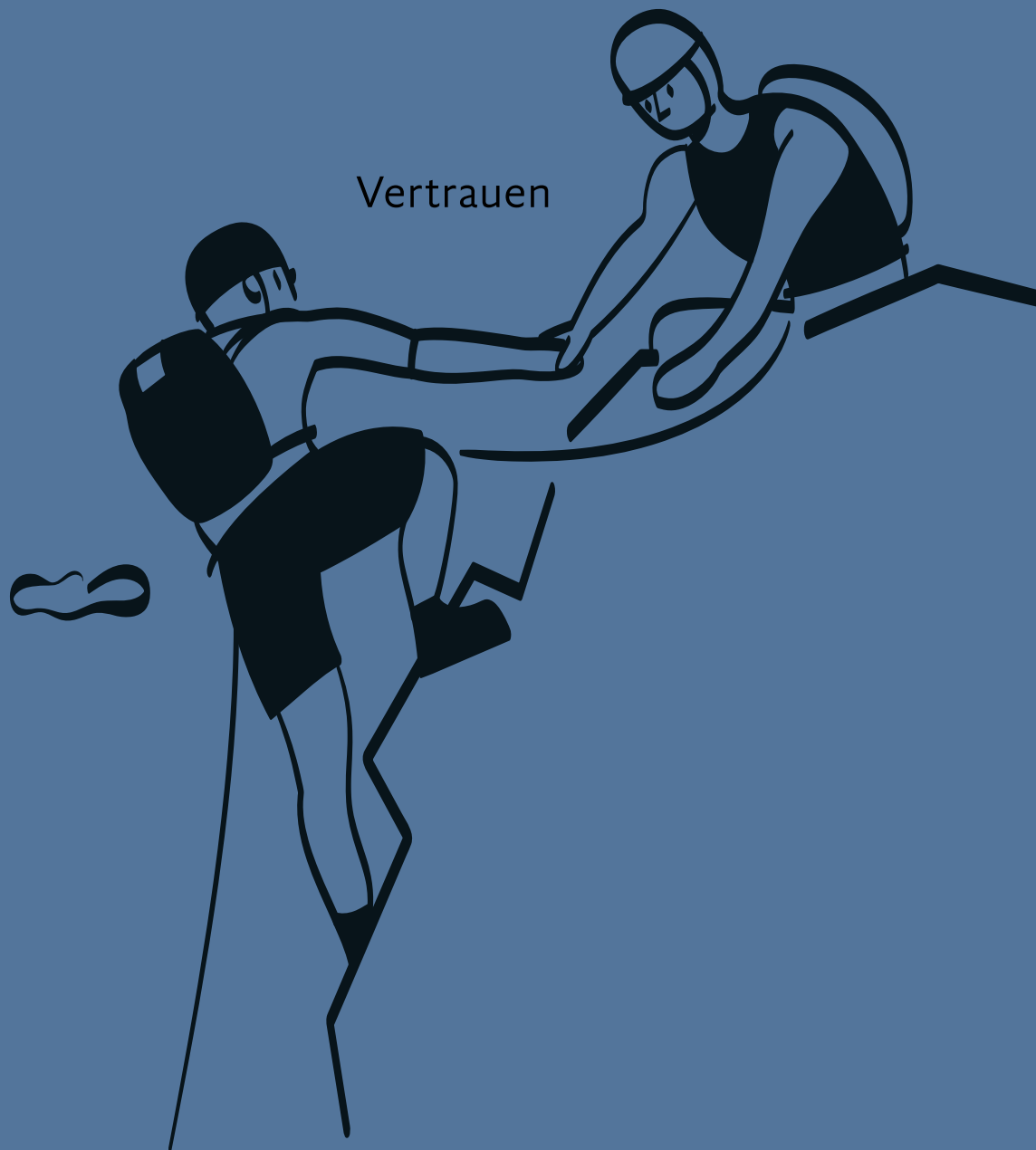


# Anlagepolitik



 **Luzerner  
Kantonalbank**

Q4 | 2021

Unsere Markteinschätzung

Seite 7

Fokusthema:

Navigieren in einem  
aussergewöhnlichen Umfeld

Seite 10

# Vertrauen

Vertrauen in uns selbst und in andere Menschen und Situationen ist ein wertvolles Gut. Dank Vertrauen gehen wir gelassener durchs Leben, es schenkt uns ein Gefühl von Sicherheit und Zuversicht. Vertrauen macht mutig und setzt Kräfte frei. Vertrauen führt Menschen zusammen und ist eine Grundvoraussetzung für positiv geprägte Beziehungen. Beziehungen zwischen Menschen oder auch zu Institutionen wie einer Bank.

# EDITORIAL

Geschätzte Investorin, geschätzter Investor

Die Finanzmärkte waren in den vergangenen Wochen mit zahlreichen Unsicherheitsfaktoren konfrontiert, was grössere Marktbewegungen auslöste und oftmals von China ausging. Das vor uns liegende 4. Quartal dürfte ebenfalls von erhöhter Volatilität geprägt bleiben.

## «Angesichts hoher Bewertungen und abnehmenden Wachstums müssen wir uns wieder an erhöhte Volatilität gewöhnen.»

Ein Grund dafür ist, dass die Erholung von Konjunktur und Finanzmärkten seit dem Frühjahr 2020 mit ungewöhnlich hoher Dynamik ablief. Gleichzeitig bestehen Kapazitätsengpässe und Lieferkettenprobleme, was die Inflation erhöht halten dürfte.

Grosse Notenbanken haben daher bereits signalisiert, dass die Zeiten der ultralockeren Geldpolitik zu Ende gehen. Angesichts hoher Bewertungen der meisten Vermögenswerte wird das Abwägen zwischen Wachstums- und Inflationsrisiken viel Feingefühl auch bei der Kommunikation der Zentralbanken benötigen.

Der Fokustext in dieser Ausgabe der Anlagepolitik beschäftigt sich mit diesem Prozess und seinen Chancen und Risiken für die Finanzmärkte.

Ich wünsche Ihnen viel Freude beim Lesen.

Ihr Björn Eberhardt  
Leiter Investment Office



**Björn Eberhardt**  
Leiter Investment Office

## INHALT

- 4 | Highlights
- 6 | Basisszenario
- 7 | Markteinschätzung
- 8 | Konjunktur und Geldpolitik
- 10 | Fokus: Navigieren in einem aussergewöhnlichen Umfeld
- 14 | Festverzinsliche Anlagen
- 16 | Aktienmärkte
- 18 | Rohstoffe
- 20 | Immobilien
- 22 | Marktüberblick
- 23 | Makroprognosen

# HIGHLIGHTS

## MAKRO- UND RISIKOUMFELD

Unsere Indikatoren zeigen ein Umfeld, in dem sich die Liquiditätsversorgung rückläufig entwickeln dürfte bei gleichzeitig hoher und nur leicht sinkender Risikobereitschaft und dynamischem Wachstum. Unser Inflationsindikator deutet auf zunehmende Risiken hin.

■ 3. Quartal 2021    ■ 4. Quartal 2021



**LIQUIDITÄT**

Lockere Geldpolitik und tiefe Zinsniveaus sorgen für hohe Liquidität, was die Vermögenspreise stützt. Das kommende Tapering bewirkt aber einen leichten Rückgang des Indikators.



**RISIKOUMFELD**

Die jüngsten Marktturbulenzen bewirkten einen leichten Rückgang der Risikobereitschaft, der Indikator bleibt aber erhöht aufgrund der tiefen Renditen risikoarmer Anlagen.



**WACHSTUM**

Die globale Wachstumsdynamik ist derzeit rückläufig, bleibt aber robust und vorerst auch noch auf hohem Niveau. Das stützt aus unserer Sicht insbesondere die Aktienmärkte.



**INFLATION**

Der Inflationsindikator hat noch einmal zugenommen, getrieben vor allem vonseiten der Materialkosten und Löhne. Inflation bleibt ein Risiko, das beachtet werden sollte.

## 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:

### Navigieren im aussergewöhnlichen Umfeld

Die Konjunkturerholung vom Pandemieeinbruch verlief äusserst rasant, aber auch uneinheitlich. Die Überlappung zyklischer und struktureller Faktoren erschwert die Orientierung. Wir zeigen die wichtigsten Entwicklungen auf und wie man das Portfolio vor unerwarteten Risiken schützt.

## AKTIEN

Etliche Aktienmärkte vermochten im 3. Quartal neue Rekordhochs zu erzielen. Die Bewertungen bleiben erhöht, ein solides Wachstum bei den Gewinnerwartungen, ein guter Konjunkturausblick sowie das tiefe Zinsniveau stützen jedoch zahlreiche Märkte.

## ANLEIHEN

Festverzinsliche Anlagen sind äusserst hoch bewertet. Staatsanleiherenditen sind nach Abzug der Inflation in der Regel negativ. Risikoprämien auf neuen Rekordtiefs hat Unternehmensanleihen noch teurer gemacht. Robustes Wachstum sowie die bald weniger lockere Geldpolitik bergen das Risiko eines Renditeanstiegs. Schwellenländeranleihen bleiben für uns eine attraktive Alternative.



## ROHSTOFFE

Das von uns erwartete robuste Wachstum dürfte bei Öl und Industriemetallen zu weiteren Preissteigerungen führen. Gold ist für uns aus Diversifikationsgründen ein wichtiger strategischer Portfoliobestandteil.



## IMMOBILIEN

Bei den Immobilienanlagen bleiben wir bei einem Einsatz von Schweizer Immobilienfonds mit einem Fokus auf gemischte Anlagen, wo wir weiteres Kurspotenzial sehen. Bei ausländischen Immobilienanlagen bevorzugen wir nach der jüngsten Korrektur unverändert EUR-Immobilien aufgrund der guten konjunkturellen Perspektiven.

