



SEPTEMBER 2022

STANDPUNKT

Europa nimmt den Fuss vom Gas



**Schwyzer
Kantonalbank**

Private Banking

INHALTSVERZEICHNIS

Leitartikel	3
Auf einen Blick	4
Konjunktur	5
Aktien	6
Zinsen	8
Rohstoffe	9
Asset Allocation	10
Marktübersicht	11

Impressum

© SZKB 2022. Alle Rechte vorbehalten.

Herausgeber: Schwyzer Kantonalbank, 6431 Schwyz

Redaktionsschluss: 7. September 2022

Redaktion

Florian Deiss, Rolf Kuster, Beat Pfiffner, Thomas Rühl

Philipp Waldvogel, Matthias Wullschleger

Disclaimer

Diese Publikation wurde einzig zu Informationszwecken erstellt und ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der Schwyzer Kantonalbank zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder ähnlichen Anlageinstrumenten oder zur Teilnahme an einer spezifischen Handelsstrategie in irgendeiner Rechtsordnung. Die Informationen in dieser Publikation stammen aus oder basieren auf Quellen, welche die Schwyzer Kantonalbank als zuverlässig erachtet, indes kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden. Die Publikation enthält keine Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Investitionen, Rechnungslegung oder Steuern. Sie stellt auch in keiner Art und Weise eine auf die persönlichen Umstände des Anlegers zugeschnittene oder für diesen eine angemessene Investition oder Strategie oder eine andere an einen bestimmten Anleger gerichtete Empfehlung dar. In der Publikation gegebenenfalls gemachte Verweise auf frühere Entwicklungen stellen keine Indikationen dar für laufende oder zukünftige Entwicklungen und Ereignisse.



EUROPA NIMMT DEN FUSS VOM GAS

Seit dem russischen Angriffskrieg auf die Ukraine sind die Energiemärkte im Ausnahmezustand: Gas- und Strompreise im Grosshandel haben sich vervielfacht. So wurden im August an der Strombörse in Leipzig kurzfristige Termingeschäfte zwischenzeitlich zum 20-Fachen des langjährigen Durchschnittspreises gehandelt. Preise für Erdgas haben im August ebenfalls Höchststände erreicht. Die Spitze der Preisentwicklung wurde jüngst gebrochen, da die Europäischen Gaslager mittlerweile gut gefüllt sind. Von einer Entspannung kann jedoch keinesfalls die Rede sein: Die Schweizer Regierung ergreift Notmassnahmen für Stromfirmen und ruft zum Energiesparen auf. Andere Länder versuchen, mit neuen Abkommen die weltweit zweitgrössten Gasreserven im Iran zu erschliessen.

Da der hiezulande produzierte Strom weitgehend unabhängig von Gas und anderen fossilen Brennstoffen entsteht, ist die Schweiz der Preisentwicklung etwas weniger stark ausgesetzt. Gleichzeitig ist es ungewiss, ob im Winter – wie üblich – zusätzlicher Strom zugekauft werden kann: In Frankreich sind zahlreiche Kernkraftwerke wegen Schäden und tiefer Flusspegelstände ausser Betrieb, Deutschland dürfte Gasexporte erschweren. Schweizer Haushalte sorgen sich um die Verfügbarkeit im Winter und die zusätzlichen Stromkosten. Die Strompreis-Regulierung schützt Endverbraucher zwar vor den extremen Exzessen an den Grosshandelsmärkten, dennoch fallen die Rechnungen im Schweizer Durchschnitt 27% höher aus. Im Kanton Schwyz steigen die Preise durchschnittlich um 16%, in einzelnen Gemeinden allerdings deutlich stärker.

Strom und Gas sind der Ausgangspunkt vieler Wertschöpfungsketten. Anleger sollten dies in ihren Anlageentscheiden beachten. Beispielsweise sind Hersteller von Keramikprodukten und die Chemieindustrie stark vom Gas abhängig; Metallproduzenten dagegen stark von Strom. Ohne eine Entspannung der Energiepreise wird ein Klumpenrisiko im Portfolio zu einer Unterrendite führen. Diese Erkenntnis haben wir auch bei den Anlageentscheidungen für die SZKB-Portfolios berücksichtigt.

Auch wenn die meisten Lösungen zu spät für den nächsten Winter kommen, hat Europa für die Zukunft wenig Alternativen zu alternativen Energien: Kernkraft ist nur bedingt mehrheitsfähig; der politische und logistische Zugang zum iranischen Gas ist höchst unsicher; Braunkohle ist höchst klimaschädlich. Private Initiativen und ein Subventions-Eldorado für Solar-, Wind- und Wasserkraft zeichnen sich bereits ab. Auch aus Anlegersicht werden die entsprechenden Technologien an Attraktivität gewinnen. Aber im Moment gilt: Vorsorgen, Vorbereiten, Brennstofflager füllen und auf einen warmen Winter oder eine Friedenslösung hoffen.

Thomas Rühl
Chief Investment Officer
Leiter Research

UNSER STANDPUNKT

KONJUNKTUR

In den USA schwächt sich die Wirtschaft zwar ab, die Datenlage entspricht aber nicht jener einer Rezession. Ein nach wie vor solider Arbeitsmarkt und hohe Ersparnisse aus der Pandemie wirken als Stütze. Die Inflation dürfte ihren Zenit überschritten haben, kommt aber nur langsam zurück. Europa steht vor grösseren Herausforderungen, weil die Energieversorgung für den Winter nicht gesichert ist. Die hohe Inflation zersetzt die Kaufkraft der Konsumenten. In China ist die Erholung infolge einer neuen Covid-Welle wieder ins Stocken geraten.

ANLAGEKLASSEN	EINSCHÄTZUNG	KOMMENTAR
Anleihen		
Staatsanleihen		Nach restriktiveren Kommentaren aus der US-Notenbank sind die Langfristzinsen zuletzt wieder bis dicht unter die alten Jahreshöchststände angestiegen. Weil der Inflationsdruck weiter anhalten dürfte und die Notenbanken zur restriktiven Geldpolitik zwingt, dürfte das Zinsniveau vergleichsweise hoch bleiben. Ein Grossteil des Wiederanstiegs dürfte aber bereits erfolgt sein.
Unternehmensanleihen		
Schwellenländeranleihen		
Aktien		
Schweiz		Nach der Erholungsphase im Hochsommer hat sich die vorangegangene Abwärtsbewegung ab Mitte August fortgesetzt. Grund dafür war der Ausblick auf eine weiterhin restriktive Geldpolitik der US-Notenbank und ansteigende Renditen. Während seitens Notenbanken inzwischen viel Negatives in die Kurse eingepreist ist, bleiben die Risikofaktoren um mögliche Rezessionen sowie die unsichere Energieversorgung Europas im Winter. Per Saldo rechnen wir in den kommenden Monaten mit einer Seitwärtsbewegung der breiten Indizes.
Eurozone		
Grossbritannien		
USA		
Pazifik		
Schwellenländer		
Global Small Caps		
Immobilien Schweiz		Die Schweizer Immobilienfonds haben seit Jahresbeginn unter dem Zinsanstieg gelitten. Die Kurse bleiben aber gestützt, da die Ausschüttungen im Vergleich mit den Obligationenrenditen noch attraktiv sind. Zudem bleibt die Nachfrage nach Wohnraum wegen der Zuwanderung hoch.
Rohstoffe		
Öl		Der Ukrainekonflikt sowie die Ankündigung der OPEC, Förderkürzungen vorzunehmen, führt weiterhin zu vergleichsweise hohen Rohölpreisen. Ohne eine geopolitische Entspannung ist eine Rückkehr auf fundamental gerechtfertigte Niveaus unwahrscheinlich. Europa wird auch in den kommenden Monaten mit hohen Gas- und Strompreisen zu kämpfen haben. Das tendenziell ansteigende Zinsniveau belastet den Goldpreis. Das Metall bleibt als Absicherung angesichts der geopolitischen Risiken aber sinnvoll.
Gold		
Währungen vs. CHF		
EUR		Der CHF profitiert von der geldpolitischen Straffung der SNB und der vergleichsweise tiefen Inflation. Zudem hält sich die SNB mit Währungsinterventionen zurück. In der Eurozone ist die Inflation hoch und trotzdem sind die Zinsen tief. Dies macht den Euro unattraktiv. Der Dollar dürfte sich gegenüber dem Franken seitwärts entwickeln. In beiden Ländern geht die Zentralbank recht entschieden gegen die Inflation vor.
USD		

Einschätzung der Anlageklasse ● unattraktiv attraktiv

EUROPA: REZESSION IM WINTER

Die Energiekrise und die gleichzeitig steigenden Zinsen schmälern die Kaufkraft der Konsumenten und trüben den wirtschaftlichen Ausblick. Robuste Ersparnisse und Arbeitsmärkte sollten aber einen allzu starken Abschwung verhindern.

Der US-Einkaufsmanager-Index hielt sich im August bei 52.8 und die wichtige Auftragskomponente stieg von 48.0 auf 51.3. Weiter zeigte die Umfrage, dass der Preisdruck deutlich nachlässt und sich die Lieferengpässe mehr und mehr auflösen. Beim Arbeitsmarkt hat sich das Momentum im August zwar deutlich abgeschwächt, das Stellenwachstum blieb aber mit 315'000 robust. Die Partizipationsrate machte einen Sprung nach oben und erreichte im wichtigen Bereich der 25- bis 54-Jährigen praktisch wieder das Vorkrisenniveau. Es tritt damit die langerwartete Normalisierung ein, womit auch das Lohnwachstum bald gemässiger ausfallen dürfte. Insgesamt entspricht die Datenlage nach wie vor nicht derjenigen einer Rezession. Das wahrscheinlichste Szenario bleibt in unseren Augen eine Stagnation.

Europa steht vor schwierigem Winter

Je näher der Winter rückt, desto pessimistischer werden die Prognosen für die Wirtschaft der Eurozone. Die Inflation kletterte im August weiter auf 9.1%, noch bevor Russland Anfang September den Gasfluss durch Nordstream 1 stoppte, was die Preise weiter verteuert. Die Regierungen versuchen zwar mit Zahlungen die höheren Energiepreise

bei den Haushalten abzufedern, deren Kaufkraft dürfte aber dennoch sinken und den Konsum belasten. Eine Rezession erscheint sehr wahrscheinlich. Wie stark diese ausfallen wird, hängt auch davon ab, ob Gas rationiert werden muss oder nicht. Positiv ist immerhin, dass sich die Gasspeicher trotz Ausfall von Nordstream 1 füllen. Per 5. September beträgt der Füllstand der EU-weiten Speicher knapp 82%. Zusammen mit Einsparungen besteht die Chance, dass man ohne Rationierungen durch den Winter kommt. Dennoch muss in einem solchen Falle für die Eurozone im 4. Quartal und dem folgenden mit einer BIP-Kontraktion von jeweils etwa 1% gerechnet werden. Zum Vergleich: In der Finanzkrise belief sich das Minus auf etwa 6%. Die Energiekrise betrifft nicht alle Länder gleich stark: Während Deutschland am stärksten leidet, sind die Auswirkungen in Spanien und Portugal geringer.

China: Erneuter Rückschlag

Infolge einer neuen Covid-Welle haben sich die Aktivitäten wieder abgeschwächt. Hauptbetroffen war der Einzelhandel, aber auch die Industrie verlor an Momentum. Ein grosses Sorgenkind bleibt der Immobilienmarkt, wo die Verkäufe im Juli um 28.9% gegenüber dem Vorjahr einbrachen. Die Zentralbank reagierte darauf mit einer Zinssenkung. Weitere Massnahmen werden nötig sein, um den stark angeschlagenen Immobilienmarkt zu stabilisieren. Zusammenfassend gehen wir immer noch von einer leichten Erholung der chinesischen Wirtschaft im 3. Quartal aus, vorausgesetzt, es gibt keine grösseren Covid-Wellen mehr.

USA: Solider Arbeitsmarkt

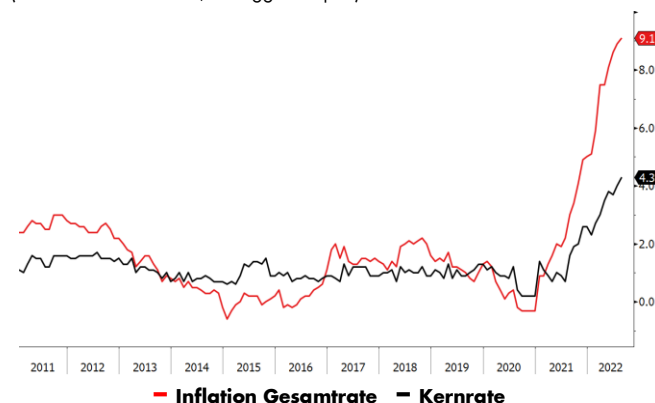
(09.2020 bis 08.2022; in tsd.)



Quelle: Bundesbank, SZKB

EU: Ungebremste Teuerung

(01.2011 bis 08.2022; in % ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg, SZKB

DIE AMPEL STEHT NOCH NICHT AUF GRÜN

Die Aktienmärkte haben einen Grossteil ihres sommerlichen Anstiegs wieder verloren und die Stimmung ist negativ. Die Gewinnaussichten und das Zinsumfeld liefern vorderhand noch keine Impulse für höhere Aktienkurse. Deshalb ist es wohl noch zu früh für eine dauerhafte Kurserholung.

Mitte August ist die mehrwöchige Erholung der Aktienmärkte zu Ende gegangen und die meisten Indizes haben nach unten gedreht (vgl. Abb.). Belastet hat vor allem, dass die Zinsen wieder angestiegen sind. Ein Teil der Investoren hatte zuvor gehofft, dass die US-Notenbank die Geldpolitik weniger stark straffen könnte. Solchen Mutmassungen erteilte Fed-Chef Powell aber Ende August eine klare Absage (vgl. S. 8).

Am meisten haben viele hoch bewertete Börsenlieblinge der vergangenen Jahre unter dem Zinsanstieg gelitten, beispielsweise Sika, Givaudan oder Straumann. Recht gut gehalten haben defensive Aktien wie die drei Schweizer Schwergewichte Nestlé, Roche und Novartis. Sogar leicht zulegen konnten zahlreiche Versicherungen und Banken, denn ihre Gewinne profitieren von höheren Zinsen.

Konsumnachfrage dürfte nachlassen

Mittlerweile haben die meisten Unternehmen ihre Halbjahresresultate veröffentlicht. Insgesamt sind die Zahlen und Ausblicke nicht so schlecht ausgefallen, wie viele Investoren befürchtet haben. Zahlreiche Firmen konnten die höheren

Kosten – z.B. für Rohmaterialien und Löhne – gut auf die Preise überwälzen. Möglich war dies, weil die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen in den vergangenen Monaten noch mehrheitlich solide war.

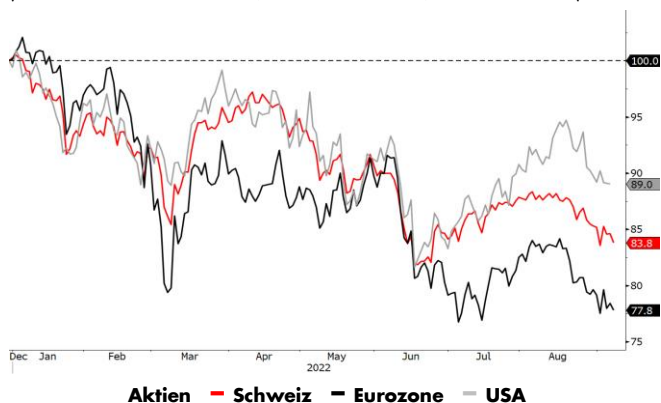
Richten wir den Blick nach vorn, so deuten die konjunkturellen Frühindikatoren allerdings auf ein flaueres Geschäft. Europa kämpft mit hohen Energiepreisen und es drohen Rationierungen. In China belastet die Krise am Immobilienmarkt und die Null-Covid-Strategie der Regierung. Und in den USA besteht das Risiko, dass die restriktive Geldpolitik die Wirtschaft zu stark bremst. Weiterhin eine Stütze für die Nachfrage sind aber die hohen Ersparnisse und stabile Investitionen.

Wenig Entspannung bei den Inputkosten

Bei den Kostensteigerungen ist noch kaum Entspannung absehbar: Die Löhne steigen vor allem in den USA weiterhin deutlich an (vgl. Abb.). Die Preise für Gas und Strom in Europa sind zwar jüngst etwas gesunken, unter anderem wegen möglicher politischer Interventionen. Eine länger anhaltende Entspannung ist aber weniger wahrscheinlich, solange Europa zu wenig Ersatz für russisches Gas hat. Immerhin sind die Frachtkosten leicht gesunken und die Lieferengpässe haben etwas nachgelassen. Solange aber die chinesische Führung nicht von ihrer Null-Covid-Strategie abrückt, ist es auch in diesem Bereich zu früh für Entwarnung. Bei den Inputkosten ist also noch wenig Besserung absehbar. Gleichzeitig schwächt sich die Nachfrage eher ab. Die Unternehmen werden deshalb die höheren Aufwendungen

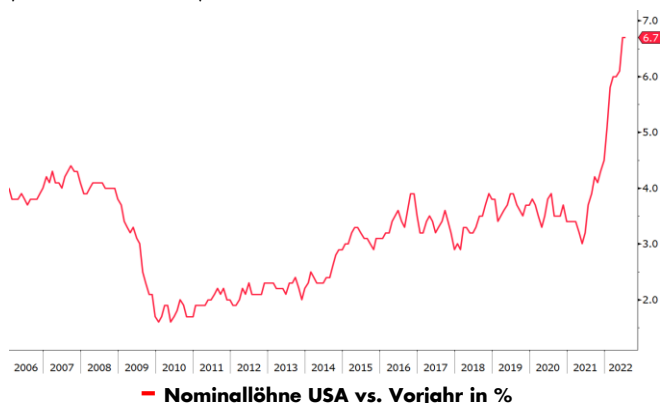
Noch keine dauerhafte Erholung

(01.01.2021 bis 07.09.2022; Total Return in CHF; indiziert auf 100)



Lohnkosten steigen stark an

(01.2006 bis 07.2022)



nicht mehr so einfach auf die Preise überwälzen können wie noch im ersten Halbjahr. Deshalb sind die Gewinnaussichten eingetrübt.

Noch kaum Verbesserung beim Zinsumfeld

Auch das Zinsumfeld ist vorderhand noch kaum ein Treiber für höhere Aktienkurse: Die Langfristzinsen sind zwar nominal und real recht tief, steigen aber tendenziell an. Auch die höheren Leitzinsen belasten die Märkte. Und seit Anfang September baut die US-Notenbank ihre Bilanz rascher ab als bis anhin. Dieses «Quantitative Tightening» entzieht dem Finanzsystem Liquidität und ist eine leichte Belastung für alle Anlageklassen.

Derzeit gibt es erst wenige Anzeichen, dass sich das Zinsumfeld bald verbessern könnte. Zwar sind die amerikanischen Konsumentenpreise im Juli weniger stark gestiegen als erwartet. Ein einzelner guter Monatswert genügt der Fed allerdings nicht. Für einen geldpolitischen Kurswechsel wären klarere Anzeichen nötig, dass die Inflation sinkt. Deshalb wird an den Märkten mit Spannung auf die Inflationsdaten für den August gewartet, welche am 13. September veröffentlicht werden. Ebenfalls rot angestrichen im Kalender ist der 21. September, wenn die Fed zum nächsten Mal über die Geldpolitik entscheidet.

Obwohl an der Zinsfront unmittelbar kaum Entspannung ansteht, sollte aber nicht vergessen werden: Die US-Notenbank hat den Leitzins seit März bereits um 2.25 Prozentpunkte erhöht. Gemessen an den aktuellen Zinserwartungen liegen somit schon fast zwei Drittel des

Leitzinsanstiegs hinter uns. Das weitere «Störpotenzial» durch höhere Leitzinsen wird allmählich geringer.

Seitwärtstendenz realistisch

Dank des Kursrückgangs sind die Bewertungen in den vergangenen Wochen wieder etwas gesunken. Sie liegen für die Schweiz und USA in etwa im Rahmen des langjährigen Durchschnitts (vgl. Abb. links).

Eurozonen-Aktien sind günstig. Sie weisen aber überdurchschnittlichen Risiken auf: Erstens ist die Region stark betroffen von russischen Gaslieferstopps. Und zweitens umfasst sie viele zyklische Unternehmen (z.B. Industrieunternehmen, Autoproduzenten und Luxusgüterhersteller). Im aktuellen Umfeld sind Eurozonen-Aktien deshalb trotz tiefer Bewertung wenig attraktiv. Deutlich interessanter ist der defensive Schweizer Markt.

Im Zuge des Kursrückgangs hat sich auch das Sentiment wieder eingetrübt – die Stimmung ist recht pessimistisch (vgl. Abb.) Ein ansehnlicher Teil der Belastungsfaktoren dürfte also bereits in den Kursen eingepreist sein.

Doch für eine dauerhafte Aufwärtsbewegung wäre eine Entspannung bei der Inflation und der Geldpolitik nötig. Oder die konjunkturellen Belastungsfaktoren müssten nachlassen. Für beides gibt es derzeit noch kaum Anzeichen. Insgesamt spricht dies auf Sicht der nächsten Monate für eine Seitwärtsbewegung. Trotzdem empfehlen wir, an Aktien im Rahmen der strategischen Quote festzuhalten. Denn von den tiefen Niveaus aus kann es im Falle positiver Entwicklungen rasch wieder nach oben gehen.

Bewertung in etwa durchschnittlich

(01.01.2010 bis 07.09.2022)

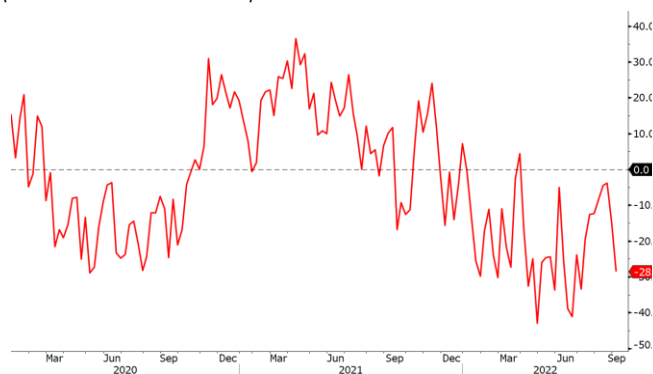


– Kurs-Gewinn-Verhältnis SPI (Gewinnsschätzungen 12 Monate)

Quelle: Bloomberg, SZKB

Sentiment pessimistisch

(01.01.2020 bis 07.09.2022)



– Sentiment US-Privatinvestoren (Bullen minus Bären in %)

Quelle: Bloomberg, SZKB

BIS DER JOB ERLEDIGT IST

Die Zinsanhebungen in den USA, im Euroraum und der Schweiz sind in vollem Gange. Unklar ist lediglich das Ausmass der einzelnen Schritte, diesbezüglich herrscht auch innerhalb der Notenbanken keine Einigkeit.

Beim jährlichen Zusammentreffen der Notenbanker in Jackson Hole gab Fed-Chef Powell die Marschrichtung vor. In Inhalt und Wortwahl war sein kurzer Vortrag wenig missverständlich. Die Wiederherstellung der Preisstabilität sei das übergeordnete Ziel der Fed und die verfügbaren Werkzeuge werde man energisch einsetzen. Weniger Wirtschaftswachstum und ein schwächerer Arbeitsmarkt seien die bedauerlichen Kosten. Eine anhaltend hohe Inflation brächte jedoch weitaus mehr Schmerz. Deshalb würden die Zinsanhebungen fortgesetzt, bis der Job erledigt ist.

Geldpolitik bleibt restriktiv

Über die Höhe der Zinsanhebung der Fed Ende September lässt sich daraus keine Aussage ableiten, wir erwarten eine Erhöhung von 50 Basispunkten (Bp), aber auch 75 Bp wären nicht überraschend. An den Märkten schlugen die Aussagen hingegen Wellen und verstärkten die bereits zuvor bestehenden negativen Tendenzen für Aktien und Unternehmensobligationen. Deren Risikoaufschläge waren seit dem Sommer zunächst zurückgegangen. Ab Mitte August begannen sie sich wieder auszuweiten, als sich nach einzelnen Notenbankerkommentaren eine Fortsetzung der restriktiven US-Geldpolitik abzeichnete (vgl. Abb.). Eine Straffung der US-

Geldpolitik jenseits der Leitzinsen ist ab September angekündigt: Dann soll der monatliche Bilanzabbau von unter USD 50 Mrd. auf USD 95 Mrd. beschleunigt, und den Märkten entsprechend Liquidität entzogen werden.

EZB weiter im Dilemma

Forderungen nach konsequenterem Handeln waren zuletzt auch aus dem Umfeld der Europäischen Zentralbank zu vernehmen. Notenbanker aus Österreich, den Niederlanden und Deutschland forderten von der EZB-Führung zuletzt eine deutlichere Zinsanhebung. Die nach wie vor hohe Inflation rechtfertigt einen solchen Schritt zwar, der Blick auf die teilweise hoch verschuldeten Länder Südeuropas mahnt die EZB jedoch zur Vorsicht. Der Zinsaufschlag italienischer Staatsanleihen (gegenüber Deutschen) verdeutlicht die hohe Nervosität der Gläubiger Italiens (vgl. Abb.). Einmal mehr wachsen die Sorgen um die finanzielle Lage des Landes, und dies trotz der Absicht der EZB, bei Bedarf gezielt italienische Papiere zu kaufen.

Renditen dürften weiter steigen

Die hohe Inflation zwingt Notenbanken weiterhin zu konsequentem Handeln, trotz zu erwartender Nebenwirkungen auf Konjunktur und Staatsfinanzen. Auch die 10-jährigen Renditen reflektieren dies, sie haben in der zweiten Augusthälfte merklich angezogen. Solange die Teuerung als treibender Faktor weiterbesteht, rechnen wir mit einer Fortsetzung des Aufwärtstrends bei den Langfristzinsen, allerdings in moderaterem Tempo als in den Vorwochen.

Risikoprämien von Unternehmen steigen

(01.01.2021 bis 07.09.2022; in Basispunkten)



Auch Italiens Gläubiger fordern mehr

(01.01.2017 bis 07.09.2022; in Basispunkten)



GOLDPREIS LEIDET UNTER ZINSEN

Goldanlagen gelten als sicherer Hafen, der seine schützende Wirkung besonders bei grösseren Krisen oder starker Teuerung entfaltet. Weil das Umfeld aber nur teilweise für Gold spricht, enttäuschte die Kursentwicklung zuletzt.

Gemäss einer Studie der Universität St. Gallen halten 67% der Schweizer Bevölkerung Gold für eine sinnvolle Anlagemöglichkeit. Anleger schätzen dabei besonders dessen Sicherheit und Stabilität. Gold gilt als Krisenversicherung, wenn andere Anlageklassen an Wert einbüßen. Trotz Ukrainekrieg, Energiekrise, höchster Inflation seit 40 Jahren und angespannter Lieferketten blieb die Goldpreisentwicklung aber hinter den Erwartungen zurück.

Gold zwischen Zinsen und Inflation

Rund die Hälfte der Goldnachfrage stammt aus der Schmuckproduktion. Weltweit wurden in den letzten 10 Jahren durchschnittlich rund 2200 Tonnen Gold zu Schmuck verarbeitet. In der Regel bleibt diese Nachfrage vergleichsweise stabil und hat kurzfristig nur wenig Einfluss auf den Goldpreis. Die zweitgrösste Nachfragekomponente entfällt auf Investoren und Sammler, welche das Edelmetall in Form von Münzen, Barren oder spezialisierten Anlagevehikeln erwerben. Die Investorennachfrage ist deutlich volatil. Anleger erwerben Gold in erster Linie als Krisenversicherung und sind im Gegenzug bereit, auf laufende Erträge zu verzichten. Mit dem Zinsniveau steigen aber auch die Opportunitätskosten und das Halten von Gold wird kostspieliger.

Anleger bleiben zurückhaltend

Die hohe Inflation zwingt die Notenbanken dazu, die geldpolitischen Zügel anzuziehen – gemäss den Äusserungen aus Jackson Hole wohl länger, als optimistische Marktteilnehmer bisher vermuteten. Daher dürften Goldinvestoren trotz Krieg und Inflationsraten zurückhaltend bleiben. Ein Blick auf die ausstehenden Terminkontrakte sowie die Bestände physisch hinterlegter Gold-ETFs bestätigen dies. Auch müssen einige institutionelle Investoren ihre Goldpositionen veräussern, um mit dem Erlös die gefallene Aktienquote wieder auf die geforderte Zielgewichtung anzuhäufeln. Dies verstärkt den Verkaufsdruck zusätzlich.

Gold bleibt als Krisenversicherung sinnvoll

Besonders längerfristige Studien zeigen, dass sich Goldanlagen während der meisten Krisen deutlich stärker entwickeln als Aktien oder Anleihen. Gold erfüllt also seinen Zweck als diversifizierende Krisenabsicherung in den meisten Fällen. Vor hoher Inflation schützt das Edelmetall wegen des steigenden Zinsniveaus aber nur bedingt. Wir rechnen in den nächsten Monaten mit einer Seitwärtsbewegung des Goldpreises, sofern sich die geopolitische Lage nicht weiter verschärft. Erst mit Ende des Zinserhöhungszyklus oder einem deutlich schwächeren US-Dollar öffnet sich weiterer Spielraum für eine Erhöhung des Goldpreises. Angesichts der zahlreichen geopolitischen Risiken bleibt eine limitierte Investition in Gold als taktische Absicherung jedoch weiterhin sinnvoll.

Goldpreis in verschiedenen Währungen

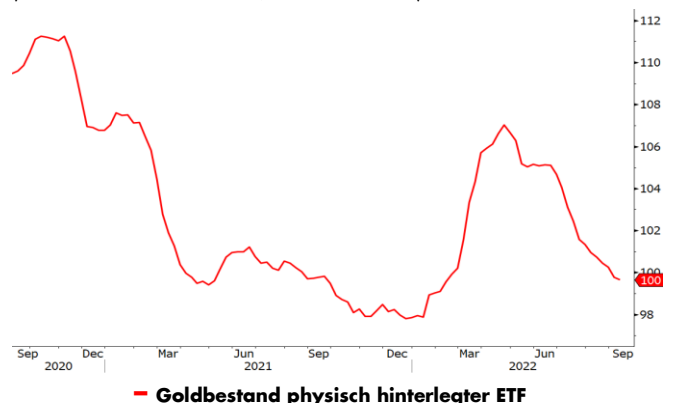
(01.01.2021 bis 06.09.2022; pro Feinunze)



Quelle: Bloomberg, SZKB

Gold-ETF verzeichnen Abflüsse

(01.08.2020 bis 07.09.2022; in Mio. Feinunzen)



Quelle: Bloomberg, SZKB

ASSET ALLOCATION

	--	-	=	+	++	VORMONAT
Cash						=
Anleihen						-
Staatsanleihen						--
Unternehmensanleihen						+
Schwellenländeranleihen						=
Aktien						=
Schweiz						+
Eurozone						-
Grossbritannien						=
USA						=
Japan						=
Pazifik (ex Japan)						=
Schwellenländer						=
Global Small Cap						=
Immobilien						=
Alternative Anlagen*						+

* Private Equity, versicherungsbasierte Anlagen, erstrangig besicherte Unternehmenskredite, Hedge Funds, Gold

- ++ / + Übergewichtung der (Sub-)Anlageklasse gegenüber der strategischen Asset Allocation
- = Neutrale Gewichtung der (Sub-)Anlageklasse
- / -- Untergewichtung der (Sub-)Anlageklasse gegenüber der strategischen Asset Allocation

An den Aktienmärkten ist die Ungewissheit weiterhin erhöht, insbesondere wegen restriktiver Zentralbanken, steigender Inputkosten, Lieferengpässen und möglicher Versorgungsschwierigkeiten bei Rohstoffen. Gemäss den neusten Vorlaufsindikatoren werden sich die Konjunktur- und Gewinnaussichten in den USA und in der Schweiz aber nur moderat eintrüben. Für die Eurozone und Grossbritannien sehen die Prognosen jedoch düster aus. Wir bleiben bei Aktien neutral gewichtet.

In der Eurozone erwarten wir weiterhin eine unterdurchschnittliche Aktienmarktentwicklung, denn die Region ist besonders stark von hohen Energiepreisen und Russland-Sanktionen betroffen. Der Schweizer Aktienmarkt dürfte in diesem Umfeld von seiner defensiven Sektor-Gewichtung profitieren und überdurchschnittlich abschneiden. Entsprechend bleiben wir bei Aktien der Eurozone untergewichtet und bei Aktien Schweiz übergewichtet.

Die Langfristzinsen haben zuletzt einen erheblichen Teil des vorangegangenen Anstiegs korrigiert. In den nächsten Mo-

naten dürften sie tendenziell wieder ansteigen, da der Inflationsdruck noch immer hoch ist und die Leitzinsen weiter angehoben werden.

In unseren Portfolios bleiben wir bei Staatsanleihen untergewichtet und bevorzugen weiterhin Unternehmensanleihen mit guter Qualität. Bei den Schwellenländeranleihen bleibt die Quote unverändert neutral.

Die hohen Bewertungen bleiben ein Risikofaktor für Immobilienanlagen. Die Kurse sind aber gestützt, weil die Ausschüttungserträge im Vergleich mit den Obligationenrenditen noch immer recht attraktiv sind. Zudem sorgt die Zuwanderung für anhaltend hohe Nachfrage nach Wohnraum. Immobilienanlagen bleiben neutral gewichtet.

Das Übergewicht in den alternativen Anlagen stammt aus der Gold-Position. Angesichts der unattraktiven Realzinsen und der erhöhten Unsicherheiten (Inflation, Geopolitik) ist Gold ein wertvoller Portfolio-Diversifikator.

MARKTÜBERSICHT PER 31.08.2022

AKTIEN/IMMOBILIEN	Performance in % in Lokalwährung	
	AUGUST	2022
Aktien Schweiz	-3.1	-14.8
Aktien Eurozone	-5.1	-15.7
Aktien Grossbritannien	-1.3	+3.8
Aktien Deutschland	-4.8	-19.2
Aktien USA	-4.1	-16.2
Aktien Japan	+1.2	-0.1
Immobilien-Fonds CH	-1.0	-12.9

ZINSEN	Veränderung in Basispunkten		
	STAND	AUGUST	2022
Schweiz 10j Swap	1.71%	+51	+161
Eurozone 10j Swap	2.42%	+77	+211
USA 10j Swap	3.28%	+55	+170
UK 10j Swap	2.98%	+94	+203
Japan 10j Swap	0.38%	+8	+31
CHF Overnight SARON	-0.19%	-1	+48
EUR Overnight ESTR	-0.09%	0	+50
USD Overnight SOFR	2.27%	+2	+224

ROHSTOFFE	Performance in %		
	STAND	AUGUST	2022
Öl Brent in USD	96.5	-5.7	+29.5
Gold Unze in USD	1'711.0	-3.1	-6.5
Gold kg in CHF	53'800	-0.4	+0.3
Industriemetalle in USD	153.4	-2.9	-11.3
Agrarrohstoffe in USD	69.2	+3.3	+13.8

WÄHRUNGEN	Performance in %		
	STAND	AUGUST	2022
EUR in CHF	0.98	+1.0	-5.3
USD in CHF	0.98	+2.6	+7.1
GBP in CHF	1.14	-1.9	-7.8
JPY in CHF	0.70	-1.6	-11.3
EUR in USD	1.01	-1.6	-11.6

Quelle: Bloomberg, SZKB

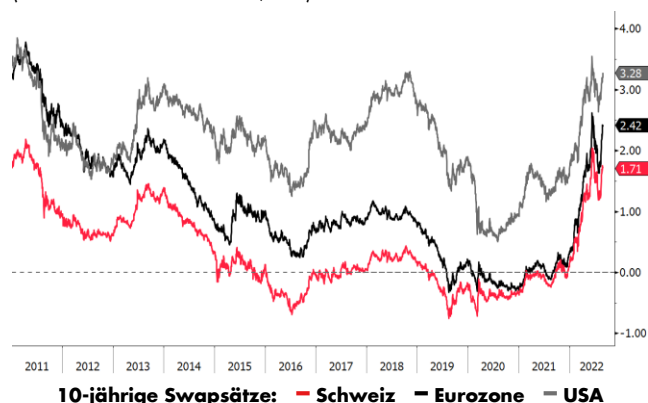
Aktien

(01.01.2011 bis 31.08.2022; indiziert auf 100; in Lokalwährung)



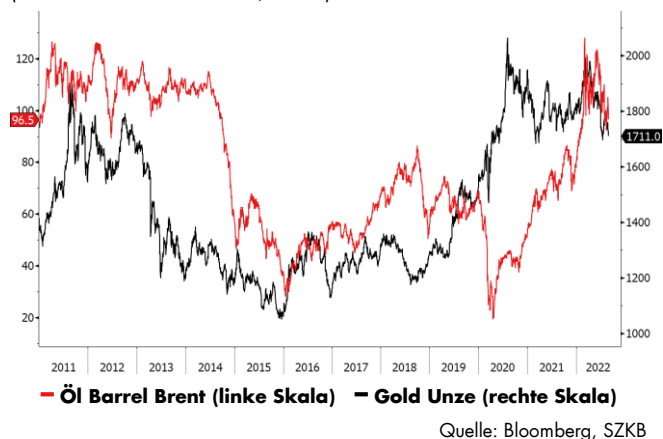
Zinsen

(01.01.2011 bis 31.08.2022; in %)



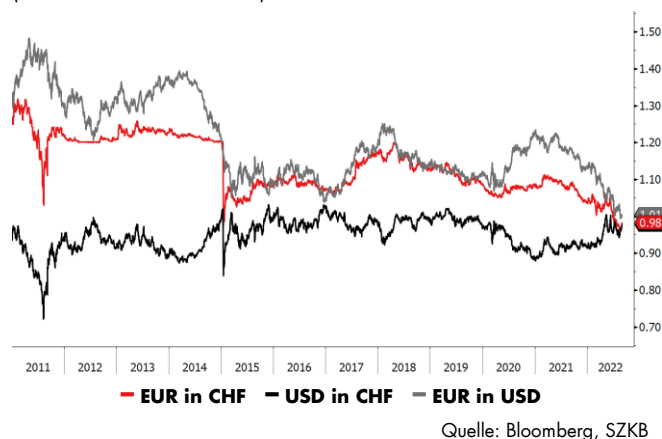
Rohstoffe

(01.01.2011 bis 31.08.2022; in USD)



Währungen

(01.01.2011 bis 31.08.2022)



Schwyzer Kantonalbank

Private Banking Schwyz
Bahnhofstrasse 3
6430 Schwyz
+41 58 800 28 00

Private Banking Pfäffikon
Bahnhofstrasse 6
8808 Pfäffikon
+41 58 800 29 00