuwachs in den Herbstmonaten nochmals akzentuiert.

## Robuste Nachfrage nach Wohneigentum

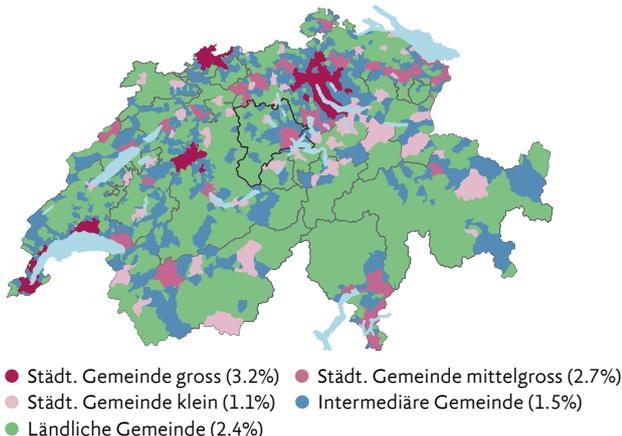
Die Nachfrage nach Wohneigentum wird weiterhin durch das günstige Finanzierungsumfeld, die Verbesserungen auf dem Arbeitsmarkt, die positive Nettozuwanderung und die konjunkturelle Erholung gestützt. Wir sehen gute Chancen, dass diese Faktoren über die nächsten Monate intakt bleiben. So dürfte das Finanzierungsumfeld im historischen Vergleich günstig bleiben, da die SNB auf absehbare Zeit den Leitzins nicht antasten wird. Die Frühindikatoren für die Schweizer Wirtschaft sind von den Hochständen zwar etwas zurückgekommen, deuten jedoch weiterhin auf ein hohes Konjunkturwachstum im nächsten Jahr hin. Dieses hat positive Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt, die Arbeitsplatzsicherheit und die Nettozuwanderung, und damit auch auf die Nachfrage nach Wohnraum.

## Geringere Bautätigkeit

Die Projektpipeline wird gesamtschweizerisch dünner. Dies betrifft sowohl den Eigenheimmarkt als auch den Mietwohnungsmarkt. Die abnehmende Bautätigkeit ist nichts Neues, es ist ein Trend, der sich seit einigen Jahren abzeichnet. Das zusätzliche Angebot bei Wohneigentum dürfte daher auch im nächsten Jahr von der Nachfrage

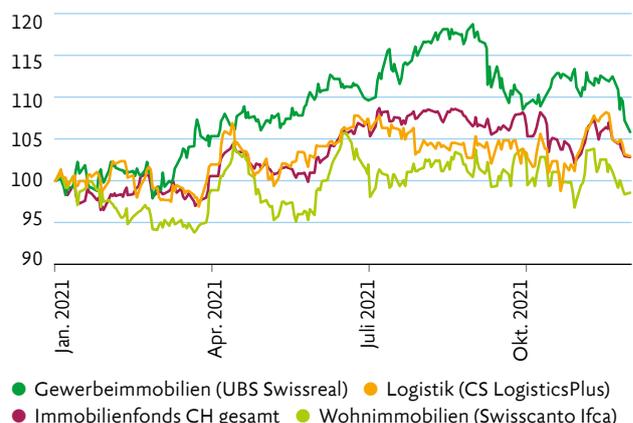
## Preisentwicklung in den Schweizer Gemeinden

Q3 vs. Q2 2021, in %. Quelle: BFS



## Entwicklung von Schweizer Immobilienfonds

Gesamtrendite, indiziert, Jan. 2021 = 100



gut absorbiert werden. Am Markt für Mietwohnungen sieht es nicht gross anders aus: Auch hier ist damit zu rechnen, dass der Bau von Mietwohnungen nur einen Teil der Zusatznachfrage nach Wohnungen abdecken wird, so dass der Leerstand auf dem Mietwohnungsmarkt weiter abnehmen dürfte.

### Schweizer Immobilienanlagen mit attraktiven Ausschüttungsrenditen

Das Gros der Schweizer Immobilienfonds hat sich im 4. Quartal bislang seitwärts bis leicht negativ entwickelt. Der breite Schweizer Immobilienfondsindex notiert seit Beginn des 4. Quartals leicht tiefer. Seit Jahresanfang beträgt die Performance rund 3.0%. Die in den letzten 3 Monaten gestiegenen CHF-Zinsen dürften die Immobilienfondskurse leicht belastet haben.

Zusammenfassend zeigen sich die Fundamentaldaten für den Schweizer Immobilienmarkt weiterhin günstig. Die Wirtschaft verliert zwar etwas an Dynamik, dürfte 2022 aber dennoch überdurchschnittlich wachsen. Davon werden zyklische Immobilienfonds aus dem Gewerbe- und Logistiksegment profitieren, da durch das hohe Wachstumstempo das Risiko von Mietausfällen und Leerständen sinkt. Defensive Immobilienfonds, welche sich auf das Segment Wohnen fokussieren, können vom tieferen Leerstand bei den Mietwohnungen profitieren. Einerseits steigen die Chancen bei der Vermietungsquote, andererseits verbessern sich die Aussichten auf eine Erhöhung der Angebotsmieten.

Schweizer Immobilienfonds bieten angesichts des zinsbedingten Anlagenotstands und der beschränkten Anlagealternativen mit einer geschätzten Ausschüttungsrendite von 2.2% attraktive Möglichkeiten, um das Portfolio zu diversifizieren. Opportunitäten sehen wir weiterhin bei gemischten Immobilienfonds, die über einen gewissen Gewerbeanteil verfügen, sowie bei reinen Gewerbeimmobilienfonds. Auch bei Logistikimmobilienfonds bieten sich Chancen.

### Europäische Immobilienanlagen profitieren von robustem Wirtschaftswachstum

Europäische Immobilienunternehmen (Real Estate Investment Trusts, REITs) haben im 4. Quartal bislang eine positive Kursentwicklung vollzogen. Die positiven Effekte der Wirtschaftserholung haben eher belastende Effekte



**Tom Eyer**  
Analyst Immobilienanlagen

wie Renditeanstieg oder Anstieg der Coronavirus-Fallzahlen überwogen. Wir erwarten, dass auf Wohnen fokussierte Immobilienunternehmen von der anhaltend starken Nachfrage nach Wohnraum in städtischen Gebieten Europas profitieren. Der Nachfrageüberhang führt zu einer tiefen Leerstandsquote und zu Mietpreiswachstum. Die europäische Wirtschaft dürfte auch 2022 überdurchschnittlich wachsen. Davon können zyklischere Immobiliensegmente wie Einzelhandel (Retail), Gewerbe, Logistik, Freizeit und Hotellerie profitieren. Angesichts des robusten Wirtschaftsausblicks für das nächste Jahr bleibt das Umfeld für europäische REITs konstruktiv. ■

---

## IN KÜRZE

**Schweizer Immobilienfonds als attraktive Möglichkeit für Portfoliodiversifizierung**

**Gemischte Schweizer Immobilienfonds vorziehen**

**Opportunitäten bieten Schweizer Geschäfts- und Logistikimmobilienfonds**

**EUR-Immobilienanlagen profitieren von hohem Wirtschaftswachstum**

# MARKTÜBERBLICK

Das Jahr 2021 brachte bis Ende November eine sehr erfreuliche Entwicklung der Aktienmärkte der Industrieländer. Der Schweizer Markt rentierte dabei im Einklang mit den anderen Märkten. Die Schwellenländermärkte wurden dagegen belastet von chinesischen Regulierungen und gaben im Schnitt leicht ab. Märkte wie Indien und Russland wiesen jedoch deutliche Zugewinne auf.

Die Anleihenmärkte hatten dieses Jahr mit Gegenwind in Form von steigenden Renditen sowie zum Jahresende wieder steigenden Risikoprämien zu kämpfen und verzeichneten entsprechend zum Teil grössere Verluste. Unter den Währungen stachen die Stärke des US-Dollars und die Schwäche des Euros hervor. Die Rohstoffpreise stiegen mit Ausnahme der Edelmetalle deutlich an.

## Performance ausgewählter Finanzmarktindizes

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

	Performance-Rückblick							Unsere Erwartung in 6-9 Monaten
	26.11.21	2021	2020	2019	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	
<b>Geldmarkt</b>								
Geldmarkt CHF 3 Mt.	115.1	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-2.3	-3.1	→
<b>Staatsanleihen</b>								
Schweiz (CHF)	194.9	-3.0	2.1	4.4	-2.6	3.6	17.6	→
Eurozone (EUR)	256.1	-2.3	4.2	4.8	-2.4	8.3	41.1	→
Grossbritannien (GBP)	308.6	-2.9	8.9	7.1	-1.5	18.7	48.7	→
USA (USD)	2'507.4	-2.0	8.0	6.9	-2.2	16.6	24.5	→
USA inflationsgeschützt (USD)	372.6	5.8	11.0	8.4	7.2	29.8	35.5	→
China (CNY)	206.7	4.8	3.2	5.1	5.7	20.9	55.2	↗
<b>Unternehmensanleihen</b>								
Denominiert in CHF	186.4	-0.2	0.5	2.4	0.2	3.1	18.9	→
Global (USD)	297.6	-3.2	10.4	11.5	-1.8	26.1	47.4	→
<b>EM-Anleihen</b>								
Hartwährung (USD)	452.1	-3.5	7.1	12.1	-1.8	24.7	61.2	→
Lokalwährung (USD)	147.6	-2.8	5.3	9.5	-0.6	25.5	28.9	→
<b>Aktienindizes</b>								
SMI	12'199.2	17.2	4.4	30.2	19.5	82.0	212.6	→
SPI	15'600.3	17.1	3.8	30.6	19.6	80.8	219.2	→
USA (USD)	4'594.6	23.9	18.4	31.5	28.1	127.8	384.5	→
UK (GBP)	7'044.0	12.8	-11.6	17.3	14.7	25.0	99.6	→
Eurozone (EUR)	4'089.6	18.0	-2.6	29.3	18.9	56.9	176.0	↗
Japan (JPY)	1'985.0	12.2	7.4	18.1	13.5	51.7	248.9	↗
China, Schanghai (CNY)	4'860.1	-5.1	29.9	39.2	-0.7	53.1	134.2	→
Welt (USD)	3'132.0	18.4	16.5	28.4	22.6	104.0	264.6	→
Schwellenländer (USD)	1'223.1	-3.2	18.7	18.9	1.8	63.1	83.0	→
<b>Immobilien</b>								
Schweizer Immobilienfonds	206.8	2.9	10.8	20.7	11.2	44.0	86.0	→
REITs Global (USD)	168.4	21.3	-8.3	22.9	24.1	50.2	151.8	→
<b>Rohstoffe</b>								
Breiter Rohstoffindex (USD)	1'710.9	30.5	2.3	9.8	36.0	45.2	0.0	↗
Gold (USD)	1'799.4	-5.2	24.8	18.7	0.8	51.9	6.4	→
Öl (Brent) (USD)	82.4	58.7	-21.8	24.8	70.4	74.2	-22.9	↗
Kupfer (USD)	9'572	23.5	26.0	3.4	27.8	63.2	32.8	→
<b>Devisen</b>								
EUR/CHF	1.044	-3.5	-0.5	-3.5	-3.4	-2.8	-15.7	→
USD/CHF	0.924	4.4	-8.5	-1.4	2.2	-8.8	-0.7	→
EUR/USD	1.132	-7.5	9.0	-1.8	-5.3	6.7	-14.7	→
GBP/USD	1.334	-2.4	3.2	4.0	-0.1	7.1	-13.9	→
USD/JPY	113.150	9.6	-5.0	-0.9	8.8	0.1	45.7	→
USD/CNY	6.386	-2.4	-6.0	1.2	-2.9	-7.7	0.1	→

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

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

# MAKROPROGNOSEN

Die Weltwirtschaft schaltet 2022 einen Gang runter. Wir erwarten zwar, dass sich die globale Wirtschaft weiter erholt. In vielen Ländern dürfte dabei die Binnennachfrage ein wichtiger Wachstumsträger bleiben. Doch der konjunkturelle Gegenwind nimmt zu, so dass wir ein moderateres Wachstum antizipieren. Gründe hierfür sind u.a., dass fiskalpolitische Rettungs-

nahmen auslaufen und Lieferengpässe noch lange ein Bremsfaktor bleiben könnten. Darüber hinaus reduzieren die vielerorts kräftig gestiegenen Inflationsraten die Kaufkraft. Gleichzeitig rechnen wir mit einer Rücknahme geldpolitischer Notfallmassnahmen. 2023 dürfte sich das weltwirtschaftliche Wachstumstempo weiter normalisieren.

## Konjunktur- und Zinsprognosen

	BIP (% ggü. Vorjahr)			Inflation (% ggü. Vorjahr)			Leitzins (%)		Rendite 10-J. (%)	
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	26.11.21	in 6-9 Mt.	26.11.21	in 6-9 Mt.
Schweiz	3.5	3.3	1.6	0.5	0.7	0.6	-0.75	-0.75	-0.22	0.10
Eurozone	5.2	4.2	2.5	2.4	2.2	1.4	-0.50	-0.50	-0.34	0.10
Grossbritannien	7.0	5.7	2.3	2.4	3.7	1.6	0.00	0.25	0.82	1.20
USA	5.6	3.7	2.8	4.6	3.9	2.5	0-0.25	0-0.25	1.49	2.00
Japan	2.0	3.0	1.5	-0.1	0.5	0.1	-0.10	-0.10	0.07	0.10
China	8.0	5.4	5.3	1.1	2.9	2.5	-	-	-	-
Brasilien	5.0	1.4	1.9	8.1	7.9	3.6	-	-	-	-
Russland	4.5	2.7	2.2	6.7	6.5	3.6	-	-	-	-
Indien	7.9	7.8	6.6	5.2	5.1	4.8	-	-	-	-
Welt	6.0	4.4	3.4	-	-	-	-	-	-	-

## ÜBERBLICK WELTWIRTSCHAFT

### Wachstumsprognosen für das Gesamtjahr 2022

BIP-Wachstum 2022  $\geq$  4.0%

● Sehr hohes Wachstum

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

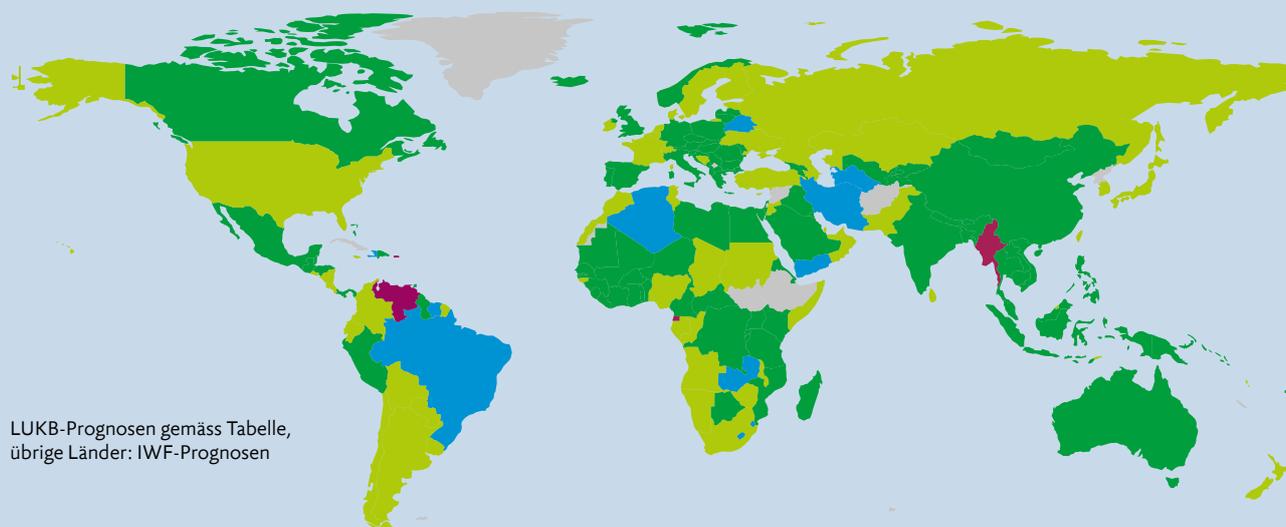
● Moderates Wachstum

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

● Schwaches Wachstum

BIP-Wachstum 2022  $<$  0%

● Rezession



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

**Luzerner Kantonalbank AG**

Pilatusstrasse 12

6003 Luzern

Telefon +41 (0) 844 822 811

info@lukb.ch

lukb.ch

**Disclaimer**

Diese Dokumentation dient ausschliesslich der Information und stellt keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Die verwendeten Informationen stammen aus Quellen, welche die Luzerner Kantonalbank als zuverlässig erachtet. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernimmt die LUKB keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Veröffentlichung. Die aufgeführten Informationen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Herausgabe dieses Dokuments. Änderungen sind jederzeit möglich. Die Dokumentation kann Werbeelemente enthalten. Die massgeblichen Produktdokumentationen mit Angaben zu Verkaufsbeschränkungen können per E-Mail (info@lukb.ch) oder telefonisch (+41 [0] 844 822 811) bei der Luzerner Kantonalbank AG bezogen werden. © 2021 Luzerner Kantonalbank

Signatory of:

