

Anlagepolitik



Ausbalancieren

 **Luzerner
Kantonalbank**

Q3 | 2022

Unsere Markteinschätzung
Seite 7

Fokusthema
Das Ende der Negativzinsen
erfordert Aufmerksamkeit
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

Der Druck an den Finanzmärkten hat in den letzten Monaten deutlich zugenommen. Grund dafür ist der strikte Straffungskurs, auf den sich die globalen Notenbanken angesichts der hohen Inflation begeben haben.

«Da die Zentralbanken eine Konjunkturabkühlung in Kauf nehmen werden, dürfte die Marktvolatilität vorerst hoch bleiben.»

Wir erwarten, dass sich die globale Konjunktur abkühlen dürfte bei einem nur langsamen Rückgang der Inflation. Aus diesem Grund raten wir vorerst zu untergewichteten Positionen in Aktien sowie Anleihen und auf der Gegenseite zu vergrösserten Positionen in Liquidität und Realwerten.

In den vergangenen Monaten hat die LUKB ihre Anlagestrategien überarbeitet. Eine der Anpassungen ist eine von den Anlageklassen losgelöste Steuerung der Fremdwährungen. Zudem erhöhen wir die strategischen Aktienquoten leicht, verbessern die Diversifikation auf der Obligationenseite und nutzen vermehrt Realwerte wie Immobilien oder Gold.

Im Fokustext dieser Anlagepolitik beleuchten wir die Auswirkungen des kommenden Endes der Negativzinspolitik aus Schweizer Sicht.

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: Das Ende der Negativzinsen erfordert Aufmerksamkeit
- 14 | Festverzinsliche Anlagen
- 16 | Aktienmärkte
- 18 | Rohstoffe
- 20 | Immobilien
- 22 | Marktüberblick
- 23 | Makroprognosen



FOKUSTHEMA

Das Ende der Negativzinsen erfordert Aufmerksamkeit

Die SNB befindet sich nach ihrer Zinserhöhung auf klarem Kurs, die Negativzinsphase im September zu beenden. Nach Jahren äusserst tiefer Zinsen stehen damit Anpassungen bei den Preisen vieler Vermögenswerte an. Portfolios sollten darauf vorbereitet werden.

AKTIEN

Der Marktrückgang hat sich im 2. Quartal verschärft. Das hat die Bewertungsniveaus deutlich verringert. Die Gewinnerwartungen sind bisher allerdings kaum gesunken. Wir gehen davon aus, dass diese ebenfalls fallen werden aufgrund der geldpolitischen Straffung und der damit verbundenen konjunkturellen Risiken.

ANLEIHEN

Der Renditeanstieg und die Ausweitung der Risikoprämien haben zu einem markanten Kursrückgang geführt. Staatsanleihen sind etwas attraktiver bewertet, wir sehen dennoch das Risiko weiter steigender Renditen. Unternehmensanleihen dürften von der konjunkturellen Abkühlung belastet werden. Breit diversifizierte Anleihen aus Schwellenländern stellen für uns eine Alternative dar.



ROHSTOFFE

Die Rohstoffpreise bewegen sich zwischen Konjunktursorgen und geopolitischen Risiken. Gold, Energie und Industriemetalle sind wichtige Portfoliobestandteile zur Abfederung von Risiken wie hohe Inflation und unerwartete Makro-Schocks.



IMMOBILIEN

Der Zinsanstieg hat die Kurse von Schweizer Immobilienfonds und internationalen Immobilienaktien (REITs) unter Druck gesetzt. Auf den aktuellen Niveaus sind beide Anlageinstrumente fairer bewertet, und wir empfehlen eine neutrale Gewichtung im Portfoliokontext, da die klaren Kurstreiber aktuell fehlen.

BASISSZENARIO

Hohe Energie- und Nahrungsmittelpreise belasten Konsum und Investitionen. Die Null-Covid-Strategie Chinas strapaziert die internationalen Lieferströme. Zusätzlich heben die Zentralbanken die Leitzinsen an, um die Inflation einzudämmen. Eine Rezession wird zwar vermieden, das globale Wirtschaftswachstum dieses und nächstes Jahr wird sich jedoch deutlich verlangsamen. Die Inflation wird nur graduell sinken, und die Unsicherheit des Ausblicks bleibt dabei hoch.

Erwartete Marktauswirkungen

Eher negativ für die Aktienmärkte, da Gewinnschätzungen vor dem Hintergrund des langsameren Wachstums zu hoch erscheinen. Leicht negativ für Anleihen aufgrund anhaltenden Risikos weiter steigender Renditen und höherer Risikoprämien. Neutral für Gold und Rohstoffe.

ALTERNATIVSZENARIEN

1. Kräftiger Abschwung
Ausgelöst z.B. durch eine zu schnelle Straffung der Geldpolitik, weitere Eskalation im Ukraine-Krieg (Gas-Lieferstopp), hohe Rohstoffpreise, Lieferkettenprobleme.

Erwartete Marktauswirkungen

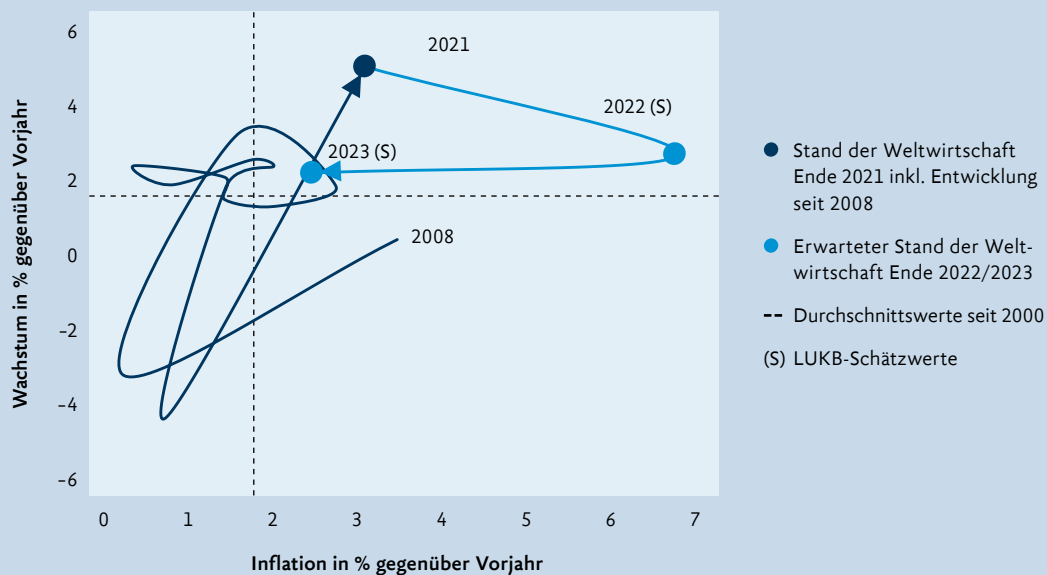
Positiv für Gold, Schweizer Franken, Anleihen von «safe haven»-Staaten; negativ für Aktien, Unternehmensanleihen, EUR und Schwellenländer-Vermögenswerte, Rohstoffe.

2. Globale Erholung
Ausgelöst z.B. durch sinkende Rohstoffpreise oder abebbende Lieferengpässe, die einen Rückgang der Inflation erlauben, ohne dass Zentralbanken zu restriktiv werden müssen.

Erwartete Marktauswirkungen

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

Wirtschaftswachstum und Inflation in den Industrieländern seit 2008



MARKTEINSCHÄTZUNG

Die konjunkturellen Abwärtsrisiken haben zugenommen, während die Inflation noch erhöht ist. Die Zentralbanken werden daher noch auf ihrem Zinserhöhungspfad bleiben. Unsere überarbeiteten Anlagestrategien sehen leicht höhere Aktienquoten und etwas tiefere Anleihequoten vor. In unserer Anlagetaktik emp-

fehlen wir aktuell ein Untergewicht bei Aktien. Auch Anleihen sollten noch untergewichtet werden. Bei den Quoten von Gold und Rohstoffen (Energie und Metalle) empfehlen wir eine leichte Übergewichtung zur Absicherung von unerwarteten Marktentwicklungen.