# BASISSZENARIO

Die Weltwirtschaft sollte sich weiter erholen. Allerdings dürfte sich das Wachstumstempo künftig verlangsamen. Gründe hierfür sind u. a. die noch vorhandenen globalen Lieferengpässe. Diese werden die Produktion in Teilen der Wirtschaft noch auf absehbare Zeit dämpfen. Die Inflation dürfte allmählich wieder zurückkommen, bleibt aber in vielen Ländern auch 2022 noch auf hohen Niveaus. Wichtige Zentralbanken dürften ihre quantitativen Massnahmen allmählich drosseln.

## Erwartete Marktauswirkungen

In unserem Basisszenario bleiben Aktien die bevorzugte Anlageklasse. Unternehmensanleihen dürften dagegen aufgrund der bereits sehr hohen Bewertung weniger profitieren. Bei Staatsanleihen erwarten wir in diesem Umfeld leicht steigende Renditen. Rohstoffe sollten von der anhaltenden Reflationierung weiter profitieren.

## ALTERNATIVSZENARIEN

### 1. Globale Rezession

Ausgelöst z.B. durch eine Verschärfung der Coronavirus-Pandemie, globalen Protektionismus, eine neue Schuldenkrise, zu restriktive Fiskal- und Geldpolitik.

#### Erwartete Marktauswirkungen

Positiv für Gold, Schweizer Franken, Staatsanleihen von «safe haven»-Staaten; negativ für Aktien, Rohstoffe, den Euro und Vermögenswerte aus den Schwellenländern.

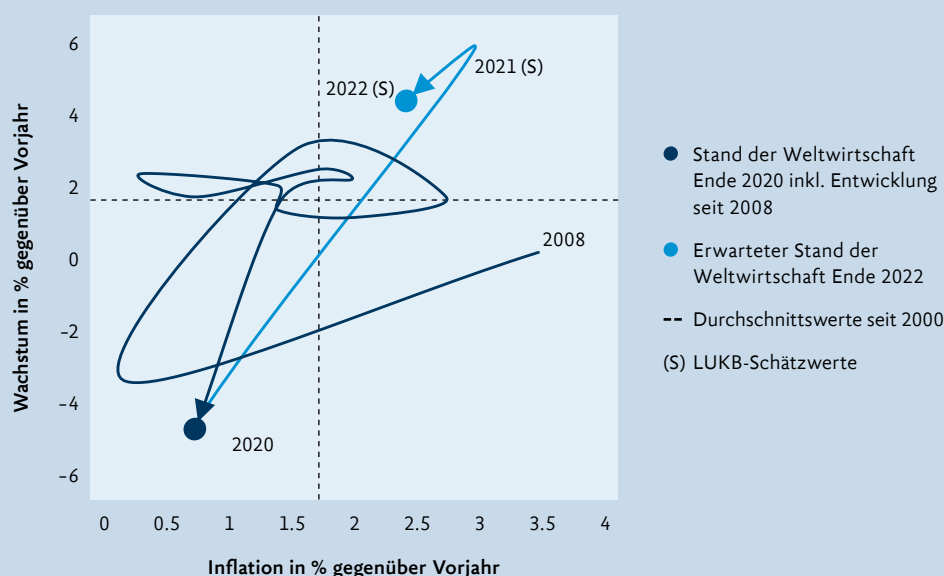
### 2. Globaler Boom

Ausgelöst z.B. durch rasches Zurückdrängen der Pandemie, kräftigen Investitions- und Konsumanstieg, deutliche Produktivitätszuwächse und rasch abebbende Lieferengpässe.

#### 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

Wirtschaftswachstum und Inflationsraten dürften in den kommenden Quartalen zwar abnehmen, aber relativ hoch bleiben. Gleichzeitig bewegen sich die Zentralbanken langsam weg von der sehr lockeren Geldpolitik. Entsprechend sehen wir ein Risiko steigender Realrenditen. Wir bleiben in diesem Umfeld bei einer Übergewichtung

von Aktien und einer Empfehlung u.a. von Finanzwerten auf Sektorebene. Innerhalb der Aktien favorisieren wir die europäischen Märkte und Japan. Das Gewicht von Anleihen verringern wir über eine Reduktion von USD-Anleihen. Breit diversifizierte Rohstoffanlagen dienen uns zur Absicherung gegen Inflation.

## Markteinschätzungen und Positionierung per 1. Oktober 2021

Anlageklasse		Kommentar
<b>Liquidität</b>		Wir empfehlen eine erhöhte Liquiditätsquote zur Ausnutzung von Marktopportunitäten und aufgrund der mangelnden Attraktivität von Anleihen
<b>Festverzinsliche Anlagen</b>		Aufgrund der z.T. negativen Renditen und des anhaltenden Risikos eines Zinsanstiegs gewichten wir festverzinsliche Anlagen unter
CHF		CHF-Staatsanleihen rentieren zumeist negativ und sollten daher deutlich untergewichtet werden. Das Zinsanstiegsrisiko ist aber geringer als im USD
EUR		Auch EUR-Staatsanleihen höchster Bonität sind negativ verzinst. Das Renditeanstiegspotenzial ist ähnlich wie im CHF begrenzt
GBP		Die GBP-Renditen stiegen jüngst deutlich an. Der Ausblick für Inflation und Geldpolitik spricht für anhaltende Risiken weiter steigender Renditen
USD		USD-Renditen tendieren seit einigen Wochen wieder höher. Die robuste Konjunktur und das kommende Tapering sprechen für weiter steigende Renditen
CNY		Für CNY-Anleihen spricht weiterhin ihr gutes Diversifikationspotenzial sowohl von Währungs- als auch Zinsseite
Schwellenländer		Breit diversifizierte Lokalwährungsanleihen sind ein attraktiver Portfoliobestandteil und dürften von der globalen Konjunkturerholung profitieren
<b>Aktienmärkte</b>		Trotz abnehmenden Wachstums stützen die hohe Liquidität und ein guter Ausblick für Unternehmensgewinne die Aktienmärkte
Schweiz		Wir behalten das Übergewicht im Schweizer Markt bei, da trotz hoher Bewertung die Qualität und der Ausblick auf Unternehmensebene überzeugen
Eurozone		Aktien der Eurozone sind aus relativer Bewertungsperspektive interessant und dürften sich in einem Umfeld steigender Zinsen besser halten
Grossbritannien		Aus Bewertungsperspektive ist der UK-Aktienmarkt attraktiv, sein höherer Anteil an Rohstoffwerten bietet 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		Trotz der jüngsten Rally sollte der japanische Markt weiter von der globalen Erholung profitieren. Zudem ist Covid lokal wieder unter Kontrolle
Schwellenländer		Risiken hinsichtlich weiterer chinesischer Regulationen verbleiben, doch die Bewertungen sind mittlerweile wieder attraktiver
<b>Nicht-traditionelle Anlagen</b>		Nicht-traditionelle Anlagen belassen wir insgesamt auf dem langfristig vorgesehenen Gewicht
Immobilien Schweiz		Schweizer Immobilienfonds sind hoch bewertet, bleiben aber eine attraktive Alternative zu CHF-Obligationen
Immobilien Eurozone		Der Rücksetzer an den REITs-Märkten ist temporären Sonderfaktoren geschuldet. Die Konjunkturerholung sollte den Markt mittelfristig stützen
Rohstoffe (ohne Agrar)		Industriemetalle und Energie bieten im Umfeld hoher Konjunkturdynamik und erhöhter Inflationsrisiken weiterhin Chancen
Gold		Wir belassen die Gold-Position unverändert als Absicherung gegen unerwartete Marktereignisse. Steigende Realzinsen stellen das Hauptrisiko dar

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

# Konjunktur und Geldpolitik

Die Weltwirtschaft erholt sich weiter, die Wachstumsdynamik verlangsamt sich jedoch. Dabei nimmt die Inflation auf hohem Niveau ab. Die Zentralbanken dürften ihre expansive Geldpolitik etwas drosseln.

Die Aussichten sind gut, dass die globale Wirtschaft weiter wächst, wenn auch mit moderaterem Tempo. Positiv wirken sich dabei die Lockerung der Corona-Restriktionen sowie die Fortschritte bei der Impfung der Bevölkerung auf die Entwicklung der Wirtschaft aus. Zudem stützen Regierungen und Zentralbanken vieler Staaten mit expansiven fiskal- und geldpolitischen Mitteln weiterhin die Konjunktur.

## Standortbestimmung ist schwierig

Die Frage, ob sich die Weltwirtschaft noch in einer länger andauernden Erholung oder im Abschwung befindet, lässt sich nicht eindeutig beantworten. Das liegt u. a. daran, dass private Haushalte und Unternehmen ihr Konsum- bzw. Investitionsverhalten während der Pandemie deutlich änderten. Beispielsweise fragten Konsumenten während der Lockdowns mehr Güter nach als üblich, denn Dienstleistungen wie Restaurantbesuche standen, wenn überhaupt, nur eingeschränkt zur Verfügung (siehe Grafik zu US-Einzelhandelsumsätzen).

Mit der Lockerung der Restriktionen fragen Konsumenten wieder verstärkt Serviceleistungen nach -

vorzugsweise die, auf die sie während der Lockdowns verzichten mussten. Dagegen haben sie die Nachfrage nach Gütern verringert. Das spiegelt sich auch in den Einzelhandelsumsätzen wider. Da diese zum grössten Teil den Konsum von Gütern abbilden, entwickelten sie sich in vielen Ländern im Trend der letzten Monate eher schwach.

## Inflation rasch gestiegen

Teile der Wirtschaft haben u. a. aufgrund von Lieferengpässen und einem Arbeitskräftemangel Probleme, mit der gestiegenen Nachfrage Schritt zu halten. Das schlägt sich zum Teil in höheren Verbraucherpreisen nieder. Die kräftig gestiegenen Inflationsraten zu Beginn einer Konjunkturerholung sind aber eher unüblich. Zudem wird der Teuerungsanstieg noch durch Einmaleffekte, wie Basiseffekte bei den Rohstoffpreisen, nach oben verzerrt.

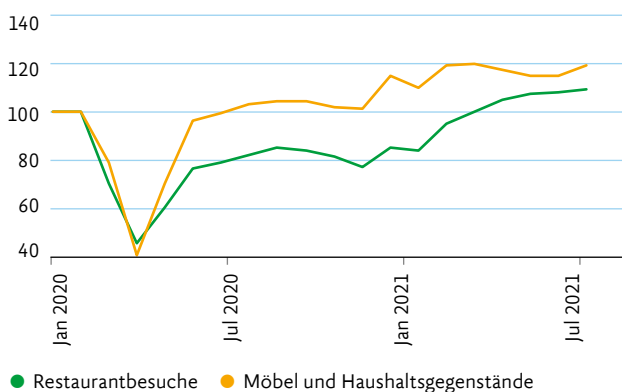
## Geldpolitik dürfte gedrosselt werden

Für Zentralbanken macht es die diffuse Datenlage nicht gerade einfacher, eine Entscheidung über den künftigen Kurs der Geldpolitik zu treffen. Trotz des kräftigen Wirtschaftswachstums und der gestiegenen Inflation haben die Zentralbanken ihren expansiven Kurs bis zuletzt fortgesetzt - wohl auch, um die Finanzmärkte nicht zu verschrecken.

Nichtsdestotrotz deutet sich eine wenn auch vorsichtige Kehrtwende an. Die Europäische Zentralbank (EZB) beschloss jüngst, die Notfallankäufe von Wertpapieren im 4. Quartal etwas zu reduzieren. Die US-Notenbank (Fed) hat in den letzten Monaten Hinweise dafür gege-

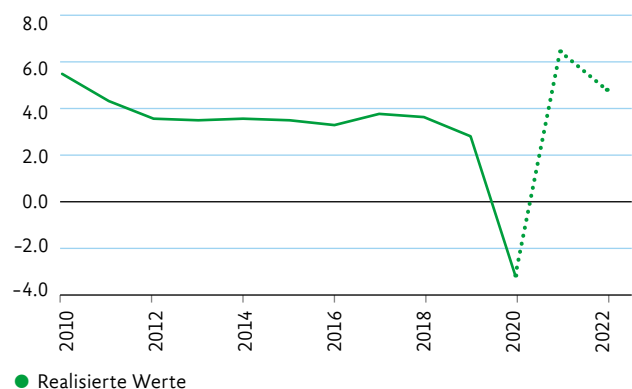
## Entwicklung der US-Einzelhandelsumsätze

indiziert, Jan 2020 = 100, saisonbereinigt



## Wachstum der Weltwirtschaft

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





ben, dass eine Drosselung der Wertpapierkäufe (Tapering) angebracht ist. Schrittweise könnte das bereits Ende des Jahres erfolgen. Die weitaus grössere Herausforderung ist allerdings die Normalisierung der Zinssätze. Hierbei erwarten wir, dass die Fed die Leitzinsen erst ab 2023 allmählich anheben könnte.

### Weltwirtschaft schaltet einen Gang runter

Insgesamt rechnen wir weiterhin damit, dass sich die Erholung der Weltwirtschaft fortsetzen wird - aber mit etwas verminderter Dynamik als bislang. In einer Reihe von Ländern liegt das Wachstumshoch bereits in der Vergangenheit. Insgesamt erwarten wir, dass sich das Vorjahreswachstum der globalen Wirtschaftsleistung (BIP) preisbereinigt von 6.4% in diesem auf 4.8% im nächsten Jahr verlangsamen dürfte (siehe Grafik zum Weltwirtschaftswachstum).

### US-Wachstumslokomotive verliert Dampf

Die US-Wirtschaft ist mit viel Schwung ins Jahr gestartet und hat das Vorkrisenniveau bereits im 2. Quartal deutlich übertroffen. Doch der Wachstumszenit ist bereits überschritten. Für die kommenden Monate rechnen wir damit, dass sich die Wirtschaft weiter erholen wird - allerdings mit einem moderaten Tempo. Nach einem Wachstumsplus von 6.2% für 2021 erwarten wir für 2022 eine Verlangsamung auf 4.4%.

### Schweizer Wirtschaftszug rollt mit hoher Geschwindigkeit

Die Schweizer Wirtschaft hat sich kräftig entwickelt. Im 2. Quartal wuchs sie preisbereinigt um 1.8% gegenüber dem Vorquartal. Das BIP liegt damit nur noch 0.5% unter dem Vorkrisenniveau. Für das 3. Quartal deutet sich eine ähnlich hohe Dynamik an, die zudem von weiten Teilen der Wirtschaft getragen werden sollte. Insgesamt erwarten wir ein Wirtschaftswachstum von 3.6% in diesem und 3.3% im nächsten Jahr.

### Euroraum auf Erholungskurs

Die Wirtschaft im Euroraum hat im 2. Quartal mit einem Wachstum von 2.2% im Vorquartalsvergleich kräftig aufgeholt. Für das 3. Quartal erwarten wir einen Zuwachs in ähnlichem Ausmass. Danach dürfte sich das Tempo der Erholung verlangsamen. Wir gehen davon aus, dass vor allem der private Konsum und die Ausrüstungsinvestitionen das Wachstum tragen wer-



**Brian Mandt**  
Chefökonom

den. Zusätzlich dürften die Ausgaben aus dem EU-Wiederaufbaufonds die staatlichen Investitionen ankurbeln. Insgesamt rechnen wir für dieses und nächstes Jahr mit Wachstumsraten von 5.2% respektive 4.2%.

### China nähert sich wirtschaftlicher Normalität

Für Chinas Wirtschaft erwarten wir dieses Jahr ein Wachstum von 8.4%. Die beeindruckende Zahl soll uns aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Wirtschaft im Jahresverlauf bereits deutlich an Schwung verloren hat. Gründe hierfür sind u. a. Restriktionen, um neuerliche Ausbrüche des Coronavirus einzudämmen. Bereits vor Ausbruch der Pandemie hatte die chinesische Wirtschaft jedoch aufgrund von strukturellen Problemen an Tempo eingebüsst. Diese, wie beispielsweise die in manchen Industrien noch vorhandenen Überkapazitäten, sind noch vorhanden und treten wieder stärker zutage. Vor diesem Hintergrund erwarten wir für 2022 eine deutliche Verlangsamung des BIP-Wachstums auf 5.8%. ■

---

## IN KÜRZE

**Weltwirtschaft erholt sich weiter**

**Wachstumstempo verliert an Dynamik**

**Inflationsraten nehmen auf hohem Niveau ab**

**Zentralbanken reduzieren vorsichtig ihre expansive Geldpolitik**

# Navigieren in einem aussergewöhnlichen Umfeld



Die Konjunkturerholung vom Pandemieeinbruch verlief äusserst rasant, aber auch uneinheitlich. Unsicherheit über zyklische und strukturelle Faktoren erschwert die Orientierung.

**Josh Bouchard** Investment-Strategie

Die letzten 18 Monate waren für Anleger wegen des unsicheren Umfeldes sehr herausfordernd. Auch wenn sich die globale Erholung noch fortsetzt, so bleibt der Ausblick für Wachstum, Inflation und Geldpolitik mit vielen Ungewissheiten behaftet. Gleichzeitig befinden sich die Bewertungen der meisten Anlageklassen mittlerweile auf hohen Niveaus. Wie in dichtem Nebel ist die Orientierung in einem solchen Umfeld sehr anspruchsvoll. Es ist daher wichtig, die grössten Risiken für die Wirtschaft und die Finanzmärkte zu erkennen. Nur dann können Sie Ihr Portfolio robuster gegenüber dem Eintreten unerwarteter Ereignisse positionieren.

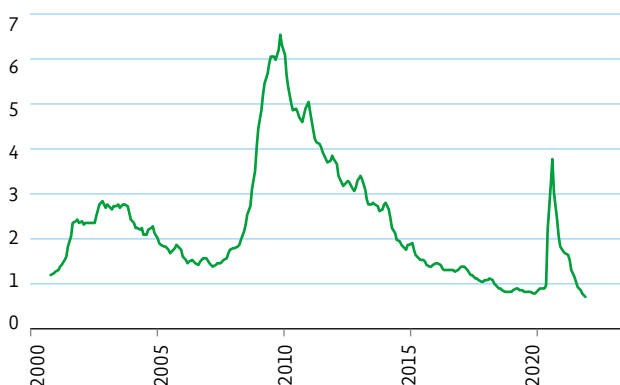
## Ursachen und Folgen einer untypischen Erholung

Die aktuelle Konjunkturerholung ist aufgrund der pandemiebedingten Sondereffekte kaum mit jenen

vergleichbar, die die Weltwirtschaft seit dem Zweiten Weltkrieg üblicherweise erlebte. Anstatt auf makroökonomischen Einflüssen zu basieren, wie einer zu restriktiven Geldpolitik oder dem Platzen einer Blase, wurde der Einbruch im 1. Halbjahr 2020 von den Staaten durch die angeordneten Lockdowns mitten in einer bereits recht reifen Expansionsphase ausgelöst. Die Wirtschaft wurde dadurch zwar in einigen Sektoren weitgehend stillgelegt. Aber wegen der kräftigen Stützungsreaktionen der Notenbanken und Regierungen und der als vorübergehend betrachteten Natur der Krise wurde der Einbruch recht schnell überwunden und die Gefahr einer Abwärtsspirale abgewendet. In gewisser Hinsicht kann man das aktuelle Umfeld fast schon als eine Fortführung des letzten, unterbrochenen Konjunkturzyklus betrachten.

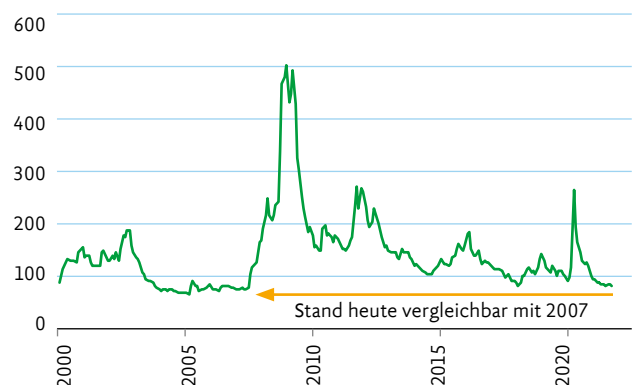
### US-Arbeitslose pro offene Stelle

Personen



### Risikoprämien von Unternehmensanleihen global

in Basispunkten gegenüber Staatsanleihen



## Wo stehen wir im Konjunkturzyklus?

Es fällt derzeit besonders schwer, die gegenwärtige Wirtschaftslage einem genauen Punkt auf dem sogenannten Konjunkturzyklus zuzuordnen. So sind einige Teile der Wirtschaft bedauerlicherweise immer noch in Schwierigkeiten, andere dagegen stehen sehr gut da und weisen z. T. Anzeichen auf, die normalerweise erst für den Spätzyklus charakteristisch sind (Arbeitskräftemangel, zunehmendes Lohnwachstum). Das zeigt sich insbesondere im US-Arbeitsmarkt. So gab es bereits vor der Pandemie einen Mangel an Fachkräften, der sich erst ab 2018 an steigender Lohninflation erkennen liess. Aufgrund der Aufhebung der Lockdowns trägt die steigende Nachfrage nach Arbeitskräften im Dienstleistungsbereich derzeit dazu bei, den Mangel an Arbeitskräften insgesamt zu verschärfen (siehe Grafik zu US-Arbeitslosen). Im Prinzip hat sich dadurch das Kräfteverhältnis zugunsten der Arbeitnehmer verschoben, was ihnen erlaubt, bessere Anstellungsbedingungen einzufordern oder auf bessere Angebote zu warten. Folglich steigt die relative Nachfrage auf dem Arbeitsmarkt, obwohl die Zahl der Arbeitslosen noch erhöht ist. Solche Ungleichgewichte dürften über die Zeit zu steigenden Löhnen, zunehmendem Inflationsdruck und dadurch vermutlich auch höheren Renditen führen.

Unternehmen insgesamt erlebten dank der staatlichen Unterstützung und der Belebung des Privatkonsums eine rasche Erholung. Als Folge dessen hat die Ertragskraft der Unternehmen global schon ihren Höhenpunkt aus dem Jahr 2019 übertroffen. Umfragen bei Firmen zeigen zudem, dass sie Pläne für eine Ausweitung der Kapazitäten haben, um auf die gestiegene Nachfrage zu reagieren und/oder um durch die Pandemie aufgedeckte Schwächen zu beheben. Angesichts robusten Gewinnwachstums und einer immer noch sehr optimistischen Stimmung sollte eine Vielzahl dieser Pläne bald umgesetzt werden. Die Erschaffung zusätzlicher Kapazitäten dürfte in diesem Umfeld eine preistreibende Wirkung auf Rohstoff- und Arbeitsmärkte haben.

«Der Aufbau von Kapazitäten wirkt preistreibend bei Löhnen und Rohstoffen.»

## Pandemie als wesentliche Ursache

Natürlich haben die pandemiebedingten Verwerfungen zu dieser ungewöhnlichen konjunkturellen Situation und dem aktuellen Inflationsdruck beigetragen. Ein Teil dieser Verwerfungen wird sich grösstenteils auflösen bzw. mit der Zeit an Bedeutung verlieren. Allerdings ist schwer zu sagen, wie lange die Rückkehr zur Normalität genau dauern wird, zumal das Virus und seine wirtschaftlichen Folgen weiterhin unvorhersehbar sind. Deswegen bleiben die konjunkturellen Aussichten für Politik und Anleger schwerer zu deuten.

## Finanzmärkte signalisieren Optimismus

Die Finanzmärkte haben sich mittlerweile komplett von der Krise erholt und in vielen Fällen neue Höchststände erreicht, was unüblich so kurz nach einem Wirtschaftseinbruch ist. Die Preise von Vermögenswerten wurden zuerst von einer äusserst expansiven Geld- und Fiskalpolitik gestützt, danach von der Konjunkturerholung selbst und schliesslich von einer «There is no alternative»-(TINA-) Mentalität der Anleger weiter befeuert. Infolgedessen befinden sich Risikoprämien, vor allem bei Unternehmensanleihen, auf tiefsten Niveaus (siehe Grafik zu Risikoprämien). Die Unternehmen tragen selbst dazu bei, indem sie billiges Geld verwenden, um Aktien mithilfe von «Financial Engineering» (M&A, LBOs) zu kaufen. Ferner weisen einige Marktsegmente Merkmale von Blasenbildung auf. Zusammengefasst verschärfen hohe Vermögenspreise und risikoreich positionierte Anleger die Gratwanderung für Zentralbanken, da kleine Anpassungen der Geldpolitik in einem solchen Umfeld schnell überproportionale Marktreaktionen auslösen können.

## Anspruchsvolle Situation für Notenbanken und Regierungen

Bis jetzt haben die Notenbanken und Regierungen die globale Wirtschaft recht erfolgreich durch die Krise navigiert, aber in der kommenden Phase müssen sie die Ungleichmässigkeit der Erholung stärker berücksichtigen, wobei die Konjunkturdaten weiterhin schwerer zu deuten bleiben. Seit dem Beginn der Pandemie hat die lockere Politik zu Recht vorwiegend auf die Beschäfti- ►



Die Orientierung im aktuellen Umfeld wird durch eine Vielzahl von Faktoren erschwert.



gung und Einkommensstützung abgezielt und dabei in Kauf genommen, dass einige Sektoren durch diese Massnahmen eher in eine Überhitzungssituation getrieben werden. Aufgrund der bestehenden Abwärtsrisiken erachten wir nur eine schrittweise und vorsichtige Abkehr von der Krisenpolitik als wahrscheinlich. Da Geldpolitik ein ungenaues Instrument ist, müssen unbeabsichtigte Entwicklungen (z. B. Überhitzung) in einigen Sektoren zur Unterstützung anderer in Kauf genommen werden. Anleger sollten darauf mit Blick auf ihre Allokationen vorbereitet sein.

### **Auswirkungen der anhaltend lockeren Politik auf Vermögenspreise**

Die meisten Portfolios sind für eine Fortsetzung des derzeitigen Marktumfelds positioniert. Falls die Geld- und Fiskalpolitik also mittelfristig zu locker bleibt, sollten Anleger auf die Auswirkungen einer Verlängerung der bisherigen Konjunkturpolitik achten (d. h. höherer Inflationsdruck bei solidem Wachstum). Die auffälligste Fehlbewertung dürfte in einem solchen Fall bei den Obligationen vorliegen, weil sie angesichts der heutigen Inflationsraten negative Realrenditen liefern. Und dies in einem Ausmass, das sich seit Jahren nicht beobachten liess. Die Inflation dürfte zwar abnehmen, aber die Geschwindigkeit des Rückgangs sowie das Niveau, auf welchem sie sich einpendeln könnte, sind nur schwer zu prognostizieren. Das ist eine Unsicherheit, die insbesondere die Anlageklasse Obligationen in Mitleidenschaft ziehen kann.

Auch Aktien und Unternehmensanleihen wären teilweise von einer Fortsetzung der aktuellen Konjunkturpolitik betroffen. Auf volkswirtschaftlicher Ebene sind Löhne die grösste Kostenkomponente der Unternehmen. Die Ertragskraft nimmt aus Sicht der Unternehmen dabei zu, solange die Produktivität der Angestellten schneller wächst als deren inflationsbereinigte Löhne. In den letzten 20 Jahren erlebten viele Firmen eine stetige Steigerung ihrer Profitabilität, deren Ursache vor allem die schwache Lohnkosteninflation (u. a. Globalisierung / wirtschaftsfreundliche Politik / Automatisierung) war. Einige dieser Ursachen scheinen sich erst vor kurzem in die andere Richtung gedreht zu haben. Aber auch wenn die Gewinne der Unternehmen aufgrund höherer

Löhne unter Druck kommen könnten, dürfte ihr Umsatzwachstum durch einen anhaltenden Aufschwung gestützt werden. Davon dürften Aktien eher profitieren als Unternehmensanleihen.

Über allen Anlageklassen gemeinsam schwebt das oben erwähnte Risiko steigender Zinsen. Denn Vermögenspreise basieren im Grunde auf risikofreien Zinsen, weil diese die sichere Anlagealternative darstellen. Deswegen führen steigende Renditen ceteris paribus dazu, dass die erwarteten Renditen anderer Vermögenswerte auch steigen. Die Folge sind jedoch niedrigere Preise. Angesichts der globalen «Jagd nach Renditen» und der geringen Risikoprämien sind steigende Renditen zurzeit ein besonders wichtiges Risiko, da sie Druck auf hoch bewertete Vermögenspreise auslösen würden in einem Umfeld, in dem viele Anleger bereits stark in risikoreicheren Anlagen positioniert sind.

«Obligationen scheinen am offensichtlichsten fehlerhaft bewertet, sollte sich die aktuelle Konjunkturpolitik fortsetzen.»

### **Wie als Anleger reagieren?**

Wie sollten Anleger nun aber auf eine solche ungewisse Lage reagieren? Grundsätzlich ist ein genügend diversifiziertes Portfolio immer der richtige Ansatzpunkt. Allerdings gibt es Zeiträume, in denen gewisse Faktoren asymmetrische Risiken darstellen. Dies ist heute der Fall aufgrund der allgemeinen wirtschaftlichen Ungewissheit, der hohen Preise

von Vermögenswerten und des unsicheren Inflationsausblicks. Anleger sollten sich vor allem wegen dieser Faktoren eher vorsichtig und geduldig verhalten, bis sich der Nebel etwas lichtet.

Ferner finden wir eine leichte Ausrichtung gegenüber den oben erwähnten Faktoren sinnvoll, um das Portfolio sicherer zu gestalten, falls die unübliche Wirtschaftsentwicklung etwas länger anhält. Aktien sollten insgesamt gegenüber Anleihen bevorzugt werden, da sie trotz Margendrucks vom Umsatzwachstum der Unternehmen profitieren. Im Aktienbereich bieten Finanzwerte die beste Absicherung gegenüber steigenden Renditen. Zyklische Sektoren und Länderindizes haben einen Teil ihrer Gewinne vom Jahresanfang abgegeben und sind deshalb wieder attraktiver und insgesamt weniger zins sensitiv. Zur Absicherung gegenüber steigender Inflation spielen Rohstoffe und Edelmetalle immer noch eine wichtige Rolle. ■

# Festverzinsliche Anlagen



**Björn Eberhardt**  
Leiter Investment Office

Der Konjunkturausblick spricht für steigende Renditen. Eine robuste Nachfrage nach Staatsanleihen begrenzt teilweise das Anstiegspotenzial. Unternehmensanleihen sind mittlerweile sehr teuer.

Die Zinsmärkte haben in den vergangenen Monaten recht eindrucksvoll gezeigt, dass Marktentwicklungen schnell anders verlaufen können, als die Fundamentaldaten suggerieren würden. Just nachdem die Sorgen vor einem Anstieg der US-Inflation und dem näherrückenden Ende der sehr lockeren Geldpolitik zum Anfang des Sommers einen vorläufigen Höhepunkt erreicht hatten, begann ein beeindruckender Rückgang der Renditen von Staatsanleihen. Seit Anfang August tendieren die Renditen wieder nach oben und bewegen sich damit nach unserer Einschätzung mehr in eine Richtung, die im Einklang mit den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen steht.

## Fed-Tapering trifft auf sinkende US-Defizite

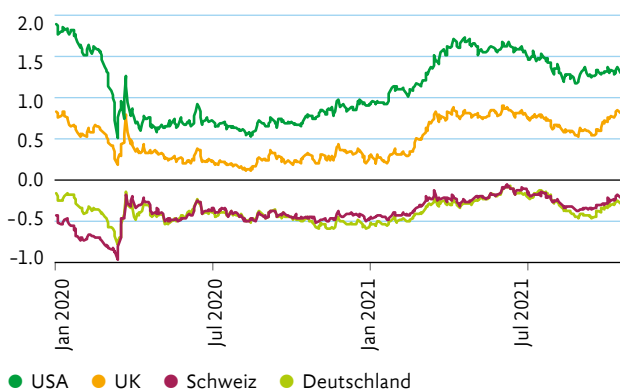
Neben dem Ausblick für die Konjunktur spielen grundsätzliche Angebots- und Nachfragebedingungen eine entscheidende Rolle - und hier könnte es in den kommenden Monaten einige interessante Entwicklungen geben.

Auf der Angebotsseite dürfte es bald zu langsam sinkenden Volumen an Neuemissionen kommen, da der grösste krisenbedingte Finanzierungsbedarf bereits in der Vergangenheit liegt. Damit wird das Angebot der neuen US-Treasuries weniger stark zunehmen als in den vergangenen Quartalen. Schätzungen des US-Finanzministeriums selbst gehen von einem langsamen Rückgang der Auktionsvolumina bereits ab Mitte Q4 2021 aus.

Auf der Nachfrageseite steht das «Tapering» in recht naher Zukunft an, d.h. das allmähliche Zurückfahren der laufenden Wertpapierkäufe seitens der US-Notenbank Fed. Dieser Prozess dürfte noch dieses Jahr beginnen und im Verlauf von 2022 enden. Selbst danach wird die Fed aber ein wichtiger Käufer

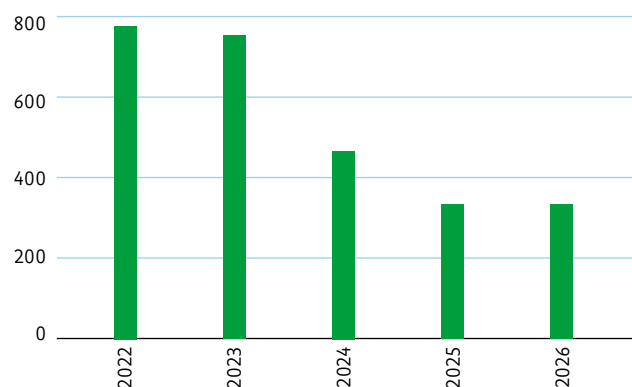
## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

in %



## Fed-Bestände an US-Staatsanleihen

Fälligkeiten 2022-2026, in Mrd. USD



am Markt bleiben, da sie fällig werdende Wertpapiere reinvestiert, um ihre Bilanzsumme konstant zu halten. So müssen z.B. im Jahr 2022 Anleihen im Wert von ca. USD 800 Mrd. reinvestiert werden. Mit der zeitlichen Überlap-  
pung rückläufiger Fed-Käufe und sinkender US-Haushaltsdefizite treffen Fak-  
toren aufeinander, die in entgegengesetzter Richtung auf das Renditeniveau  
wirken.

Hinzu tritt, dass ab Oktober kleinere und mittelgrosse US-Banken bei der Fed  
Liquidität gegen US-Staatsanleihen als Sicherheit holen können. Das macht  
für die Banken das Halten von US-Staatsanleihen attraktiver, denn Treasuries  
bieten eine höhere Rendite als Cash-Reserven bei der Fed. Somit könnte zu-  
sätzliche Nachfrage nach Staatsanleihen entstehen, da kleinere US-Banken  
über substanzielle Überschussreserven verfügen.

Diese Faktoren wirken dämpfend auf das Anstiegspotenzial für US-Renditen.  
Aufwärtsdruck ergibt sich dagegen aufgrund des robusten Wachstumstempos  
der US-Wirtschaft, trotz abnehmender Dynamik. Hinzu tritt die Aussicht auf  
steigende US-Leitzinsen ab 2023 sowie das anstehende Fed-Tapering. In der  
Summe rechnen wir mit nur moderat nach oben tendierenden Renditen. Da  
die US-Märkte auch für die europäischen Märkte wegweisend sind, dürfte  
sich am Negativzinsbild in der Schweiz und in Deutschland vorerst wenig  
ändern. Zudem bleibt in der Eurozone die Europäische Zentralbank wohl  
noch deutlich länger als die US-Notenbank am Markt aktiv, selbst nachdem  
das Pandemie-Kaufprogramm im Verlauf von 2022 beendet werden dürfte.  
In der Summe empfehlen wir aufgrund der tiefen Renditeniveaus und des  
Risikos steigender Renditen eine Untergewichtung von Staatsanleihen in den  
Hauptwährungen.

An den Märkten für Unternehmensanleihen haben sich in den vergangenen  
Monaten die Risikoprämien nochmals leicht eingengt und dabei teilweise  
neue Rekordtiefs erreicht. Im Falle steigender Renditen bieten solche Anlagen  
daher nur noch einen minimalen Puffer. Auf den aktuellen Prämienniveaus  
ist die Anlageklasse damit nicht attraktiv.

In diesem Umfeld niedriger Renditen und Risikoprämien in den Industrie-  
ländern bieten Schwellenländeranleihen aus unserer Sicht weiterhin einen  
attraktiven Weg zur Portfoliodiversifikation. Die Anlageklasse hat auch die  
jüngsten Marktturbulenzen vergleichsweise gut überstanden und die Risiko-  
prämien von Schwellenländern liegen im Gegensatz zu anderen Märkten  
nicht auf historischen Tiefs. Bei Lokalwährungsanleihen stützt zudem die  
eher niedrige Bewertung vieler Schwellenländerwährungen. ■

**US-Banken könnten vermehrt  
Treasuries kaufen**

**Renditen könnten steigen,  
Potenzial aber begrenzt**

**Unternehmensanleihen teuer,  
Schwellenländeranleihen  
interessant**

---

## IN KÜRZE

**Staatsanleihen aufgrund tiefer  
Renditen und Zinsanstiegsrisikos  
unattraktiv**

**Nachfrageseitige Faktoren begren-  
zen das Ausmass eines allfälligen  
Renditeanstiegs**

**Unternehmensanleihen nach  
enormer Rally ebenfalls sehr teuer  
bewertet**

**Chancen für Diversifikation bei an-  
sprechenden Renditen bieten sich  
über Schwellenländeranleihen**

# Aktienmärkte

Die Gewinnerwartungen legen langsamer zu als bisher. Die steigende Inflation droht die Margen zu belasten. Darum empfiehlt sich eine sorgfältige Sektor- und Titelselektion. Wir bevorzugen Unternehmen mit hoher Preissetzungsmacht.

Die Gewinnerwartungen für die nächsten 12 Monate haben sich sowohl für den Schweizer (SMI) als auch für den europäischen Aktienmarkt (STOXX Europe 600) erholt. Beide Indizes haben das Vorkrisenniveau überschritten. Seit dem Tiefstand vor einem Jahr haben die Gewinnerwartungen für die nächsten 12 Monate des europäischen Aktienindex um über 40% zugelegt. Vergleicht man die Gewinnerwartungen der beiden Indizes, fällt auf, dass die erwarteten Gewinne des Schweizer Aktienindex deutlich weniger stark von der Krise betroffen waren als diejenigen in Europa. Der Grund ist die defensive Zusammensetzung des Schweizer Aktienmarktes.

Das hohe Wachstum der Gewinnerwartungen wird sich in den kommenden Monaten abschwächen. Zum einen haben einige Wirtschaftsregionen ihren Wachstumszenit überschritten, zum anderen fällt die tiefe Vergleichsbasis weg. Für das kommende Jahr ist sowohl für den Schweizer Aktienindex als auch für den europäischen ein Gewinnwachstum von ca. 8% eingepreist.

Dies ist unseres Erachtens eine ansprechende und durchaus realistische Erwartung.

## Sektor- und Titelselektion zunehmend wichtig

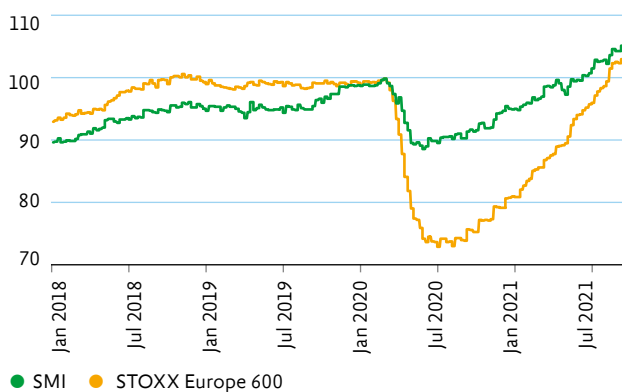
Risiken für die erwartete Gewinnentwicklung ergeben sich aufgrund steigender Kosten. Die Gewinnmargen für die Leitindizes in den USA, Europa und der Schweiz haben sich mittlerweile über das Vorkrisenniveau hinaus erholt. Viele Unternehmen haben die Coronavirus-Pandemie genutzt, um Effizienzmassnahmen umzusetzen, wodurch die Margen gestärkt wurden.

Höhere Transport-, Verpackungs- und Lohnkosten oder Rohmaterialpreise drohen die Margen der Unternehmen nun aber zu belasten. Zudem macht sich in gewissen Sektoren eine Knappheit einiger Vorprodukte bemerkbar, beispielsweise bei Kunststoffen, Baumaterialien oder Halbleitern. Auch wenn wir viele Effekte für temporär halten und eine Abschwächung der Inflation erwarten, zeigen Preissteigerungen selektiv Wirkung auf die Profitabilität von Unternehmen.

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. Kunden sind loyaler und weniger preissensitiv. Dadurch besteht für diese Unternehmen die Möglichkeit, Preiserhöhungen durchzusetzen. Das führt in der Summe zu einer höheren und stabileren Profitabilität.

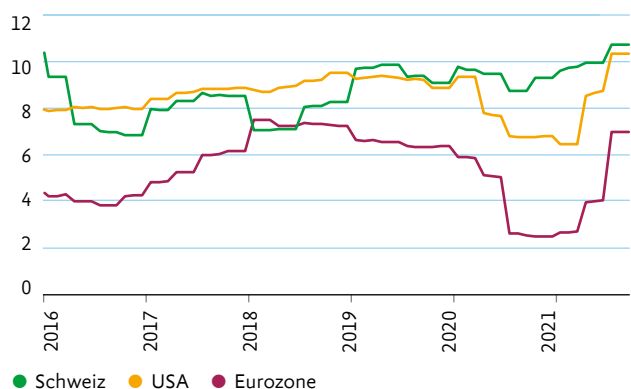
## Gewinnerwartungen für die nächsten 12 Monate

indiziert per 21.02.2020



## Gewinnmargen

in %





## Sektoreinstufung

Fast in jedem Sektor finden sich Unternehmen, die aufgrund von Wettbewerbsvorteilen oder ihrer öffentlichen Wahrnehmung eine gewisse Flexibilität bei der Festlegung der Preise haben.

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

Sektor	LUKB-Einstufung
Basiskonsumgüter	untergewichten
Energie	übergewichten
Finanzen	übergewichten
Gesundheitswesen	neutral
Immobilien	neutral
Industrie	neutral
IT	übergewichten
Kommunikation	neutral
Nicht-Basiskonsumgüter	neutral
Roh- und Grundstoffe	übergewichten
Versorger	untergewichten

Mit zunehmender Normalisierung des sozialen und wirtschaftlichen Alltags 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 Konjunkturerwicklung 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.

Mit der Normalisierung des Wachstumstempos der Unternehmensgewinne gewinnt das strukturell getriebene und gut sichtbare Gewinnwachstum von Technologieaktien wieder an Attraktivität. Zudem finden sich innerhalb des IT-Sektors auch einige Unternehmen, die entwe-



**Reto Lötscher**  
Leiter Finanzanalyse

der weitgehend von steigenden Materialkosten isoliert sind (z. B. im Bereich Software) oder Preissetzungsmacht haben (z. B. aufgrund guter Marken, einer dominierenden Marktposition, etc.).

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

**Gewinnerwartungen wachsen weiter, wenn auch langsamer**

**Höhere Inflation könnte Margen künftig belasten**

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

**Unternehmen mit Preissetzungsmacht bevorzugen**

# Rohstoffe



**Andrew Portmann**  
Analyst Rohstoffe

Nach einer starken Rally sind viele Rohstoffpreise auf rekordhohen Niveaus. Eine hohe Nachfrage, Lieferengpässe und geopolitische Ereignisse wirken als Preistreiber, gerade bei Energie und Industriemetallen.

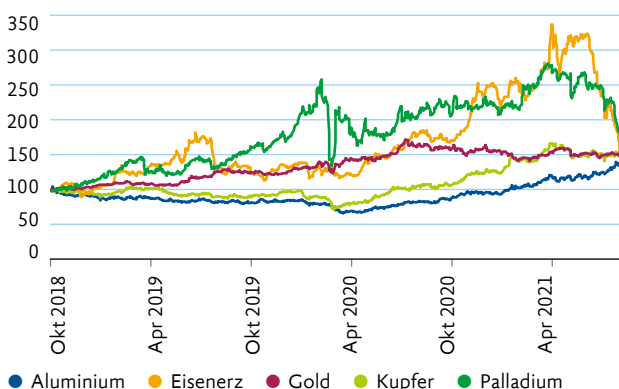
Die Preise vieler Rohstoffe kennen seit über einem Jahr nur eine Richtung: nach oben. Viele Metalle sind inzwischen so teuer wie seit beinahe 10 Jahren nicht mehr. Aluminium und Zinn erreichten gar Rekordhochs. Die für die globale Wirtschaft wichtigsten Rohstoffe sind jedoch Erdöl und Gas. Der gesamte Energiekomplex hat sich seit dem pandemiebedingten Einbruch im Frühjahr 2020 deutlich verteuert. Extrem ist die Situation beim Gaspreis. Kostete die Megawattstunde in Europa Anfang Jahr noch rund EUR 19, bezahlen Gaskunden aktuell für eine Terminlieferung für den nächsten Monat über EUR 70. Diese Preissteigerungen werden sich direkt oder indirekt auf die Produktionskosten der Industrie auswirken, mit möglichen Folgen für die Teuerung. Europa hat ein Energieproblem, welches im Winter noch zunehmen dürfte. Gas spielt in den Strommärkten des Kontinents eine zentrale Rolle und liefert einen erheblichen Anteil der Grundlaststromversorgung. Erdgas ist in Europa alles andere als reichlich vorhanden. Und Russland hat es nicht eilig, zusätzliche Mengen zu liefern. Der Bau der Nord-Stream-2-Pipeline ist inzwischen abgeschlossen, die ersten Gaslieferungen werden aber nicht vor Oktober erfolgen.

## Aluminiumpreis hebt ab wegen Putsch und Produktionskürzungen

Auch China leidet unter Energieproblemen. Peking erliess kürzlich Anweisungen, um den Energieverbrauch verschiedener Industrien einzuschränken. China ist der weltgrößte Produzent des sehr energieintensiven Aluminiums. Aluminiumhütten sollen auf nachhaltigere Energie umstellen, was im Klartext eine Umstellung von Kohle- auf Solar- und Kernenergie bedeutet.

### Ausgewählte Metallpreise

indiziert, Okt 2018 = 100



### Erdgaspreis in Europa

in EUR/MWh



Die Aluminiumproduktion ist in der Folge in einigen Provinzen um 30% gegenüber April gesunken.

Der globale Aluminiummarkt wird zudem durch einen Militärputsch in Guinea erschüttert. China hat dieses Jahr 55% seines Bauxits - das Ausgangsmaterial für die Herstellung von Aluminium - aus dem westafrikanischen Land importiert. Dank milliardenschwerer Investitionen aus China ist Guinea nun der zweitgrösste Akteur im globalen Bauxitgeschäft. Kurzfristig ist damit zu rechnen, dass Aluminiumhersteller als Absicherung gegen Lieferunterbrechungen aus Guinea zusätzliche Bauxitmengen auf dem Weltmarkt nachfragen werden, was ebenfalls den Aluminiumpreis stützt.

Edelmetalle gehören dieses Jahr zu den Schlusslichtern im Rohstoffbereich. Während Gold und Platin in Schweizer Franken gerechnet nur leicht im Minus notieren, liegen die Preise für Silber und Palladium mit rund 10% deutlicher im negativen Bereich. Der Palladiumpreis befindet sich seit Mai dieses Jahres in einer starken Korrekturphase. Die geringe Grösse des Palladiummarktes führt dazu, dass der Preis empfindlich auf das Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage reagiert. Das Angebot wird zudem von ein paar wenigen Marktteilnehmern bestimmt. So sind Russland und Südafrika zusammen für rund 80% des Angebots zuständig. Palladium wird wie auch Platin mehrheitlich in der Automobilbranche verwendet. Aktuell werden 85% des produzierten Palladiums in Auto-Katalysatoren eingesetzt. Die Automobilhersteller leiden derzeit unter einem Halbleitermangel und mussten ihre Produktionskapazitäten zurückfahren. Die Nachfrage nach Palladium wie auch Platin ist entsprechend zurückgegangen, was sich negativ auf die Preise auswirkte. Zudem dürfte mittel- und langfristige der Trend zu Elektrofahrzeugen die Nachfrage nach diesen Metallen weiter belasten.

Nach deutlichen Preisanstiegen bei vielen Industriemetallen sehen wir derzeit einen dämpfenden Einfluss Chinas. Die Verlangsamung des chinesischen Wirtschaftswachstums, die kürzlich aufgetauchten Probleme am Immobilienmarkt wie auch die bereits erwähnten Energieprobleme führten in den letzten Wochen zu einer Abkühlung der Nachfrage. China ist bei allen Industriemetallen der grösste Verbraucher. Beim Eisenerz ist China gar für rund 70% der Nachfrage verantwortlich. Die Eisenerzpreise sind seit der Jahresmitte um über 40% gefallen. Dieser Preisrückgang ist auf die Drosselung der chinesischen Stahlproduktion zurückzuführen. Die kurzfristigen Auswirkungen in spezifischen Rohstoffen trüben jedoch das allgemein positive Bild der Rohstoffmärkte nicht. Der langfristige Trend zu nachhaltiger Energie wird sowohl die Erdöl- wie auch die Metallmärkte tiefgreifend beeinflussen. Die Elektrifizierung steht bei der Energiewende an vorderster Front. Die gesamte Energiewertschöpfungskette - von Windturbinen und Solarmodulen über die Übertragungsinfrastruktur bis hin zu Energiespeichern - wird gewaltige Investitionen erfahren. Für die Industriemetalle, die in all diesen Bereichen benötigt werden, erwarten wir folglich eine Zunahme der Nachfrage. ■

## Turbulenzen bei den Edelmetallen

## Industriemetalle aktuell unter Druck, gute längerfristige Perspektiven intakt

---

### IN KÜRZE

**Energiepreise profitieren vom globalen Wirtschaftswachstum**

**Engpässe in Europa bewirken massive Preiserhöhungen bei Erdgas und am Strommarkt**

**Angebot bei Industriemetallen kann nur mit Verzögerung auf hohe Nachfrage reagieren**

**Wir bleiben bei unserer positiven Sicht für Rohstoffe**

# Immobilien

Der Leerstand auf dem Schweizer Wohnungsmarkt nimmt zum ersten Mal seit 12 Jahren ab. Der bestehende Anlagenotstand dürfte die Schweizer Immobilienfonds stützen. Wir erachten europäische Immobilienaktien als interessant.

Die Zahlen zum Schweizer Mietwohnungsmarkt zeigen, dass der Leerstand im vergangenen Jahr kleiner wurde. Gemäss dem Bundesamt für Statistik standen am 1. Juni dieses Jahres 7'467 Wohnungen weniger leer als im Vorjahr. Das entspricht einer Abnahme von 9.5%. Insgesamt wurden noch 71'365 Leerwohnungen gezählt, was 1.54% des Gesamtwohnungsbestandes einschliesslich Einfamilienhäuser entspricht. Im Vorjahr lag die Quote noch bei 1.72%. Kräftig war der Rückgang bei den unbewohnten Wohnungen in den Kantonen Aargau, Bern und Zürich. Anders sieht es im Kanton Tessin aus, wo ein Anstieg leerstehender Wohnungen zu verzeichnen war. Insgesamt nahmen die Leerstände in 16 Kantonen ab und in 10 Kantonen zu.

## Tiefer Leerstand im Kanton Luzern

Im Kanton Luzern standen gemäss LUSTAT per Stichtag 1. Juni 2'513 Wohnungen leer. Das entspricht einer Leerwohnungsziffer von 1.23%, nach 1.5% im Vorjahr. Somit zählt der Kanton Luzern im Vergleich zum schweizwei-

ten Mittel weniger unbewohnte Wohnungen. Das untere Wiggertal ist die Luzerner Region mit der höchsten Leerstandsquote (2.49%). Sursee/Sempachersee und Agglomerationsgürtel sind jene Regionen mit der niedrigsten Quote von 0.79% bzw. 0.80%. In der Stadt Luzern sind 1.1% des städtischen Wohnungsbestands unbesetzt.

## Geringere Bautätigkeit und robuste Nachfrage reduzieren Leerstand

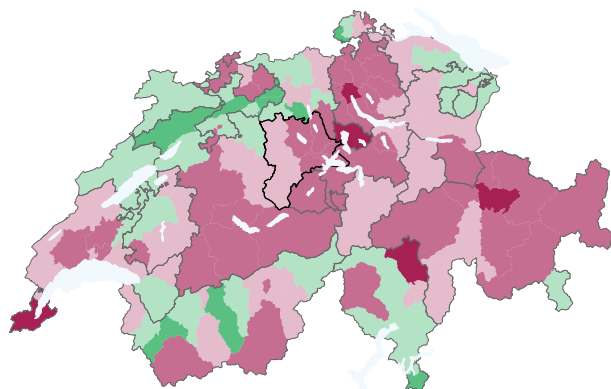
Die Abnahme der Leerwohnungen in der Schweiz beruht vor allem auf zwei Faktoren. Einerseits wird weniger gebaut, andererseits ist die Nachfrage nach Wohnraum sehr robust. In den vergangenen drei Jahren verzeichneten die Baubewilligungen von Mietwohnungen eine Abnahme. Hinzu kommt, dass ein Teil der Baubewilligungen auf Ersatzneubauten zurückzuführen ist und somit die Zahl der neu erstellten Wohnungen effektiv geringer ausfällt. Andererseits zeigt sich die Nachfrage nach Mietwohnungen und Wohneigentum sehr robust dank einer höher als erwarteten Nettozuwanderung.

## Bessere Auslastung stoppt Rückgang bei Angebotsmieten

Die bessere Auslastung der Mietwohnungen dürfte Auswirkungen auf die Angebotsmieten haben. Mit Angebotsmieten werden jene Mietpreise bezeichnet, zu denen Wohnungen auf dem Wohnungsmarkt angeboten werden. Nachdem die Angebotsmieten über die letzten Jahre im Zuge des steigenden Leerstands rückläufig waren, gibt es Signale, dass sich dies nun ändern könnte. So lagen die Angebotsmieten im August im Vergleich zum

## Leerwohnungsziffer in den Schweizer Bezirken 2021

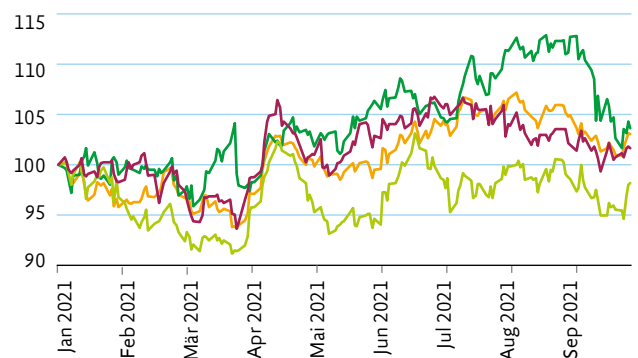
Anteil leerstehender Wohnungen am Gesamtwohnungsbestand, in %



● 0 - 0.5 ● 0.5 - 1.25 ● 1.25 - 2.0 ● 2.0 - 3.5 ● 3.5 - 5.0

## Entwicklung von Schweizer Immobilienfonds

Gesamtrendite, indiziert, Jan 2021 = 100



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

Vorjahresmonat gemäss den Zahlen von Homegate im schweizweiten Mittel 0.5% höher. Je nach Region gibt es jedoch deutliche Unterschiede.

### Schweizer Immobilienanlagen weiter attraktiv

Nach einer sehr robusten Performance im 2. Quartal 2021 hat sich das Gros der Schweizer Immobilienfonds im 3. Quartal bislang seitwärts bis leicht negativ entwickelt. Zum einen war der Kursanstieg im Juni bei Schweizer Immobilienfonds ungewohnt kräftig ausgefallen. Der breite Schweizer Immobilienfondsindex legte in kurzer Zeit um über 7% zu. Zum anderen haben die CHF-Zinsen seit Anfang August etwas angezogen, was die Immobilienfondskurse ebenfalls leicht belastet haben könnte. Alles in allem zeigen sich die Fundamentaldaten für den Schweizer Immobilienmarkt weiterhin günstig. Die Wirtschaft verliert zwar etwas an Dynamik, dürfte aber 2022 ebenfalls noch überdurchschnittlich stark wachsen. Davon werden zyklische Immobilienfonds aus dem Gewerbe- und Logistiksegment profitieren, da durch das anhaltend 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% interessante Möglichkeiten, um das Portfolio zu diversifizieren. Opportunitäten sehen wir derzeit bei gemischten Immobilienfonds, die über einen gewissen Gewerbeanteil verfügen, und bei Gewerbeimmobilienfonds. Auch bei Logistikimmobilienfonds bieten sich Chancen.

### Europäische REITs: die zwei grössten deutschen Immobilienkonzerne fusionieren

Nach einem Kursanstieg im Juli und August haben europäische Immobilienunternehmen (Real Estate Investment Trusts, REITs) im September einen Teil der Kursgewinne wieder abgegeben. Zum einen gab es in den letzten Wochen Unsicherheiten bezüglich der Fusion von Vonovia und Deutsche Wohnen, den beiden grössten deutschen Immobilienkonzernen. Zum anderen haben auch Ge-



**Tom Eyer**  
Analyst Immobilienanlagen

rüchte über neue politische Vorstösse bezüglich Mietendeckel in Berlin für Verunsicherung gesorgt. Die Übernahme dürfte gemäss aktuellem Wissensstand zustande kommen, sodass diese Unsicherheit verschwinden dürfte. Das Thema Mietendeckel bleibt jedoch vorerst erhalten. Daneben dürfte auch der Renditeanstieg der vergangenen Wochen belastet haben.

### Europäische Immobilienanlagen profitieren von Konjunkturaufschwung

Mittelfristig erwarten wir, dass auf Wohnen fokussierte Immobilienunternehmen von der anhaltend starken Nachfrage nach Wohnraum in städtischen Gebieten Europas profitieren. Der Nachfrageüberhang führt dazu, dass die Mietpreise weiteren Aufwertungsdruck spüren. Der laufende Konjunkturaufschwung in Europa dürfte den zurückgebliebenen Immobiliensegmenten wie Einzelhandel (Retail), Freizeit, Hotellerie und Büroflächen Schub verleihen. Angesichts des robusten Wirtschaftsausblicks für das nächste Jahr bleibt das Umfeld für europäische REITs aus unserer Sicht konstruktiv. ■

---

## IN KÜRZE

**Schweizer Immobilienfonds bieten interessante Möglichkeit zur Portfoliodiversifizierung**

**Gemischte Schweizer Immobilienfonds bevorzugen**

**Opportunitäten bei Schweizer Geschäfts- und Logistikimmobilienfonds**

**EUR-Immobilienanlagen profitieren von Konjunkturaufschwung**

# MARKTÜBERBLICK

Die Aktienmärkte durchliefen im hinter uns liegenden Quartal Phasen von zum Teil recht ausgeprägter Volatilität. Diese kamen vor allem aus den Schwellenländern, wo der chinesische Markt die grössten Abgaben verzeichnete. Die Märkte der Industrieländer verbuchten dagegen im Schnitt Gewinne und erzielten teilweise neue Allzeithochs, wobei der Schweizer Markt mit seiner relativen

Schwäche zum Quartalsende enttäuschte. Die Renditen von Staatsanleihen gingen zu Beginn des Sommers deutlich zurück, stiegen jedoch zuletzt wieder an, z.T. in die Nähe der bisherigen Jahreshochs. Der Rückgang bei den Risikoprämien von Unternehmensanleihen setzte sich einmal mehr fort. Unter den Rohstoffen gewannen vor allem Industriemetalle und Energiepreise.

## Performance ausgewählter Finanzmarktindizes

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

	Performance-Rückblick							Unsere Erwartung in 6-9 Monaten
	24.09.21	2021	2020	2019	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	
<b>Geldmarkt</b>								
Geldmarkt CHF 3 Mt.	115.2	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-2.3	-3.1	→
<b>Staatsanleihen</b>								
Schweiz (CHF)	191.4	-4.7	2.1	4.4	-4.2	-1.4	15.8	→
Eurozone (EUR)	253.3	-3.4	4.2	4.8	-2.7	3.8	32.7	→
Grossbritannien (GBP)	298.5	-6.1	8.9	7.1	-5.7	7.6	48.1	→
USA (USD)	2'505.4	-2.1	8.0	6.9	-3.1	12.2	24.3	→
USA inflationsgeschützt (USD)	364.9	3.6	11.0	8.4	5.5	23.8	34.7	→
China (CNY)	205.3	4.1	3.2	5.1	5.6	20.2	57.3	↗
<b>Unternehmensanleihen</b>								
Denominiert in CHF	186.5	-0.1	0.5	2.4	0.7	2.3	19.2	→
Global (USD)	302.6	-1.6	10.4	11.5	2.8	22.2	48.0	→
<b>EM-Anleihen</b>								
Hartwährung (USD)	463.7	-1.0	7.1	12.1	4.0	22.2	67.8	→
Lokalwährung (USD)	149.9	-1.3	5.3	9.5	5.9	16.5	30.6	→
<b>Aktienindizes</b>								
SMI	11'817.2	13.6	4.4	30.2	19.2	68.0	208.5	→
SPI	15'338.6	15.1	3.8	30.6	20.8	70.3	218.7	→
USA (USD)	4'455.5	19.9	18.4	31.5	39.3	126.2	379.8	→
UK (GBP)	7'051.5	12.4	-11.6	17.3	25.6	24.2	103.9	↗
Eurozone (EUR)	4'158.5	19.6	-2.6	29.3	34.8	60.4	193.0	↗
Japan (JPY)	2'090.8	17.2	7.4	18.1	31.3	73.5	249.4	↗
China, Schanghai (CNY)	4'849.4	-5.4	29.9	39.2	8.2	64.1	124.8	→
Welt (USD)	3'103.5	17.0	16.5	28.4	37.5	101.4	263.0	→
Schwellenländer (USD)	1'265.1	-0.1	18.7	18.9	22.5	57.3	92.9	→
<b>Immobilien</b>								
Schweizer Immobilienfonds	217.7	7.8	10.8	20.7	19.1	46.5	92.2	→
REITs Global (USD)	164.3	17.8	-8.3	22.9	37.4	31.5	142.4	→
<b>Rohstoffe</b>								
Breiter Rohstoffindex (USD)	1'703.0	29.2	2.3	9.8	47.9	50.8	-2.0	↗
Gold (USD)	1'752.2	-7.7	24.8	18.7	-6.0	30.8	4.5	→
Öl (Brent) (USD)	75.3	45.1	-21.8	24.8	79.4	58.7	-30.6	→
Kupfer (USD)	9'344	20.6	26.0	3.4	43.2	93.3	27.3	→
<b>Devisen</b>								
EUR/CHF	1.083	0.2	-0.5	-3.5	0.3	-0.6	-11.2	→
USD/CHF	0.924	4.4	-8.5	-1.4	-0.3	-4.8	2.0	→
EUR/USD	1.171	-4.3	9.0	-1.8	0.6	4.4	-13.4	→
GBP/USD	1.368	0.0	3.2	4.0	7.6	5.5	-11.4	→
USD/JPY	110.705	7.2	-5.0	-0.9	5.0	9.7	45.2	→
USD/CNY	6.458	-1.3	-6.0	1.2	-5.4	-3.2	1.1	→

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

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



# MAKROPROGNOSEN

Die Aussichten sind gut, dass die globale Wirtschaft weiter wächst. Die Wachstumsdynamik dürfte sich aber verlangsamen. Positiv wirken sich die Lockerung der Corona-Restriktionen sowie die Fortschritte bei der Impfung auf die Entwicklung der Wirtschaft aus. Die Inflationsraten bleiben noch hoch. Zu einem grossen Teil geht der Anstieg auf vorübergehende Effekte zurück,

die auslaufen dürften. Die Teuerungsraten sollten daher wieder etwas fallen. Die zum Teil sehr niedrigen Vorkrisenniveaus werden jedoch nicht wieder erreicht. Wichtige Zentralbanken nähern sich dem Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik. Hierbei dürfte das Tempo der Wertpapierankäufe schrittweise gedrosselt werden. Eine Anhebung der Leitzinsen dürfte noch dauern.

## Konjunktur- und Zinsprognosen

	BIP (% ggü. Vorjahr)			Inflation (% ggü. Vorjahr)			Leitzins (%)		Rendite 10-J. (%)	
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	24.09.21	in 6-9 Mt.	24.09.21	in 6-9 Mt.
Schweiz	-2.5	3.6	3.3	-0.7	0.5	0.6	-0.75	-0.75	-0.20	0.10
Eurozone	-6.5	5.2	4.2	0.3	2.2	1.9	-0.50	-0.50	-0.26	0.10
Grossbritannien	-9.9	7.3	6.7	0.9	2.2	2.7	0.00	0.25	0.91	1.30
USA	-3.4	6.2	4.4	1.2	4.2	3.2	0-0.25	0-0.25	1.41	2.00
Japan	-4.7	2.3	3.0	0.0	-0.3	0.3	-0.10	-0.10	0.04	0.10
China	2.3	8.4	5.8	2.3	1.2	2.7	-	-	-	-
Brasilien	-4.4	5.0	1.9	3.2	7.5	5.8	-	-	-	-
Russland	-2.5	4.1	2.5	3.4	6.3	4.6	-	-	-	-
Indien	-7.3	8.2	7.7	6.6	5.3	4.8	-	-	-	-
Welt	-3.1	6.4	4.8	-	-	-	-	-	-	-

## ÜBERBLICK WELTWIRTSCHAFT

### Wachstumsprognosen für das Gesamtjahr 2021

BIP-Wachstum 2021  $\geq$  4.0%

BIP-Wachstum 2021  $\geq$  2.0% und  $<$  4.0%

BIP-Wachstum 2021  $\geq$  0% und  $<$  2.0%

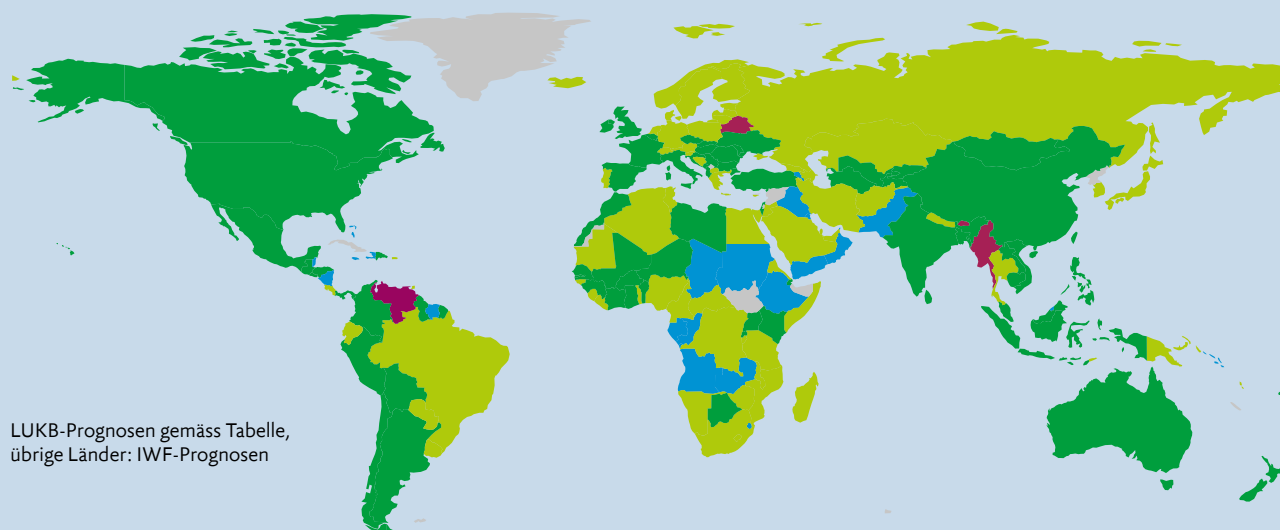
BIP-Wachstum 2021  $<$  0%

● 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. © 2021 Luzerner Kantonalbank

Signatory of:

