



**Dr. Sandro Merino**  
Chief Investment Officer  
Bank Cler

- **Erholung der Aktienkurse im Oktober**
- **Eurozone: Weniger Wachstum, mehr Inflation**
- **Nächster Zinsschritt der SNB Mitte Dezember**

## Erholung der Aktienkurse im Oktober

Trotz des weiter anhaltenden Kriegs in der Ukraine, der hohen Energiepreise und der rekordhohen Inflation haben sich die Aktienmärkte seit dem 10. Oktober etwas erholt. So konnte auch der Schweizer Aktienmarkt (SMI Index und SPI Index) bis zum Redaktionsschluss (4. November) etwa 5% zulegen. Das ist erfreulich, zumal wir taktisch am 10. und 11. Oktober Aktien zugekauft haben. In technischer Sprache ausgedrückt, haben wir die Aktienquote in unseren Anlagelösungen und Vermögensverwaltungsmandaten um etwa 2% erhöht.

Seither sind wir bei Aktien taktisch moderat um etwa 3% übergewichtet. Für den kommenden Winter sind die Perspektiven für Wirtschaft und Finanzmärkte zwar weiterhin getrübt, es zeichnet sich aber auch ein Hoffnungsschimmer mit Hinblick auf den Sommer 2023 ab. Der Staatsbesuch von Olaf Scholz in China am 4. November hat hinsichtlich der Drohungen Russlands mit einem möglichen Einsatz nuklearer Waffen eine Distanzierung Chinas erreicht. Trotz der «grenzenlosen Freundschaft», die Putin und Xi Jinping noch kurz vor dem russischen Überfall auf die Ukraine beteuert hatten, ist eine Grenze für die chinesisch-russische Freundschaft nach den russischen Atombombendrohungen nun dennoch gesetzt.

Die militärischen Erfolgssichten für die russische Armee haben sich in den letzten Wochen weiter eingetrübt. Die Suche eines Auswegs nach dem misslungenen Überfall wird für Russland immer wichtiger. Dies erhöht die Hoffnung und die Erfolgssichten auf ernsthafte Verhandlungen und auf ein Ende des Blutvergießens.

## Eurozone: Weniger Wachstum, mehr Inflation

Die Ende Oktober veröffentlichten Zahlen für Wachstum und Inflation in der Eurozone im dritten Quartal bestätigen, dass die Eurozone noch kein negatives Wirtschaftswachstum erlitten hat. Im dritten Quartal

stieg die Wirtschaftsleistung der Eurozone gegenüber dem Vorquartal noch leicht um 0,2%. Gegenüber dem dritten Quartal des Vorjahres ist ein Plus von 2,1% zu verzeichnen.

Die Wachstumszahlen für Deutschland hatten im Vorfeld positiv überrascht. Deswegen ist die weiterhin leicht positive Wachstumsentwicklung für die gesamte Eurozone bereits erwartet worden.

Viele Konjunkturindikatoren deuten aber auf eine weitere Verlangsamung des Wachstums in der Eurozone im laufenden vierten Quartal hin. Außerdem stieg die Konsumentenpreisinflation für Oktober mit 10,7% gegenüber dem Vormonat nochmals um 0,7% an. Auch die Kerninflation im Euroraum stieg nochmals leicht an: von 4,8% im September auf 5% im Oktober.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat am 27. Oktober die Leitzinsen um 0,75% auf 2% erhöht. Sie dürfte im Lichte der ungünstigen Inflationsentwicklung am 15. Dezember einen weiteren Schritt von mindestens 0,5% folgen lassen.

Die US-Notenbank (Fed) hat am 2. November die Leitzinsen ebenfalls um 0,75% von 3,25% auf 4% angehoben. Bis zum März 2023 dürften die USD-Leitzinsen auf einen Höchstwert von etwa 5% angehoben werden. Anschliessend wird bis Ende 2023 eine moderate Senkung der US-Leitzinsen erwartet.

## Nächster Zinsschritt der SNB Mitte Dezember

Die am 3. November veröffentlichten Schweizer Inflationsdaten für den Monat Oktober bestätigen, dass die Inflationsentwicklung sich verlangsamt hat. Gegenüber September (3,3%) ging die Inflation im Oktober auf 3% zurück. Auch bei der Kerninflation (Preisentwicklung ohne Energie und Nahrungsmittel) ist eine Abnahme von 2,0% (September) auf 1,8% für Oktober zu verzeichnen. Trotz diesem Rückgang der Inflation wird erwartet, dass die SNB am 15. Dezember eine Leitzinserhöhung verkünden wird. An den Finanzmärkten wird erwartet, dass die SNB die Leitzinsen für den Franken nochmals um 0,5% auf neu 1% erhöhen wird.

## Anlagestrategie

Das Ende der Zinsanpassungen durch die Zentralbanken zeichnet sich bis zum Frühling 2022 ab. Im kommenden Winter muss man in Europa und allenfalls auch in den USA in einzelnen Quartalen mit negativen Wachstumszahlen rechnen. Man darf jedoch berechtigte Hoffnungen auf eine Erholung von Wirtschaft bzw. Finanzmärkten ab Sommer 2023 hegen.

## USA: Konsumausgaben überraschen positiv

Nach einer enttäuschenden Entwicklung im zweiten Quartal ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den USA gemäss der ersten Schätzung im dritten Quartal besser als erwartet ausgefallen. Der Anstieg des BIP wird mit einem Plus von 2,6% (QoQ, annualisiert) angegeben, nachdem im zweiten Quartal 2022 noch ein Minus von 0,6% resultierte. Über den Erwartungen ausgefallen ist der private Konsum mit +1,4%. Den grössten Beitrag lieferte dagegen der Aussenhandel. Während die Exporte deutlich zulegen konnten, gaben die Importe nach. Für die kommenden Quartale gehen Ökonomen von wieder tieferen Wachstumsraten aus. Die künftigen Aussichten bleiben eingetrübt, auch wenn die Wahrscheinlichkeit einer Rezession unseres Erachtens eher gering ist und unter jener in der Eurozone liegt. Am Arbeitsmarkt herrscht Vollbeschäftigung (Abb. 1).

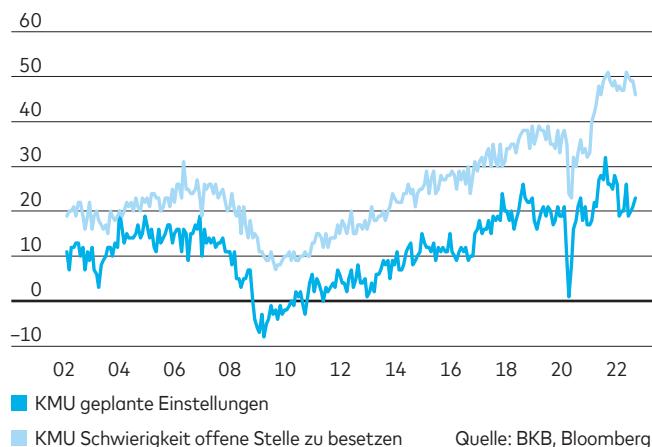
## Eurozone: BIP in der Eurozone höher als erwartet

Auch in der Eurozone ist das BIP besser ausgefallen als prognostiziert. Überrascht haben dabei insbesondere die Zahlen für Deutschland. Entgegen der erwarteten leichten Schrumpfung der Wirtschaftstätigkeit konnte für die grösste Volkswirtschaft Europas ein leichter Anstieg vermeldet werden. Ein Blick auf die Frühindikatoren zeigt jedoch, dass für die künftige Entwicklung vorerst keine Entwarnung gegeben werden kann. Die Stimmungsindikatoren sind eingetrübt, die Konsumentenstimmung verharrt nahe dem historisch tiefen Niveau (Abb. 2). Auch die zuletzt weiter gesunkenen Gaspreise am Spot-Markt in den Niederlanden und die hohen Füllstände beim Gas können daran vorderhand nichts ändern. Ob eine Rezession wider Erwarten verhindert werden kann, hängt stark mit der Entwicklung der Heiz- und Stromkosten zusammen.

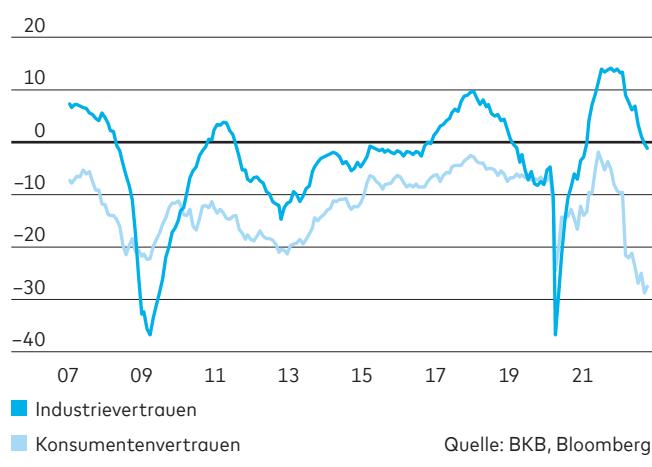
## Schweiz: Aussichten verhalten positiv

Für die Schweizer Wirtschaft wird für die kommenden Quartale nicht mit einer Rezession gerechnet. Die Aussichten sind verhalten positiv. Dazu passt, dass die Stimmung in der Industrie – gemessen am entsprechenden Einkaufsmanagerindex – nach wie vor positiv ist. Der veröffentlichte Wert ist expansiv und liegt deutlich über den Werten in der Eurozone. Gegen zuviel Optimismus für die weitere Entwicklung spricht dagegen das KOF-Konjunkturbarometer (Abb. 3). Es bewegt sich unter seinem langfristigen Durchschnitt und hat zuletzt wieder leicht an Wert verloren. Auch die Konsumentenstimmung ist nochmals gesunken, obwohl das Vertrauen in die Arbeitsplatzsicherheit nach wie vor sehr hoch ist. Die Arbeitslosenquote bewegt sich auf einem sehr tiefen Niveau.

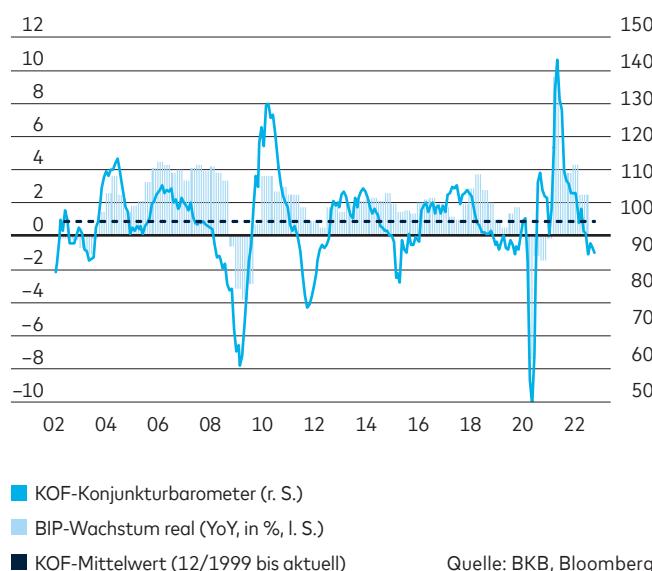
## Abb. 1: USA – Arbeitsmarkt



## Abb. 2: Eurozone – Stimmungsindikatoren



## Abb. 3: Schweiz – Konjunkturbarometer KOF



# Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

Investment Letter 11/2022

## «Whatever it takes.»

Die Inflation verharrt auf einem immer noch deutlich zu hohen Niveau. Während in den USA die Teuerungsrate in den letzten Monaten leicht auf 8,2% zurückging, kletterte die Kerninflation im September auf 6,6% und verzeichnete damit ihr höchstes Niveau seit August 1982. Im Euroraum erreichte die Inflation im Oktober mit rund 10,7% einen neuen Rekordwert. Zum Vergleich: In der Schweiz gab sie zuletzt auf 3% nach.

Im Kampf gegen die hartrückige Inflation beschloss die US-Notenbank (Fed), den US-Leitzins zum vierten Mal in Folge um 0,75 Prozentpunkte zu erhöhen. Damit haben die US-Währungshüter den Leitzins seit März um insgesamt 375 Basispunkte angehoben. Fed-Präsident Powell geht davon aus, dass weitere Zinsanhebungen angemessen sein werden, wenn auch nicht in gleichem Tempo. Aus seiner Sicht könnte das endgültige Zinsniveau allerdings höher ausfallen als bisher erwartet. Die Entscheidungen hängen dabei von den eingehenden Daten und deren Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit und die Inflation ab.

Die Europäische Zentralbank (EZB) untermauerte mit einer weiteren Erhöhung der Leitzinsen um 75 Basispunkte ihre Entschlossenheit im Kampf gegen die zu hohe Inflation. Es ist dies die dritte grosse Leitzinserhöhung in Folge. Zudem liess EZB-Präsidentin Lagarde verlauten, dass mit weiteren Zinsschritten zu rechnen ist, um das mittelfristige 2%-Inflationsziel der EZB zeitnah sicherzustellen.

## Ausblick

Die Inflationssorgen der Finanzmarktteilnehmer trieben im Oktober die Rendite der Staatsanleihen beidseits des Atlantiks zunächst weiter in die Höhe. So stieg die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen auf über 4% an. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen kletterte ihrerseits über die 2,4%-Marke, während diejenige der Schweizer Staatsanleihen erneut über 1,4% sprang (Abb. 1). Im Hinblick auf die weiteren Zinsanhebungen wurden die eingetrübten Konjunkturperspektiven von den Marktteilnehmern als Hinweis für eine künftig weniger aggressive Geldpolitik der Notenbanken gedeutet. Dies führte Ende Oktober zu einer Erholung an den Anleihemärkten und zu einem Rückgang der Renditen. Von einer Trendwende zu sprechen, wäre jedoch verfrüht. Das Risiko weiter steigender Renditen bleibt bestehen. Wir bleiben bei den Obligationen CHF in unseren Mandaten untergewichtet.

## Schweizer Immobilienmarkt

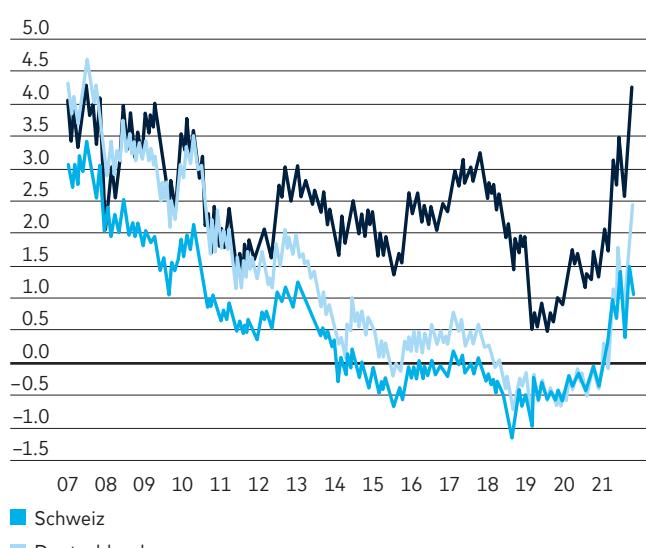
Im Oktober zeigte der Markt für kotierte Schweizer Immobilienanlagen ein gemischtes Bild. Während die Fonds noch um 1,1% nachgaben, konnten die Aktien um gut 3,5% zulegen. Damit liegen seit Jahresbeginn die Fonds mit 17,6% und die Aktien mit 10,1% im Minus.

Diese Kursentwicklung ist vor allem durch sinkenden Risikoappetit getrieben und zum Teil von der fundamentalen Situation entkoppelt. Während die Geschäftsberichte nach wie vor steigende Substanzwerte, stabile Mieten, geringe Leerstände und attraktive Ausschüttungen melden, ist die Nachrichtenlage vor allem negativ: aufflammende Inflation, Zinserhöhungen, Energiekrise, Sorgen um die Konjunktur sowie geopolitische Störungen. Dies führt dazu, dass sich Anleger von Risikopositionen trennen. Die zugrundeliegende Nachfrage nach Wohneigentum bleibt jedoch bislang hoch.

Technisch gesehen führt die Kurskorrektur zu einem Abbau der in der Vergangenheit stark erhöhten Aufgelder. Die Entwicklung der Substanzwerte sowie von Immobilienanlagen ohne Aufgelder ist nach wie vor positiv.

Wir halten an unserer neutralen Gewichtung von 5% im Segment der indirekten Immobilienanlagen fest.

**Abb.1: Rendite 10-jähriger Staatsanleihen**



Quelle: BKB, Bloomberg

## Deutliche Erholung im Oktober

Fast alle regionalen Aktienmärkte der Industrie- und Schwellenländer konnten im Oktober deutliche Kursgewinne verzeichnen, nachdem die Stimmung in den Wochen zuvor sehr pessimistisch war. Ausgenommen von dieser Entwicklung war der chinesische Aktienmarkt, der in CHF 15,4 % verlor und aufgrund seines hohen Gewichts auch den Index der Schwellenländeraktien ins Minus drückte (Abb. 1). Die Personalrochade am KP-Parteitag Mitte Oktober liess Investoren befürchten, dass der wirtschaftlichen Entwicklung künftig ein geringerer Stellenwert eingeräumt wird, als dies bislang der Fall war. Auch Aktienmärkte, die einen engen Bezug zu China haben, wie Hongkong (-10,6 % in CHF), Taiwan (-3,5 % in CHF) oder Singapur (+1,7 % in CHF), wurden in Mitleidenschaft gezogen.

## Sektoren: Energie Top, Kommunikationsdienstleister Flop

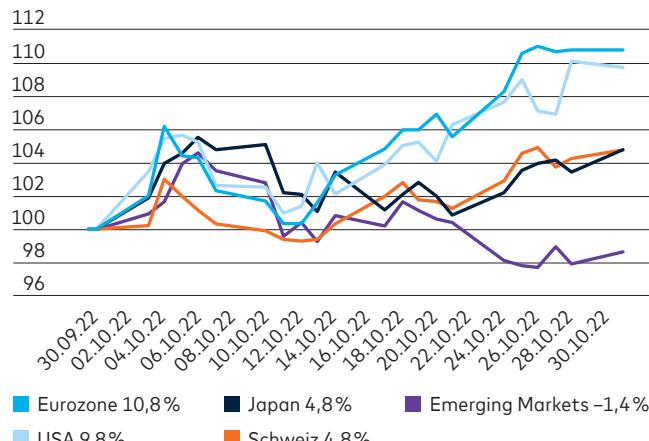
Auf globaler Sektorenbasis waren Energietitel im Oktober die mit Abstand führenden Gewinner und konnten so ihren Vorsprung als bester Sektor seit Jahresbeginn weiter ausbauen. Demgegenüber konnten Kommunikationsdienstleister weiterhin nicht mit dem breiten Markt mithalten (Abb. 2). Die Schwergewichte Alphabet (Google) und Meta (Facebook) enttäuschten beide hinsichtlich ihrer Gewinnzahlen für das dritte Quartal. Gesunkene Werbeeinnahmen waren massgeblich dafür verantwortlich.

## Anlagestrategie

Anfang Oktober haben wir Aktien in Europa und den USA zugekauft. Wir sind somit bei den Aktien übergewichtet. Nach den Kursverlusten sind die Bewertungen auf historisch günstige und attraktive Niveaus gesunken. Die Konjunkturprognosen lassen zwar in einigen Ländern und Regionen technische Rezessionen erwarten, jedoch deutet vieles auf eher milde Rezessionsszenarien hin.

## Abb. 1: Regionale Aktienperformance im Oktober

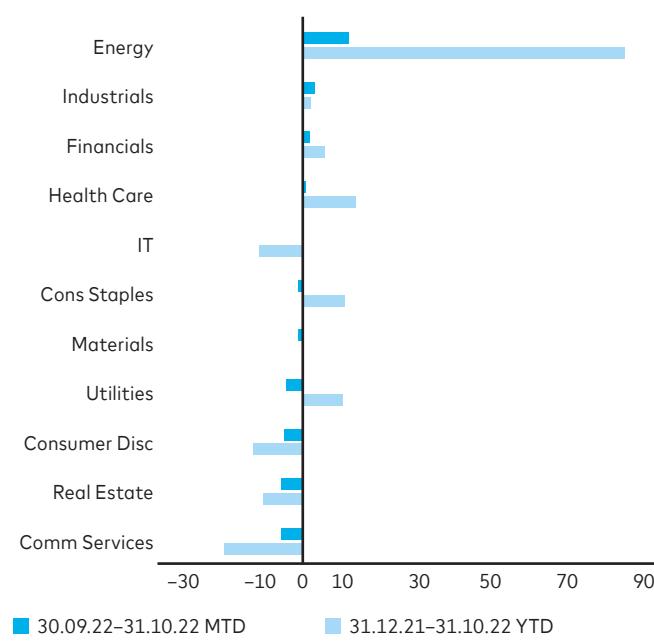
Net Total Return in CHF



Quelle: BKB, Bloomberg (MSCI)

## Abb. 2: Globale Sektorenperformance relativ zum Gesamtmarkt

in %



Quelle: BKB, Bloomberg (MSCI)