Markteinschätzungen und Positionierung per 01. Juli 2022

Anlageklasse		Kommentar
Liquidität		Im aktuellen Umfeld grösserer Unsicherheit empfehlen wir eine erhöhte Liquiditätsquote zur Ausnutzung von Marktopportunitäten
Festverzinsliche Anlagen		Anleihen sind nach dem Renditeanstieg etwas attraktiver, wir empfehlen dennoch ein leichtes Untergewicht aufgrund des Risikos steigender Renditen
CHF		Nach dem Renditeanstieg und der SNB-Zinserhöhung sind Schweizer Anleihen interessanter geworden, weshalb wir sie leicht übergewichten
EUR		Die Quote im EUR ist deutlich untergewichtet aufgrund des hohen Inflationsdrucks und der anstehenden Straffung der EZB-Geldpolitik
GBP		Wegen der hohen Inflation und der Aussicht auf weiter steigende Leitzinsen sollten GBP-Anleihen untergewichtet belassen werden
USD		Wir bevorzugen derzeit eine Untergewichtung von USD-Anleihen angesichts der sehr restriktiven Haltung der US-Notenbank
Schwellenländer		Hart- und Lokalwährungsanleihen von globalem Zinsanstieg betroffen, auf aktuellem Niveau attraktiv. CNY aus Diversifikations-Gründen interessant
Aktienmärkte		Abwärtsrevisionen bei den Gewinnerwartungen drohen aufgrund sich abschwächender Konjunktur. Aktien sind gegenüber Bonds noch nicht sehr günstig
Schweiz		Die Bewertung des Schweizer Marktes ist noch relativ hoch, weshalb er im aktuellen Marktumfeld schlechter rentieren dürfte
Eurozone		Aktien der Eurozone gewichten wir neutral. Die Bewertung hat sich verbessert, andere Märkte sind derzeit jedoch interessanter
Grossbritannien		Aus Bewertungsperspektive bleibt der UK-Aktienmarkt attraktiv. Auch der höhere Anteil an Rohstoffwerten macht ihn im aktuellen Umfeld interessant
Nordamerika		Der US-Markt ist immer noch vergleichsweise hoch bewertet. Wir sehen weiteres Korrekturpotenzial und gewichten den Markt unter
Pazifik		Der tiefere JPY macht den japanischen Markt attraktiver. Australische Titel aufgrund Rohstoff-Exponierung eine gute Diversifikation im Portfolio
Schwellenländer		Schwellenländeraktien vorerst untergewichten vor allem aufgrund schwacher Trendindikatoren. Bewertung nur eine leichte Stütze
Realwerte		
Immobilienfonds Schweiz		Schweizer Immobilienfonds weisen z.T. Abschläge zum Inventarwert auf. Die Attraktivität relativ zu CHF-Anleihen hat weiter abgenommen
Immobilien global (REITs)		Die globalen REITs-Märkte haben aufgrund des Zinsanstiegs deutlich korrigiert. Auf dem aktuellen Niveau erscheinen REITs fairer bewertet
Gold		Die Goldquote sollte übergewichtet werden, um unerwartete Marktereignisse und Inflationsrisiken abzufedern
Rohstoffe (ohne Agrar)		Rohstoffe (ohne Agrar) zur Abfederung von Inflationsrisiken und als Absicherung des Aktien-Untergewichts für den Fall positiver Wachstums-Überraschungen
Fremdwährungen vs. Franken		Wir raten zu einem leicht erhöhten Anteil von Fremdwährungen im Portfolio. Dabei sehen wir vor allem beim USD und JPY Potenzial, der EUR sollte hingegen untergewichtet werden

■ stärker untergewichtet ■ leicht untergewichtet ■ neutral ■ leicht übergewichtet ■ stärker übergewichtet

Unsere Anlagestrategien wurden per 1. Juli 2022 angepasst. Eine Angabe der vorherigen Positionierung ist daher dieses Mal nicht aussagekräftig.

Konjunktur und Geldpolitik

Die Weltwirtschaft wächst noch solide. Die Gefahr einer Rezession ist aber wegen einer restriktiveren Geldpolitik gestiegen. Abwärtsrisiken gehen weiterhin vom anhaltenden Ukraine-Krieg aus.

Der globalen Wirtschaft weht ein rauerer Wind entgegen. Der Ukraine-Krieg belastet vor allem über gestiegene Energie- und Nahrungsmittelpreise, während die Folgen der Null-Covid-Strategie Chinas die internationalen Lieferströme strapazieren. Zusätzlich treten mehr und mehr Zentralbanken auf die geldpolitische Bremse, um die Inflation einzudämmen. Letztere befindet sich auf hohen Niveaus und reduziert die Kaufkraft von Konsumenten und Unternehmen. Private Konsumausgaben und Investitionen verlieren damit an Dynamik. Und zu all dem gesellen sich noch die Nachwehen der Coronavirus-Pandemie.

Weltwirtschaft verliert an Schwung

Es steht also ausser Frage, dass die Weltwirtschaft an Tempo verlieren wird. Noch entwickelt sie sich robust. Das liegt u.a. daran, dass der vom Ukraine-Krieg ausgehende negative Schock die globale Wirtschaft dann traf, als sie sich noch im Aufschwung befand. In vielen Ländern haben sich die Arbeitsmärkte kräftig erholt. Gleichzeitig sind die Beschäftigungs- und Einkommensaussichten positiv. Das stützt die Konsumausgaben der privaten Haushalte. Darüber hinaus wirkte sich die in

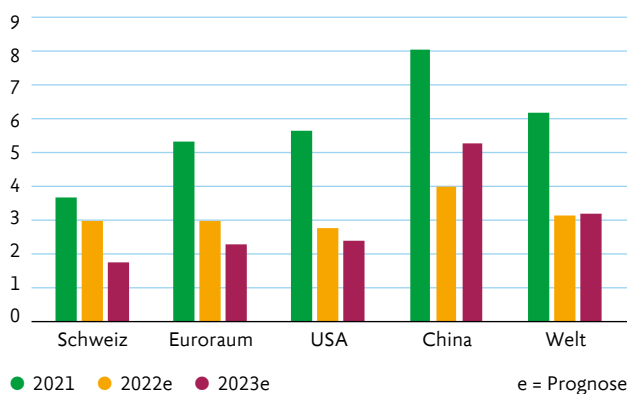
vielen Ländern vollzogene Rücknahme der Corona-Restriktionen positiv auf die Teile des Dienstleistungssektors aus, die auf Kontakt- und Mobilitätsfreiheit angewiesen sind, wie z.B. den Tourismussektor. Die Industriebetriebe profitieren von dem noch hohen Auftragsbestand, der die Produktion für einige Monate sichert. Insgesamt erwarten wir für 2022 und 2023 ein Wachstum der globalen Wirtschaftsleistung (BIP) von preisbereinigt jeweils gut 3%, nach 6.2% im letzten Jahr.

Rezessionsrisiko ist gestiegen

Die Gefahr, dass die Wirtschaft in Ländern und Regionen wie den USA, dem Euroraum und der Schweiz schrumpft, hat jedoch zugenommen. Nicht zuletzt wegen der restriktiven Geldpolitik. Der anhaltende Anstieg der Inflation hat viele Zentralbanken auf dem falschen Fuss erwischt. In den USA und im Euroraum hat die Teuerungsrate die Marke von 8% schon geknackt. Verglichen damit erscheint die Schweizer Inflationsrate mit 2.9% im Mai niedrig. Doch auch hierzulande sorgt sich die Notenbank um die Preisstabilität und hat den Leitzins im Juni um 50 Basispunkte (Bp) auf -0.25% angehoben. Zudem hat sie die Tür für weitere Zinsschritte geöffnet, wobei wir erwarten, dass der Leitzins in 12 Monaten das Niveau von 0.50% erreichen könnte. Die Europäische Zentralbank (EZB) möchte ihre Leitzinsen ab Juli erhöhen. Dagegen ist die US-Notenbank (Fed) schon deutlich aggressiver unterwegs. Seit März hob sie ihren Leitzins um 1.5 Prozentpunkte auf 1.50-1.75% an und signalisierte, dass sie den Leitzins rasch weiter in die Höhe schrauben will. Hierbei erwarten wir, dass sie ihn auf Jahressicht auf 3.50-3.75% anheben wird.

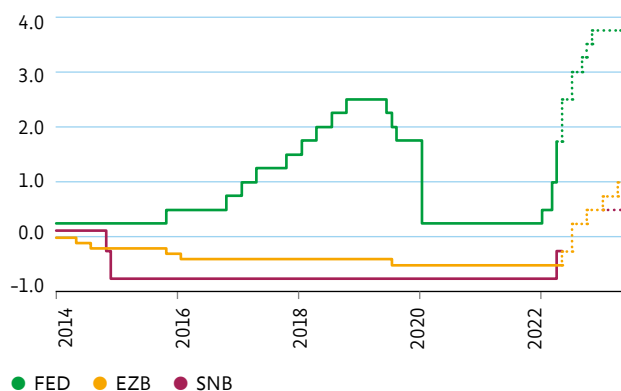
Wirtschaftswachstum

Bruttoinlandprodukt in % gegenüber Vorjahr, inflationsbereinigt



Leitzinsen und LUKB-Prognose

in %, gepunktete Linien zeigen LUKB-Prognose



US-Wirtschaftstanker drosselt die Fahrt

Die Wachstumsperspektiven für die US-Wirtschaft haben sich eingetrübt. Den Zinsanstieg der Fed spüren bereits die Hausbauer. Die Verkäufe neuer Eigenheime tendieren schon südwärts. Gegenwind kommt aber auch von der Fiskalpolitik, da die pandemiebedingten öffentlichen Hilfsprogramme ausgelaufen sind. Die Wirtschaft entwickelt sich aber - noch - robust. Darauf deuten beispielsweise die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor hin. Per saldo erwarten wir, dass die Wirtschaft dieses Jahr um 2.8% wächst, nach 5.7% im letzten Jahr. Für 2023 rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von 2.4%. Die Inflationsrate dürfte im Durchschnitt dieses Jahres 7.5% betragen und 2023 auf 2.5% zurückgehen.

Euroraum im Dauerstress

Die negativen Folgen der Coronavirus-Pandemie auf die Wirtschaft waren noch nicht abgeklungen, da folgte mit dem Ukraine-Krieg der nächste Schock. Da der Euroraum wirtschaftlich enger mit Russland und der Ukraine verflochten ist als andere Regionen der Welt, ist die Dämpfung der Konjunktur kräftiger als anderswo. Insbesondere hohe Rohstoffpreise sowie Lieferprobleme, die im Zusammenhang mit dem Krieg stehen, beeinträchtigen den privaten Konsum und die Investitionen. Dem entgegen stehen die noch guten Beschäftigungs- und Einkommensaussichten. Gleichzeitig gehen positive fiskalische Impulse vom Corona-Wiederaufbaufonds aus. Wir gehen davon aus, dass die Wirtschaft 2022 um 3% wächst und sich 2023 auf 2.3% verlangsamt.

Schweiz wächst solide

Der Schweizer Konjunkturzug rollt weiter - allerdings mit angezogener Bremse. Bremsende Effekte gehen u.a. von den hohen Rohstoffpreisen und vom starken Franken aus. Letzterer hat nochmals an Stärke gewonnen, als die SNB den Leitzins im Juni überraschend anhub. Die Währungshüter signalisierten dabei, dass sie eine weitere Aufwertung tolerieren würden, um damit die importierte Inflation zu verringern. Der starke Franken beeinträchtigt die Exportindustrie. Darüber hinaus schwächt sich die Auslandsnachfrage aufgrund der Wachstumsverlangsamung in wichtigen Partnerländern ab. Per saldo erwarten wir für dieses Jahr, dass die Schweizer Wirtschaft auch aufgrund positiver



Brian Mandt
Chefökonom

Basiseffekte um 3% gegenüber dem Vorjahr wächst. 2023 dürfte sie sich auf 1.8% verlangsamen. Die Inflationsrate bleibt dieses Jahr mit durchschnittlich 2.3% auf hohem Niveau. Für 2023 erwarten wir einen Rückgang auf 1.2%.

Chinas Wachstumsmotor stottert

Die Null-Covid-Politik der Regierung Chinas hat die Wirtschaft des Landes stark in Mitleidenschaft gezogen. In den letzten Wochen hat sich die Lage jedoch entspannt. Hiervon profitiert vor allem die Industrie, die sich rasch erholt. Dagegen entwickelt sich der Dienstleistungssektor schwach. Auch für die kommenden Monate erwarten wir, dass sich der Sektors und der private Konsum nur langsam erholen werden. Die Zweiteilung der chinesischen Wirtschaft dürfte also noch anhalten. Für dieses Jahr erwarten wir daher ein Wirtschaftswachstum von 4%, nach 8.1% im letzten Jahr. Im kommenden Jahr sollte sich die Dynamik auf 5.3% beschleunigen. ■

IN KÜRZE

Globale Wirtschaft entwickelte sich bisher robust

Inflation aber weiterhin auf hohem Niveau

Zentralbanken heben Leitzinsen zügig an

Rezessionsgefahren haben damit zugenommen

Abwärtsrisiken drohen auch seitens des anhaltenden Ukraine-Krieges

Das Ende der Negativzinsen erfordert Aufmerksamkeit



Die SNB wird nach ihrer Zinserhöhung die Negativzinsphase im September beenden. Nach Jahren äusserst tiefer Zinsen stehen damit Anpassungen bei den Preisen vieler Vermögenswerte an.

Björn Eberhardt Leiter Investment Office

Auch in der Schweiz geht an den Finanzmärkten derzeit eine Ära zu Ende, die die Investitionslandschaft hierzulande mindestens seit dem Ausbruch der Eurokrise im Jahr 2010 geprägt hat: die Phase äusserst tiefer und lange Zeit sogar negativer Zinsen. Die vergangenen Monate brachten bereits einen deutlichen Anstieg der Renditen von Schweizer Staatsanleihen. Zu Jahresbeginn 2022 lag die Zinskurve für diese Anleiheart noch komplett im negativen Bereich. Mittlerweile hat sie sich um 0.9 bis 1.5 Prozentpunkte nach oben verschoben und sogar Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von nur einem Jahr rentieren wieder leicht positiv.

Von Überkapazitäten zur Knappheit

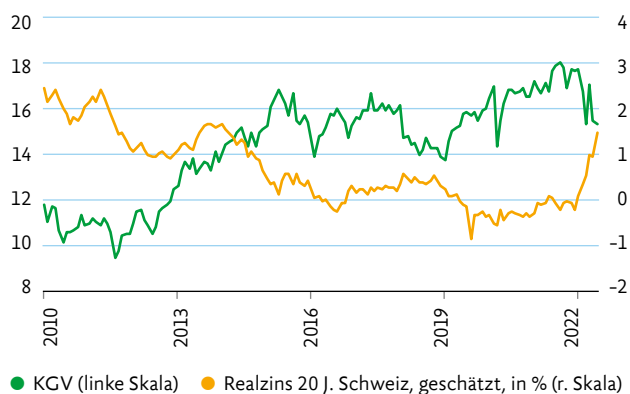
Die Haupttreiber für diese Marktentwicklung sind globaler Natur und haben u.a. mit den Verwerfungen durch die Pandemie sowie dem Ukraine-Krieg zu tun.

Der dadurch ausgelöste Inflationsschock hat gerade die US-Notenbank überrascht, die nun versucht, durch eine rasche geldpolitische Straffung wieder die Kontrolle über die Inflation zurückzuerlangen. Dies hat bereits das gesamte US-Zinsgefüge verschoben und aufgrund der hohen Bedeutung des US-Marktes andere Anleihemärkte ebenfalls stark beeinflusst.

Derzeit scheinen einige Trends abrupt zu enden, die die Finanzmärkte seit dem Überwinden der globalen Finanzkrise im Jahr 2009 mitprägten. So hatten immer wieder auftauchende Deflationssorgen (Stichwort «säkulare Stagnation») in den 2010er-Jahren dazu geführt, dass Zentralbanken in den USA, Japan und Europa sehr expansive Geldpolitiken verfolgten. Der damit verbundene Rückgang der Zinsen bewirkte einen enormen Anstieg der Preise von einer Vielzahl von Vermögens-

KGV Schweizer Aktien und Staatsanleiherendite

basierend auf Gewinnschätzungen für die nächsten 18 Monate



Realer Aussenwert des Franken seit 2000

Indexwerte; Dez. 2000 = 100. Grösserer Wert = stärkerer Franken



werten. In der Hoffnung der Zentralbanken sollte dies Konsum und Investitionen gleichermassen stimulieren und damit den Abwärtsdruck auf die Preise drehen.

Den Höhepunkt fand diese Entwicklung in der Reaktion auf den Ausbruch der Pandemie vor zwei Jahren. Da nun zeitgleich Verwerfungen auf der Angebotsseite (Lieferkettenprobleme) und eine enorme Stimulierung der Nachfrageseite stattfanden, wurde aus einem Problem der Überkapazitäten eines der Knappheit. Auch dieses wird eines Tages wieder enden. Doch der Weg dorthin dürfte nur über höhere Realzinsen verlaufen – um die Nachfrage zu zügeln und gleichzeitig mehr Ersparnis für Kapitalinvestitionen anzulocken. Dieser Anpassungsprozess hat allerdings bedeutende Implikationen für Anleger und kann zu einer längeren Marktphase von erhöhter Inflation und steigenden Renditen führen.

Steigende Leitzinsen auch in der Schweiz

Zunächst muss die Geldpolitik auf den Umstand reagieren, dass höhere Realzinsen nötig sind, da ansonsten die Inflation nicht zurück in Richtung der Inflationsziele gebracht werden kann. Etliche Notenbanken haben daher bereits mit Zinserhöhungen reagiert, so auch die Schweizerische Nationalbank (SNB). Auf ihren überraschend grossen Zinsschritt im Juni dürften in den kommenden Sitzungen noch weitere Zinserhöhungen folgen. Damit sollte vorerst wohl eine längere Phase positiver Zinsen vor uns liegen. Wie lange diese anhält, darüber lässt sich nur spekulieren.

So sind ohne Zweifel negative Szenarien denkbar wie eine durch die Straffung der Geldpolitik ausgelöste Rezession oder Verschuldungskrise. In solchen Szenarien wäre sicherlich auch die Geldpolitik ab einem gewissen Punkt wieder gezwungen, mit Lockerungsmassnahmen entgegenzuwirken.

Geldmarkt und Anleihen attraktiver

In unserem Basisszenario erwarten wir, dass sich die Investitionslandschaft signifikant verändert. Da die

kurzfristigen Zinsen (streng genommen: die inflationsbereinigten Zinsen bzw. der Realzins) als Diskontsatz zusammen mit den Risikoprämien die Basis für die Bewertung verschiedenster Vermögenswerte darstellen, stehen damit eine Reihe von möglichen Bewertungsanpassungen bevor, die es im Auge zu behalten gilt.

Am Anfang steht die Tatsache, dass steigende Realzinsen die Attraktivität kurzfristiger Geldanlagen relativ zu anderen Anlageformen erhöhen. Das hat bereits zu einer Neubewertung von Obligationen und damit zum Anstieg der Schweizer Zinskurve geführt. Mittlerweile

bieten Schweizer Obligationen bester Schuldnerqualität selbst nach Abzug der zu erwartenden Inflation relativ attraktive Renditen, gerade im Vergleich zu USD- oder EUR-Anleihen. Der Renditeanstieg hat zudem die Attraktivität von Obligationen gegenüber anderen Anlagearten etwas erhöht.

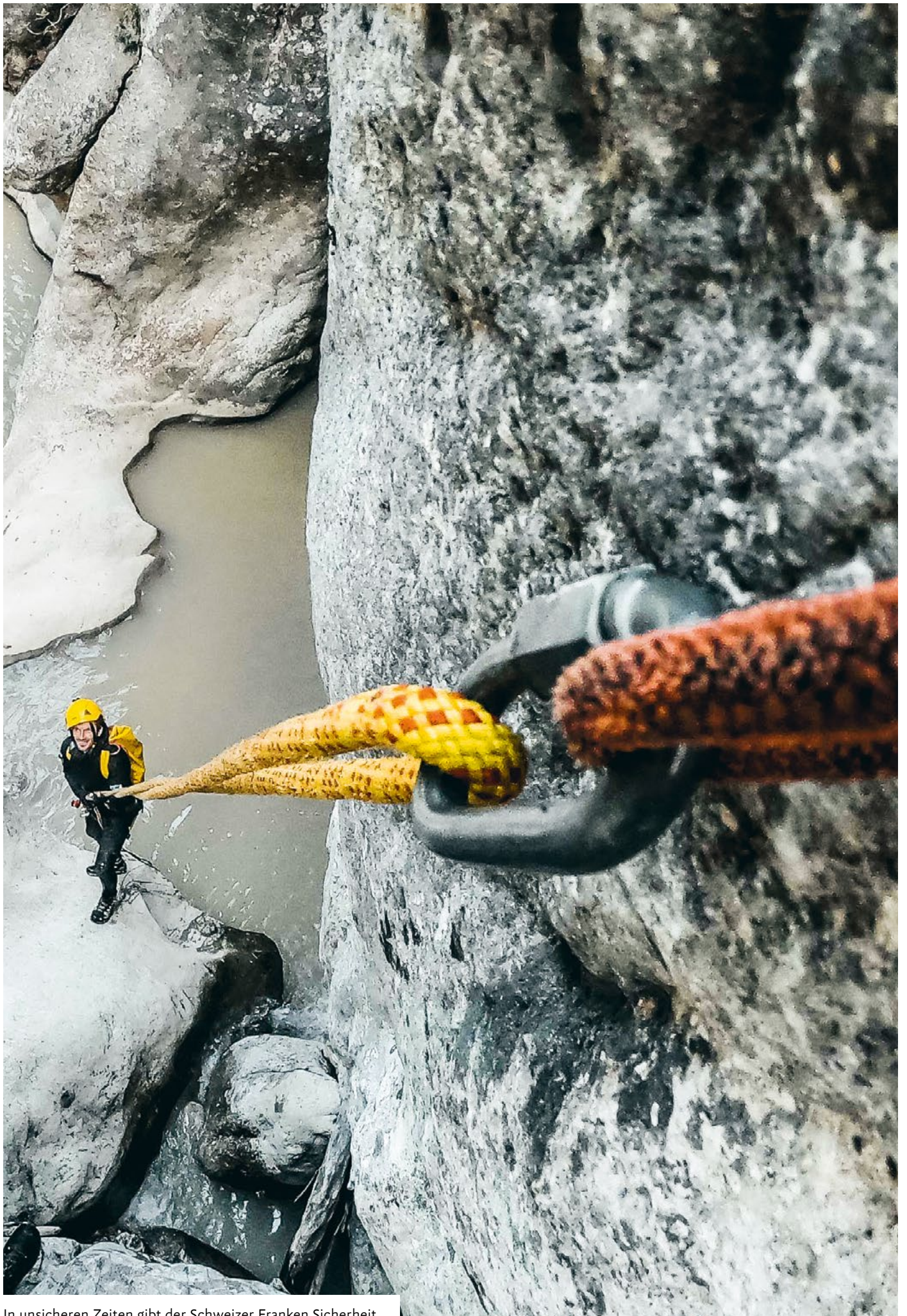
Schweizer Aktien noch hoch bewertet

Dies bekommen gerade die Aktienmärkte zu spüren. Denn

das Tiefzinsumfeld hatte unter anderem dazu geführt, dass Schweizer Aktienanlagen aus relativer Perspektive attraktiver wurden. So lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis hierzulande in den vergangenen zehn Jahren über dem vieler anderer Aktienmärkte. In gewisser Weise reflektierte dies die defensive und konzentrierte Natur des Heimmarktes, dessen Schwergewichte weniger volatil sind und mit ihren Dividendenrenditen interessanter als negativ verzinsten Staatsanleihen waren.

Hier kann entsprechend aufgrund der gestiegenen Diskontsätze ebenfalls ein Anpassungsprozess bevorstehen. In einem inflationären Umfeld bieten Unternehmen mit Marktmacht wie die Schweizer Schwergewichte zwar einen besseren Schutz als Anleihen. Aber sollten sich Inflation und Zinsniveau auf höheren Niveaus als in der Vergangenheit stabilisieren, könnte dieser Vorteil weniger relevant werden. Denn die höheren Diskontsätze würden zu sinkenden «fairen» Aktienbewertungen führen.

«Um die Phase der Knappheiten zu überwinden, werden höhere Realzinsen nötig sein. Der Anpassungsprozess könnte länger anhalten.»



In unsicheren Zeiten gibt der Schweizer Franken Sicherheit.

Immobilienmarkt vor Herausforderungen

Auch Immobilienanlagen werden direkt durch den Zinsanstieg betroffen. Seit Beginn des Jahres sind die Hypothekarzinsen relativ deutlich angestiegen und haben Niveaus wie zuletzt vor acht Jahren erreicht. Das verteuert die Finanzierung in einem Markt, in dem sich die Tragbarkeit von Wohneigentum über die letzten Jahre aufgrund der gestiegenen Preise ohnehin schon verschlechtert hatte. Entsprechend sind wohl eine Abschwächung der Nachfrage und des Preiswachstums zu erwarten. Eine grössere Preiskorrektur am Schweizer Wohnimmobilienmarkt ist jedoch eher unwahrscheinlich, da fundamentale Treiber wie die anhaltende Zuwanderung und ein vergleichsweise langsames Wachstum des Angebots eine Stütze bilden. Die Nachfrage dürfte künftig weiterhin grösser als das Angebot bleiben.

Bei indirekten Immobilienanlagen wie Immobilienfonds hat der Zinsanstieg bereits eine grössere Kurskorrektur ausgelöst, die zu einem Rückgang der Agios auf deutlich tiefere Niveaus geführt hat. Relativ zu den Obligationenrenditen erscheinen die Dividendenrenditen von Schweizer Immobilienfonds dennoch nicht mehr so attraktiv, was gegen eine schnelle Kurserholung spricht.

Schweizer Franken dürfte stark bleiben

Mit dem Ende der Negativzinspolitik dürfte die SNB auch dem Wechselkurs wieder deutlich grösseren Spielraum geben als in der Vergangenheit. Aufgrund der im internationalen Vergleich relativ niedrigen Schweizer Inflation und seiner Rolle als «sicherer Hafen» könnte der Franken im Trend weiter aufwerten. Die SNB dürfte eine geordnete Aufwertung hinnehmen, da sie wie eine geldpolitische Straffung wirkt. Der Franken würde in diesem Fall für ausländische Investoren interessanter. Schweizer Investoren müssen dies hingegen bei Anlagen in Fremdwährungen in Betracht ziehen und gegebenenfalls eine Währungsabsicherung vornehmen.

Ausländische Vermögenswerte bieten Diversifikation

Neben Schweizer Vermögenswerten gehören aus Diversifikationsgründen auch ausländische Obligationen und Aktien in ein gemischtes Portfolio. Durch die Marktbewegungen der vergangenen Monate unterscheiden sich die Zinskurven in den Hauptwährungen wieder stärker voneinander, was eine bessere Diversifikation des Zinsänderungsrisikos erlaubt. Zudem stehen Instrumente wie inflationsgeschützte Anleihen zur Verfügung, die auch für Schweizer Investoren eine interessante Möglichkeit darstellen, sich gegen steigende Inflations Sorgen an den Finanzmärkten abzusichern. Auf der Aktienseite ermöglichen Investitionen in ausländischen Aktienmärkten eine bessere Diversifikation auf Sektorebene bei gleichzeitiger Reduktion des Einzeltitelrisikos.

Zu einem gut diversifizierten Portfolio zählen ferner Anlagen in Edel- und Industriemetalle sowie Energierohstoffe. Alle bieten eine gute Absicherung gegen Inflationsrisiken im Portfoliokontext, was mit Schweizer

Vermögenswerten allein kaum erreichbar wäre. Gold hilft zudem bei der Absicherung gegenüber unerwarteten Schocks, wie z.B. bei geopolitischen Ereignissen.

Fazit

Die Phase der tiefen oder gar negativen Zinsen geht (vorerst) zu Ende. Das hat Konsequenzen für viele Schweizer Vermögenswerte, denn der Zinsanstieg erfordert eine Neubewertung der Renditeaussichten verschiedenster Anlageklassen. Das kann in der Übergangsphase sinkende Vermögenspreise mit sich bringen, wie derzeit bei Obligationen und Aktien zu beobachten ist. Aufgrund der vergleichsweise hohen Attraktivität Schweizer Vermögenswerte könnte der Prozess im Heimmarkt jedoch weniger drastisch ausfallen als in anderen Währungen. Ein global intelligent diversifiziertes Portfolio bietet dennoch die beste Herangehensweise für diese Phase des Übergangs und der mit ihr verbundenen Unsicherheit. In unserer aktuellen Anlagepolitik empfehlen wir dabei vorerst eine Untergewichtung von Anleihen und Aktien, eine erhöhte Cashquote sowie Positionen in Immobilienanlagen, Gold, Energie und Industriemetallen. ■

«Der Schweizer Franken dürfte im Trend weiter aufwerten. Eine Absicherung von Fremdwährungen sollte daher in Betracht gezogen werden.»

Festverzinsliche Anlagen



Björn Eberhardt
Leiter Investment Office

Die Anleihemärkte hatten bisher einen der schlechtesten Jahresstarts der jüngeren Vergangenheit. Trotz des bisher erfolgten Renditeanstiegs raten wir weiterhin zu einer Untergewichtung von Anleihen in einem gemischten Portfolio.

Die Bewegungen an den Kapitalmärkten seit Jahresbeginn erreichten ein Ausmass, das lange nicht mehr zu beobachten war. So stieg die Rendite 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen bis Mitte Juni um 1.5 Prozentpunkte auf 1.4%. Der Anstieg in anderen Währungen war zum Teil sogar noch stärker ausgeprägt. Der Gesamtverlust des Marktes für Schweizer Staatsanleihen liegt dadurch seit Jahresbeginn bei -16%, grösser als alle anderen Rücksetzer in den vergangenen 30 Jahren.

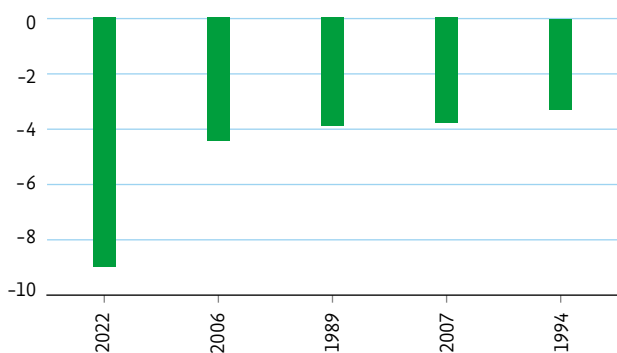
Zentralbanken machen Kehrtwende

Auslöser dieses Renditeanstiegs war eine markante Kehrtwende der grossen Zentralbanken. So hob die US-Notenbank die Zinsen schneller an als ursprünglich erwartet. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) signalisierte einen früheren Zinsschritt, und die Schweizerische Nationalbank (SNB) eilte sogar mit einer Leitzinserhöhung der EZB voraus. Mittlerweile erwarten die Finanzmärkte eine ganze Serie von Leitzinsschritten von diesen drei Zentralbanken. Gleichzeitig dürfte die Inflation aktuell ihren Höhepunkt durchlaufen, bevor sie sehr langsam sinken sollte. Das Potenzial für einen zusätzlichen Anstieg der Renditen in längeren Laufzeitenbereichen ist damit nicht mehr ganz so gross.

Wir gehen aktuell davon aus, dass die Unsicherheit des Ausblicks für die Inflation vorerst erhöht bleibt. Das Risiko erneuter restriktiver Signale seitens der Notenbanken bleibt somit bestehen. Aus diesem Grund empfehlen wir noch eine Untergewichtung von Staatsanleihen in gemischten Portfolios und eine Positionierung in kürzeren Laufzeiten.

Schweizer Staatsanleihen mit schlechtem 1. Halbjahr

in %, Jahre mit der schwächsten Performance im 1. Halbjahr



Verfallrendite EUR- und USD-Unternehmensanleihen

in %



In der Eurozone haben sich die Renditedifferenzen bei Staatsanleihen unterschiedlicher Länder jüngst wieder ausgeweitet. Auslöser war der generelle Anstieg des Zinsniveaus und vor diesem Hintergrund eine Neubewertung des Risikos von Zahlungsausfällen. Einerseits ist eine grössere Rolle des Marktes bei der Preisbestimmung wünschenswert. Andererseits kann dies ungewollte Unterschiede der Wirkung der Geldpolitik in einzelnen Ländern hervorrufen. So könnte die EZB zum Beispiel wegen zu straffer Finanzierungsbedingungen in Italien ihre Geldpolitik lockerer halten, als dies für Deutschland nötig wäre. Wir gehen davon aus, dass eine erneute Eurokrise unwahrscheinlich ist, deren Vermeidung durchaus den Einsatz gezielter Instrumente bedeuten kann. Der politische Wille, eine erneute Finanzkrise zu vermeiden, dürfte jedoch angesichts der vielen anderen Herausforderungen, wie etwa dem Ukraine-Krieg, sehr ausgeprägt sein.

Die Risikoprämien sind auch im Markt für Unternehmensanleihen deutlich angestiegen. Zwar liegen sie noch unter den Niveaus, die im März 2020 erreicht wurden. Die Verfallrenditen sind jedoch gerade im EUR aufgrund des Anstiegs der Staatsanleiherenditen auf Höchststände geklettert, die zuletzt 2011 gesehen wurden. Damit haben sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen deutlich verschlechtert. Die Effekte dürften jedoch erst über die Zeit sichtbar werden, da sich viele Unternehmen in den vergangenen Jahren zu deutlich niedrigeren Zinsen verschulden konnten. Von den aktuellen Niveaus besteht immer noch das Potenzial für eine weitere Ausdehnung der Risikoprämien bei einem steigenden Risiko einer Rezession, weshalb wir eine leichte Untergewichtung gegenüber Staatsanleihen empfehlen.

Die Entwicklung von Schwellenländeranleihen war in den vergangenen drei Monaten erneut negativ, trotz des bereits im 1. Quartal verzeichneten Rückgangs. So gaben sowohl Hartwährungs- als auch Lokalwährungsanleihen weiter nach. Grund war eine Kombination aus steigenden Renditen und einer Ausweitung der Risikoprämien. Währungsseitig vermochten sich viele Lokalwährungen gegenüber dem Franken zu erholen, wobei die Schwäche der türkischen Lira eine klare Ausnahme darstellt. In unseren angepassten Anlagestrategien empfehlen wir breit diversifizierte Engagements sowohl in Hartwährungs- als auch Lokalwährungsanleihen der Schwellenländer. Anleihen in chinesischen Yuan gewichten wir dabei stärker, da sie aus unserer Sicht einen sehr guten Beitrag zur Portfoliodiversifikation darstellen und aktuell im Gegensatz zu anderen Anleihemärkten von der Aussicht auf eine geldpolitische Lockerung profitieren könnten. ■

Gestiegene Risikoprämien in der Eurozone

Unternehmen vor teurerer Refinanzierung

Schwellenländeranleihen unter Druck

IN KÜRZE

Anleihen trotz erfolgtem Renditeanstieg untergewichten

Staatsanleihen der Hauptwährungen gegenüber Unternehmensanleihen etwas übergewichten

Breit diversifizierte Engagements in Schwellenländeranleihen (Hart- und Lokalwährung) mit einem Fokus auf CNY-Anleihen

Aktienmärkte

Angesichts zahlreicher Unsicherheitsfaktoren auf konjunktureller und geopolitischer Ebene ist mit vermehrten Abwärtsrevisionen bei den Gewinnerwartungen zu rechnen.

Die Stimmung an den Aktienmärkten ist nach wie vor sehr angespannt, was sich in erhöhter Volatilität niederschlägt. Der Ukraine-Krieg hat zu einem deutlichen Anstieg der Energie- und Rohstoffpreise geführt. In der Folge sind die Inflationszahlen in die Höhe geschneit und haben ein Niveau erreicht, das wir seit Jahrzehnten nicht mehr gesehen haben. Die Notenbanken versuchen nun der Teuerung Einhalt zu gebieten und haben mit Zinserhöhungen darauf reagiert. Die Anleger fürchten sich nun davor, dass ein (zu) schneller Zinsanstieg die Konjunktur abwürgen könnte. Die Phase der erhöhten Volatilität dürfte daher auch in den kommenden Wochen anhalten.

Gewinnerwartungen unter Druck

Die Unternehmen leiden unter den höheren Energie- und Rohstoffpreisen, hohen Frachtkosten und steigenden Löhnen. Bei einer abnehmenden Konjunkturdynamik wird es für die Unternehmen schwieriger werden, die höheren Produktionskosten vollumfänglich an die Kunden weiterzugeben. Gleichzeitig sind die Konsumenten verunsichert und halten sich mit grösseren Ausgaben zurück. Diese Konstellation wird aus unserer

Sicht in einigen Sektoren zu einer weiteren Senkung der Gewinnerwartungen führen.

Sektoreinstufung

Die Spannweite der Performance in den einzelnen Sektoren war in diesem Jahr enorm. Während der globale Energiesektor aus naheliegenden Gründen mit +35% an der Spitze liegt, bilden Medien & Unterhaltung sowie Einzelhandel mit je -35% die Schlusslichter. Die weiteren Aussichten sind je nach Sektor sehr unterschiedlich. Deshalb bleibt die richtige Sektor-Auswahl auch in den kommenden Monaten entscheidend.

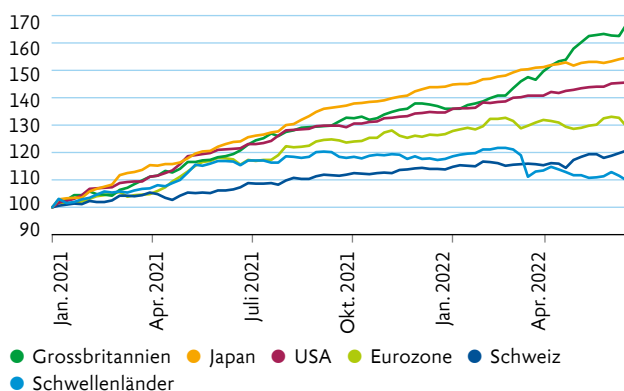
Eine defensive Ausrichtung erscheint uns sinnvoll. Wir bevorzugen die Sektoren Energie, Roh- und Grundstoffe, Gesundheitswesen und Nichtzyklischer Konsum. Kommunikation, Versorger und Zyklischen Konsum meiden wir.

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 Kursen reflektiert zu sein. Zusätzliche Sanktionen gegen Russland und anhaltende politische Diskussionen werden bei Energie- und Rohstoffpreisen zu Volatilität auf erhöhten Niveaus sorgen.

Insgesamt präsentiert sich der Ausblick für den gesamten Roh- und Grundstoffsektor positiv, auch dank des hohen Gewichts der Bergbau- und Industriegas-

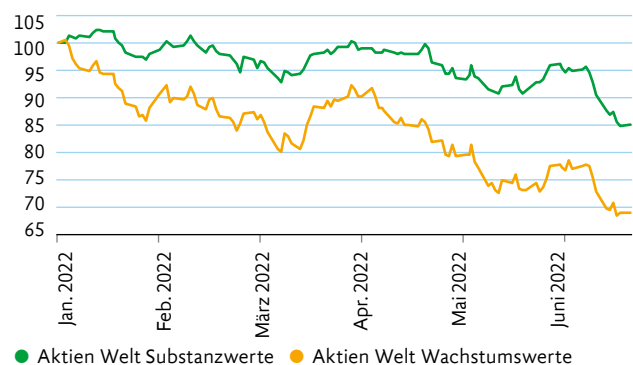
Gewinnschätzungsentwicklung seit Anfang 2021

indexiert, Januar 2021 = 100



Substanz- vs. Wachstumswerte seit Anfang 2022

indexiert, Januar 2022 = 100



Sektor LUKB-Einstufung

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

konzerne. Innerhalb des Sektors favorisieren wir Bergbauunternehmen in politisch stabilen Regionen (Australien, Nordeuropa) und mit starken Bilanzen. Bei den Chemiekonzernen präferieren wir Industriegasunternehmen. Diese können Preiserhöhungen an ihre Kunden weitergeben. Zudem sind die Eintrittshürden für neue Konkurrenten sehr hoch, die Ergebnisse weniger volatil. Stahlkonzerne dürften unter den hohen Energie- und Rohstoffpreisen leiden. Die mittelfristigen strukturellen Herausforderungen bleiben zudem gross (verstärkte CO₂-Vorgaben, Konkurrenz aus Asien), und die Bilanzqualität von Stahlproduzenten ist unterdurchschnittlich. Die Fundamentaldaten für die Papierunternehmen sind hingegen positiv.

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.

In einem Umfeld hoher geopolitischer Risiken und abnehmender Konjunkturpolitik bieten Unternehmen aus dem Sektor des nichtzyklischen Konsums in einem diversifizierten Portfolio einen stabilen Anker. Wir bevorzugen Nahrungsmittelhersteller. Ihnen dürfte es mit der Zeit gelingen, höhere Rohstoff-, Verpackungs- und Logistikkosten an den Kunden weiterzuleiten, auch



Daniel Bosshard
Aktienanalyst

wenn diese vorübergehend die Margen belasten werden. Wir sehen weiterhin davon ab, in Tabakhersteller zu investieren, auch wenn diese günstig bewertet sind. Die zunehmenden Regulierungen und das steigende Gesundheitsbewusstsein werden die Nachfrage nach Tabakprodukten belasten. ■

IN KÜRZE

Unternehmen sind mit einem Umfeld hoher Kosten und vorsichtigerer Konsumenten konfrontiert, was die Margen belasten könnte

Weitere Abwärtsrevisionen bei den Gewinnschätzungen dürften daher anstehen

Defensive Sektoren sollten weiterhin bevorzugt werden: Energie, Roh- und Grundstoffe, Gesundheitswesen sowie Nichtzyklischer Konsum

Rohstoffe

Bei Öl und Gas steht die Unsicherheit über Lieferungen von Russland nach Europa im Fokus. Konjunktursorgen belasten sowohl Industriemetalle als auch Energie.

Die Preisentwicklungen der meisten Rohstoffe sind Folge der geopolitischen Ereignisse einerseits und der konjunkturellen Aussichten andererseits. Während viele Rohstoffe im 1. Quartal des laufenden Jahres auf langjährige Höchststände geklettert waren, setzte bei einigen im 2. Quartal aufgrund aufkeimender Inflations-, Zins- und somit Konjunkturängste eine Korrektur ein. Die Preise von Öl und Gas sind jedoch weiter angestiegen und haben das Rohöl zwischenzeitlich wieder bis auf ca. USD 125 pro Fass ansteigen lassen. Das Gold konnte seine Qualitäten als Schutz gegen Krisen und Inflation bestätigen und hat sich mit einem Minus von nur ca. 5% im 2. Quartal besser als die Basismetalle und die Aktienmärkte entwickelt.

Die EU beschliesst Teil-Embargo auf russisches Öl

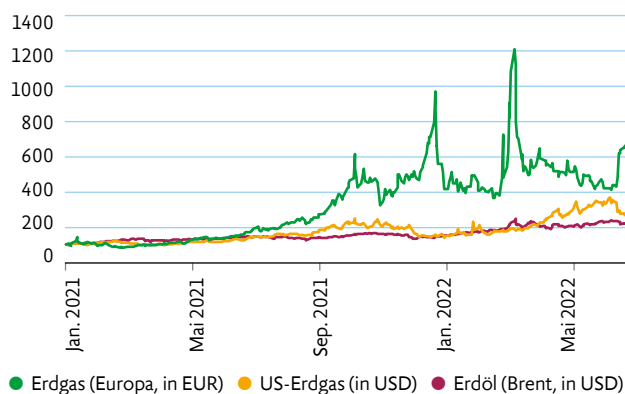
Die Preise von Erdöl sind aktuell von Konjunkturängsten, geopolitischen Diskussionen um Sanktionen und zusätzlichen Fördermengen geprägt. Die EU hat sich kürzlich durchgerungen, das per Schiff importierte russische Rohöl zu boykottieren. Damit sind ungefähr zwei Drittel der Importe aus Russland betroffen.

Dies stellt einen Kompromiss dar, denn auf Drängen von Ungarn sollen vorerst nur die Lieferungen per Seeweg unterbunden werden, die Lieferung durch Pipelines bleibt weiterhin gewahrt. Um die Folgen erhöhter Preise zu mildern und die sanktionsbedingt gesunkene Förderquote Russlands zu kompensieren, hatten die OPEC+-Länder beschlossen, die Produktionserhöhungen für Juli und August um 50% zu beschleunigen. Allerdings konnten schon bisher einige Länder wie Angola oder Nigeria ihre Quoten kaum erfüllen. Viele Länder haben deshalb bereits vor geraumer Zeit zusätzliches Rohöl aus den Notreserven freigegeben, um die Preise zu entlasten.

Auch die Gaspreise standen im 2. Quartal im Fokus. Russland hat im April die Gas-Lieferungen nach Polen und Bulgarien eingestellt. Denn diese Länder haben sich geweigert, die Lieferungen, wie von Russland gefordert, in Rubel zu bezahlen. Der Brand in einem LNG (liquefied natural gas)-Terminal in den USA hat ebenfalls zu Verwerfungen im Gasmarkt geführt. An dem Terminal wird Gas aus den USA verarbeitet, um es dann in flüssigem Zustand nach Europa zu verschiffen. Durch den Brand konnte das Gas entsprechend nicht mehr verflüssigt werden, wodurch in den USA ein Überangebot entstand und gleichzeitig in Europa eine Verknappung. In der Folge haben die US-Futures ungefähr 15% eingebüsst, während die Gaspreise in Europa um ca. 10% angestiegen sind.

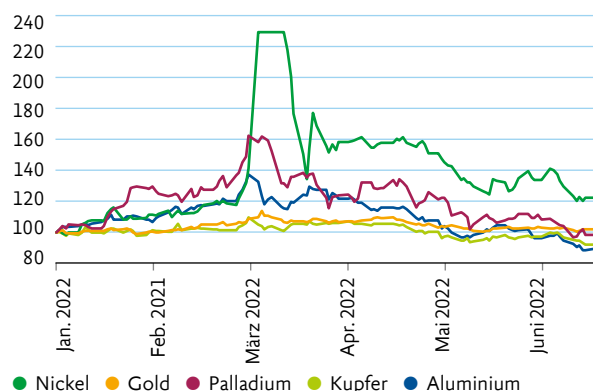
Preise von Erdöl und Erdgas

indiziert, Januar 2021 = 100



Preise ausgewählter Metalle im Jahr 2022

in USD, indiziert, Januar 2022 = 100



Wir rechnen damit, dass die Öl- und Gasmärkte aufgrund der geopolitischen Ereignisse und Diskussionen auf erhöhten Niveaus weiterhin volatil bleiben, zumal aktuell auch die Lieferungen von Gazprom durch die Nord-Stream-1-Pipeline reduziert sind, da gemäss offizieller Verlautbarung Ersatzteile fehlen sollen. Am demnächst stattfindenden Treffen zwischen Saudi-Arabien und den USA, das stark unter der Energie-Inflation leidet, werden die Ölpreise im Zentrum stehen. Diskussionen um zusätzliche Ölfördermengen aus dem Iran oder Saudi-Arabien könnten die Situation jedoch entspannen.

Gold bewahrte seine Schutzfunktion in Krisenzeiten

Nach den starken Übertreibungen beim Palladiumpreis zu Kriegsbeginn haben sich die Preise kontinuierlich abgeschwächt. Da Russland der zweitgrösste Palladiumproduzent ist, werden die Sanktionen das Angebot zwar verknappen, aber Substitutionsmöglichkeiten von Palladium durch Platin bei Autokatalysatoren und eine sich abschwächende Wirtschaftsdynamik werden auch die Nachfrage dämpfen.

Gold hat unter den Zinserhöhungen bzw. dem Anstieg der Realrenditen und dem US-Dollar gelitten, zeigte sich jedoch im Allgemeinen aufgrund der gestiegenen Unsicherheiten und Marktvolatilitäten recht robust. Für den Moment erwarten wir eine Seitwärtsbewegung und erachten eine Allokation zu Gold in einem gemischten Portfolio als gute Absicherung gegenüber unerwarteten Turbulenzen an den Finanzmärkten.

Konjunkturabschwung drückt auf die Preise der Basismetalle

Nachdem der Nickelpreis im März aufgrund von Hedging-Geschäften eines grossen Industriemagnaten starke Preisverwerfungen verzeichnet hatte, hat er sich im 2. Quartal im Bereich von USD 30 000 pro Tonne bewegt. Wie die meisten Buntmetalle stand kürzlich auch Nickel vermehrt unter Verkaufsdruck, da global mittlerweile von einer deutlichen Wachstumsabschwächung ausgegangen wird. Die kompromisslose Gangart Chinas in der Bekämpfung von Covid-19 und die gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreise haben Ängsten um eine Konjunkturverlangsamung Vorschub geleistet. Dies wird Auswirkungen auf den Bau von



Andreas Müller
Analyst Rohstoffe

Häusern und Infrastruktur haben, womit insbesondere die Nachfrage nach Nickel und Kupfer unter Druck steht. Die Preise scheinen jedoch bereits vieles vorwegzunehmen. Zudem sind die Autoverkäufe zurückgegangen, was sich unter anderem auf den Bedarf an Aluminium auswirken wird. Die tiefen Lagervorräte und die wegen der hohen Energiepreise gestiegenen Produktionskosten werden zu einer Angebotsverknappung führen, was die Preise unterstützen wird. ■

IN KÜRZE

Öl- und Gaspreise dürften im Spannungsfeld geopolitischer Ereignisse und einer sich abschwächenden Wirtschaftsdynamik bei hoher Volatilität auf erhöhten Niveaus bleiben

Gold könnte zwischenzeitlich von steigenden Realzinsen belastet werden, stellt aber einen guten Schutz gegen unerwartete Marktschocks dar

Basismetalle aufgrund verstärkter Wirtschaftssorgen mit weniger Potenzial

Immobilien

Die Zinswende dürfte den Aufwärtsdruck bei den Preisen für Wohneigentum mindern. Schweizer Immobilienfonds haben einiges an Zinserhöhungen und Konjunkturabkühlung eingepreist. Globale Immobilienaktien sind im Portfolio-kontext interessant.

Die Leitzinserhöhung der SNB hat auch in der Schweiz die Zinswende untermauert. Binnen weniger Monate sind die Renditen von Schweizer Staatsanleihen deutlich angestiegen und haben die Zinssätze für Festhypotheken mit nach oben gezogen. Zwar ist die Nachfrage nach Wohneigentum vorerst intakt und übersteigt weiterhin das Angebot. Die teurere Finanzierung dürfte sich künftig jedoch dämpfend auf die Entwicklung der Wohneigentumspreise auswirken.

Noch einmal kräftiges Preiswachstum im Q1

Zumindest zum Jahresstart 2022 hat sich der kräftige Preiszuwachs bei Wohneigentum noch fortgesetzt. So weisen die Daten des privaten Immobiliendienstleisters IAZI für das 1. Quartal 2022 bei Einfamilienhäusern ein Preiswachstum von 1.8% im Quartalsvergleich sowie von 7.4% auf Jahresbasis aus. Auch bei Eigentumswohnungen zeigt sich ein ähnlich dynamisches Bild. Diese

verteuerten sich im Quartalsvergleich um 1.0% und auf Jahresbasis um 5.1%.

Zinsanstieg macht Mieten attraktiver

Der Ausblick für das Preiswachstum bei Wohneigentum sieht jedoch verhaltener aus. Denn die Zinsen für Festhypotheken sind seit Jahresanfang deutlich gestiegen und haben sich zum Beispiel bei einer zehnjährigen Laufzeit auf ca. 3% verdoppelt. Während viele Eigentümer erst bei der nächsten Refinanzierung von Hypotheken die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zu spüren bekommen dürften, könnte der Zinsanstieg vor allem Auswirkungen auf die Nachfrage im Neugeschäft haben.

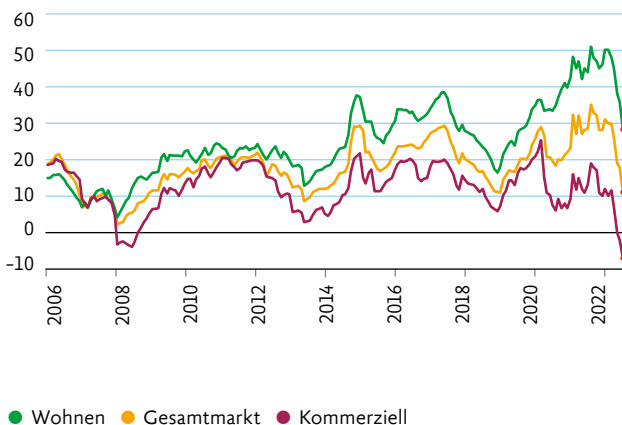
Die Nachfrage dürfte jedoch nicht massiv eingebremst werden. Der Grund ist, dass bereits seit einigen Jahren für die Berechnung der Tragbarkeit ein relativ hoher kalkulatorischer Hypothekenzinssatz benutzt wurde, der immer noch deutlich über den aktuellen Hypothekenzinsen liegt. Die steigenden Finanzierungskosten bringen dennoch mit sich, dass Mieten im Vergleich zu Wohneigentum wieder attraktiver geworden ist, was einige potenzielle Käufer von selbst genutztem Wohneigentum vom Kauf abhalten könnte.

Tragbarkeit aktuell nicht gefährdet

Auch wenn die SNB jüngst wieder vor einer Überhitzung des Häusermarkts warnte und die Preise im Markt für genutztes Wohneigentum im Schnitt je nach Rechenmethode für 10 bis 35% als zu hoch ansieht, dürfte die

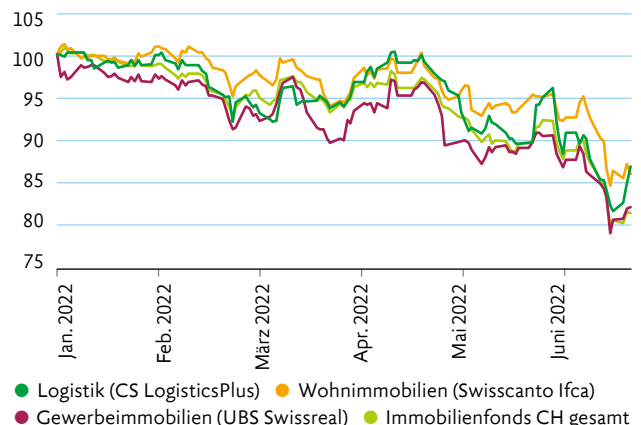
Agios Schweizer Immobilienfonds

Kurs gegenüber Nettoinventarwert in %



Entwicklung von Schweizer Immobilienfonds 2022

Gesamtrendite, indiziert. Jan. 2022 = 100



Tragbarkeit für viele Eigentümer vorerst kein Problem darstellen. Gemäss der «goldenen» Regel der Tragbarkeit müssen Schuldner den Hypozins bis zu einer Schwelle von 5% finanzieren können, um sich für einen Hauskredit zu qualifizieren. Erst wenn der Wert der Immobilie drastisch sinken oder sich die Einkommens- und Vermögenssituation der Eigentümer verschlechtern würden, müssten die betroffenen Schuldner die Lücke bei der Bank (Nachschusspflicht) ausgleichen. Solange die Zinsen in überschaubarem Rahmen steigen und die Wirtschaft nicht in eine Rezession abgelenkt, dürfte das Gros der Eigentümer bezüglich Tragbarkeit nicht in Schwierigkeiten geraten.

Robuste Nachfrage im Mietwohnungsmarkt

Was für den Eigentumsmarkt seit Jahren gilt – eine deutlich grössere Nachfrage als Angebot –, war im Mietwohnungsmarkt im letzten Jahr zum ersten Mal seit 12 Jahren ebenfalls zu beobachten. Wir sehen gute Chancen, dass die Nachfrage auch 2022 über dem Angebot bleibt, so dass sich der Leerstand weiter verringert. Zum einen rechnen wir mit einer intakten Nettozuwanderung, die aufgrund der Ukraine-Flüchtlinge gar noch höher ausfallen könnte. Daneben erwarten wir von der demografischen Alterung und vom Trend zur Individualisierung ebenfalls Nachfrageimpulse nach Wohnraum. Auf der Angebotsseite dürfte die Bauwirtschaft angesichts gestiegener Kosten das Tempo eher drosseln. Ein Rückgang des Leerstands auf dem Mietwohnungsmarkt scheint somit wahrscheinlich und dürfte sich positiv auf die Angebotsmieten auswirken.

Schweizer Immobilienfonds – einiges Negatives eingepreist

Das Gros der Schweizer Immobilienfonds hat im 2. Quartal 2022 einen deutlichen Kursrückgang hinnehmen müssen, ähnlich wie der breite Aktienmarkt. Neben den kräftig gestiegenen Zinsen haben die anhaltend hohe Inflation und die Konjunkturunsicherheit das Marktsentiment und damit die Kurse der Immobilienfonds belastet. Durch den Kursrückgang haben sich die Bewertungen der Immobilienfonds gemessen an den Agios, die das Verhältnis von Kurs zum Nettoinventarwert abbilden, zurückgebildet. Einige Geschäftsimmobilienfonds werden gar zu Disagio gehandelt. Unseres Erachtens dürfte einiges Negatives in den aktuellen Kursen der Immobilienfonds eingepreist sein. Wir favorisieren derzeit Fonds mit



Tom Eyer
Analyst Immobilienanlagen

gemischten Liegenschaften, also Wohn- und Gewerbeimmobilien.

Globale REITs mit positiven Diversifikationseigenschaften

Internationale Immobilienaktien (REITs) haben im 2. Quartal 2022 eine negative Kursentwicklung vollzogen. Zyklische Aktiensegmente, zu denen auch REITs zählen, haben negativ auf steigende Zinsen und erhöhte Wirtschaftsunsicherheiten reagiert. Unseres Erachtens ist in den aktuellen Kursen einiges an Zinserhöhungen und Wirtschaftsabkühlung eingepreist. Sollten sich die Wirtschaftsaussichten aufhellen und das Marktsentiment verbessern, stehen die Chancen für eine Kurserholung bei Immobilientiteln gut. Im Portfoliokontext bringen Immobilienaktien positive Diversifikationseigenschaften mit sich. Zudem verfügen Immobilien als Realwerte über einen gewissen Inflationsschutz. Wir präferieren daher eine Position in globalen, breit diversifizierten REITs, mit denen wir unsere bisherige Position in europäischen REITs ersetzen. ■

IN KÜRZE

Schweizer Immobilienfonds preis ein einiges an Zinserhöhungen und Konjunkturabschwächung ein

Gemessen an den Agios sind die Bewertungen deutlich zurückgekommen

Gemischte Schweizer Immobilienfonds bevorzugen

Internationale Immobilienanlagen bieten interessante Diversifikationseigenschaften im Portfoliokontext

MARKTÜBERBLICK

Der Schwenk vieler Zentralbanken hin zu einer schnelleren Straffung der Geldpolitik belastete die Finanzmärkte und führte zu einer Zunahme der Volatilität. Nach einem schwachen Jahresauftakt im 1. Quartal stiegen die Verluste im 2. Quartal noch einmal deutlich an. Besonders schwach zeigten sich dabei die US-Aktien. Aber auch der Schweizer Markt stach als einer der

schwächeren Aktienmärkte hervor. Die Performance der Anleihen war ebenfalls sehr negativ, und der Verlust lag im Schnitt bei 8% während des Quartals. Etwas besser hielten sich die Rohstoffpreise, die jedoch von hoher Volatilität geprägt waren. Unter den Währungen ragte die Stärke des US-Dollars hervor, der zwischenzeitlich sogar die Parität zum Franken erreichte.

Performance ausgewählter Finanzmarktindizes

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

	Performance-Rückblick							Unsere Erwartung in 6-9 Monaten
	24.06.22	2022	2021	2020	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	
Geldmarkt								
Geldmarkt CHF 3 Mt.	114.5	-0.2	-0.5	-0.5	-0.5	-2.3	-3.4	→
Staatsanleihen								
Schweiz (CHF)	162.8	-15.3	-4.2	2.1	-15.2	-13.5	-5.0	→
Eurozone (EUR)	219.8	-12.9	-3.8	4.2	-12.9	-7.5	11.5	→
Grossbritannien (GBP)	257.3	-14.6	-5.3	8.9	-14.0	-5.5	18.6	→
USA (USD)	2'254.3	-9.8	-2.3	8.0	-9.4	2.3	9.8	→
USA inflationsgeschützt (USD)	344.2	-7.8	6.0	11.0	-3.5	17.7	20.3	→
China (CNY)	212.2	1.9	5.5	3.2	5.4	27.6	54.2	→
Unternehmensanleihen								
Denominiert in CHF	172.5	-7.2	-0.5	0.5	-7.6	-5.2	6.0	→
Global (USD)	252.6	-15.4	-2.9	10.4	-16.3	1.1	19.0	→
EM-Anleihen								
Hartwährung (USD)	375.4	-17.8	-2.6	7.1	-19.1	-3.4	24.0	→
Lokalwährung (USD)	136.4	-8.7	-1.6	5.3	-9.2	4.9	13.2	→
Aktienindizes								
Schweiz SMI	10'823.1	-13.7	23.7	4.4	-7.2	40.3	147.9	→
Schweiz SPI	13'945.9	-15.2	23.4	3.8	-9.5	35.7	150.5	→
USA (USD)	3'911.7	-17.3	28.7	18.4	-7.0	75.5	256.6	↘
UK (GBP)	7'208.8	-0.4	18.4	-11.6	5.2	17.7	91.0	→
Eurozone (EUR)	3'533.2	-15.6	24.1	-2.6	-11.4	16.5	126.8	→
Japan (JPY)	1'866.7	-5.1	12.7	7.4	-1.8	30.0	209.3	→
China, Schanghai (CNY)	4'394.8	-10.3	-3.5	29.9	-13.0	34.6	116.3	→
Welt (USD)	2'619.5	-18.0	22.3	16.5	-11.4	52.1	176.1	→
Schwellenländer (USD)	1'011.2	-16.8	-2.2	18.7	-23.9	14.4	44.4	→
Immobilien								
Schweizer Immobilienfonds	178.9	-15.7	7.3	10.8	-14.9	14.0	52.5	→
REITs Global (USD)	140.5	-18.8	27.1	-8.3	-12.1	15.6	80.0	→
Rohstoffe								
Breiter Rohstoffindex (USD)	1'983.1	18.1	34.9	2.3	29.7	88.7	29.7	↗
Gold (USD)	1'828.5	0.3	-4.0	24.8	2.7	45.5	17.1	↗
Öl (Brent) (USD)	110.1	40.5	51.1	-21.8	45.6	141.3	21.6	↗
Kupfer (USD)	8'381	-14.0	25.7	26.0	-10.8	45.0	14.5	→
Devisen								
EUR/CHF	1.007	-2.8	-4.2	-0.5	-8.1	-7.2	-16.2	→
USD/CHF	0.958	5.0	3.1	-8.5	4.4	-1.2	0.3	→
EUR/USD	1.054	-7.3	-7.1	9.0	-11.6	-5.9	-15.9	↘
GBP/USD	1.229	-9.3	-0.9	3.2	-11.6	-3.5	-21.0	→
USD/JPY	135.220	17.4	11.5	-5.0	22.0	21.5	68.0	→
USD/CNY	6.698	5.5	-2.9	-6.0	3.5	-2.0	5.2	→

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

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

MAKROPROGNOSEN

Die globale Wirtschaft hat sich in den letzten Monaten dem Ukraine-Krieg und den Lieferengpässen zum Trotz erstaunlich robust entwickelt. Vielerorts sind die Arbeitsmärkte eng. Die im Schlepptau des Ukraine-Krieges kräftig gestiegenen Rohstoffpreise versetzten der Inflation einen weiteren Schub nach oben. Die Zentralbanken haben reagiert und die Zinsen angehoben.

Weitere Zinsschritte dürften folgen, um die hohe Inflation einzudämmen. Der Rückgang der Inflation dürfte jedoch nur graduell erfolgen. Die restriktiver ausgerichtete globale Geldpolitik wird dazu beitragen, dass die Weltwirtschaft an Dynamik verlieren wird. 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	24.06.22	in 6-9 Mt.	24.06.22	in 6-9 Mt.
Schweiz	3.7	3.0	1.8	0.6	2.3	1.2	-0.25	0.50	1.18	1.60
Eurozone	5.3	3.0	2.3	2.6	7.3	2.6	-0.50	0.75	1.44	2.00
Grossbritannien	7.4	3.6	1.4	2.6	8.5	4.3	1.25	2.00	2.30	2.60
USA	5.7	2.8	2.4	4.7	7.4	2.4	1.5-1.75	3.25-3.50	3.12	3.50
Japan	1.7	2.0	2.3	-0.2	2.0	0.6	-0.10	-0.10	0.23	0.20
China	8.1	4.0	5.3	1.0	2.3	2.5	-	-	-	-
Brasilien	4.9	1.8	1.1	8.3	10.7	6.6	-	-	-	-
Russland	4.8	-8.4	-3.2	6.7	15.6	7.7	-	-	-	-
Indien	8.1	6.9	5.5	5.1	7.0	5.3	-	-	-	-
Welt	6.2	3.2	3.2	-	-	-	-	-	-	-

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%

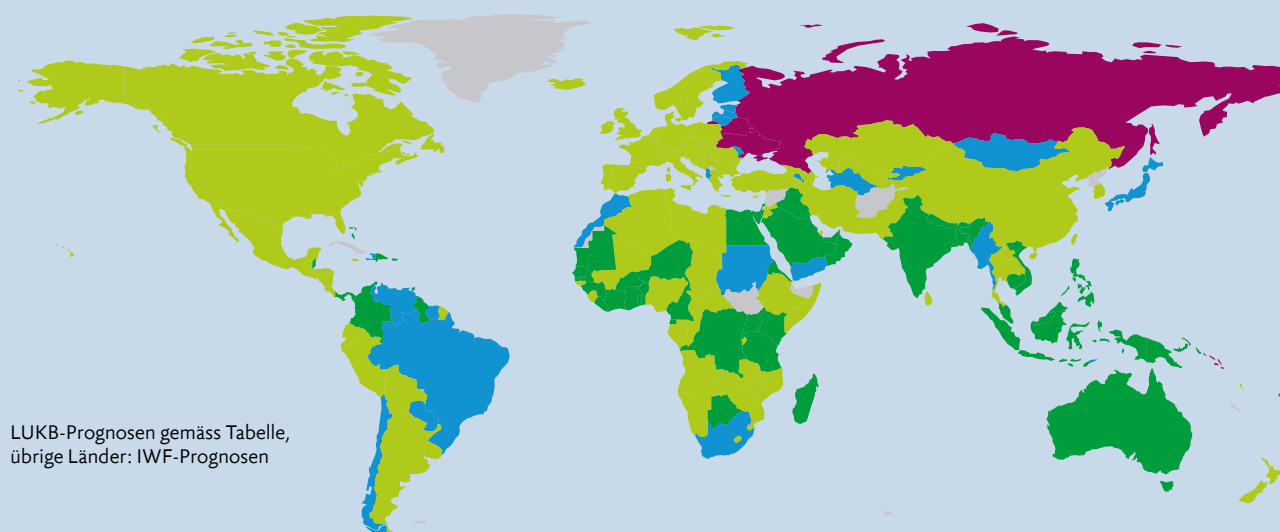
BIP-Wachstum 2022 $<$ 0%

● 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:

