

## LAGEBEURTEILUNG

Steigende Energiepreise haben die Abschwächung der Teuerung zuletzt gehemmt. Trotzdem dürften die Notenbanken schon bald eine abwartende Haltung einnehmen.

Die letzten Wochen waren geprägt durch robuste Konjunkturdaten aus den USA. Unter den Anlegern herrscht nach wie vor Zuversicht, dass eine sanfte Landung der US-Wirtschaft gelingen wird. Am Obligationenmarkt hat sich aber die Erkenntnis durchgesetzt, dass die Zinsen noch lange hoch bleiben dürften. Bei den Dollarrenditen war der jüngste Auftrieb begünstigt durch die starke Emissionstätigkeit des US-Finanzministeriums.

### Inflation sinkt langsamer

Für die kommenden Monate ist mit einer wesentlich langsameren Abschwächung der Inflation zu rechnen. Förderkürzungen Russlands und Saudi-Arabiens haben dem Ölpreis Auftrieb verliehen. Bei den Kerngütern gibt es jedoch Anzeichen, dass die Teuerung nachlässt. Die Notenbanken weisen vermehrt darauf hin, dass die Straffung der Geldpolitik ihre volle Wirkung erst noch entfalten wird. Sie könnten deshalb schon bald ihre Strategie anpassen: Statt die Leitzinsen weiter anzuheben, werden sie den Märkten voraussichtlich signalisieren, dass die Zinsen hoch bleiben, bis die Teuerung im Zielbereich ist.

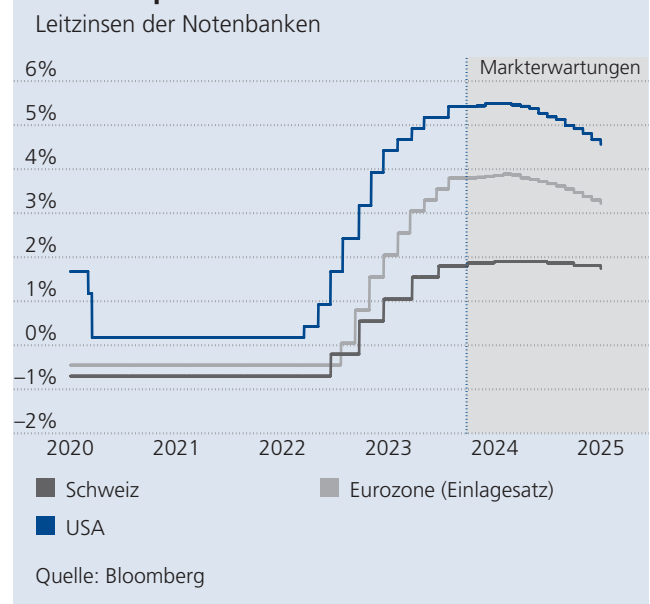
### Anleger blicken etwas zuversichtlicher nach China

Die Aussicht auf ein Ende der Leitzinserhöhungen hat die Stimmung an den Aktienmärkten gehoben. Gleichzeitig hat China die Massnahmen zur Stützung des Immobilienmarkts intensiviert und damit das Vertrauen der Anleger gestärkt. Chinas Immobilienkrise dürfte die Märkte zwar noch länger beschäftigen. Dank der starken Abschottung des chinesischen Finanzsystems ist aber nicht zu erwarten, dass die Krise auf westliche Banken übergreift. Ein finanzieller Kollaps Chinas droht ebenso wenig: China verfügt über hohe Währungsreserven und Leistungsbilanzüberschüsse. In Europa dürfte sich Chinas Immobilienkrise vor allem konjunkturell bemerkbar machen: Die Wachstumslokomotive der Weltwirtschaft hat an Fahrt eingebüsst.

### Konjunkturaussichten bleiben verhalten

Auch in den USA dürfte die Wirtschaft allmählich an Schwung verlieren – den grosszügigen staatlichen Subventionen für die Industrie zum Trotz. Aufgrund der anhaltend hohen Zinsen werden sich die weltweiten Konjunkturperspektiven wohl frühestens Mitte des kommenden Jahres aufhellen. Die Schweizer Wirtschaft wird über den Winter stagnieren oder nur unterdurchschnittlich wachsen.

### Die Geldpolitik bleibt vorerst restriktiv



Das Ausbleiben eines Konjunkturpakets in China lastet auf den zyklischen Sektoren. Die Industrie verharrt weltweit im Abschwung. Der Energiesektor profitiert dagegen vom Anstieg des Ölpreises.

Die Aktienmärkte mussten im August einen leichten Rücksetzer hinnehmen. Seit Jahresbeginn betrachtet ist die Kursentwicklung indessen noch immer positiv. Die Regionen USA und Japan schnitten im August am besten ab, die Erträge waren im August nur knapp negativ. In Japan konnten die exportorientierten Unternehmen weiter von der Yen-Schwäche profitieren. Am anderen Ende des Rankings teilen sich die Schwellenländer mit Pazifik ex Japan die beiden letzten Ränge. Bei den Emerging Markets wirkt sich vor allem das schwache Wirtschaftswachstum in China negativ auf die Aktienmärkte aus. Die Hoffnungen auf ein umfangreiches Konjunkturpaket wurden bislang nicht erfüllt. Diese Entwicklung macht besonders der australischen Exportindustrie (Region Pazifik ex Japan) zu schaffen. Rund 30 Prozent aller australischen Exporte gehen nach China. Davon sind über 90 Prozent (Bau-)Rohstoffe.

**Schweizer Wirtschaft schwächelt**

Im August notierte das KOF-Konjunkturbarometer leicht unter dem Vormonatswert. Fast alle Subindikatoren haben zum Rückgang beigetragen. Einzig das Baugewerbe und der inländische Konsum sendeten positive Signale. Für die kommenden Monate erwartet die KOF eine unterdurchschnittliche Entwicklung der Konjunktur. Diese Aussichten haben auch Spuren am Schweizer Aktienmarkt hinterlassen. Der SMI, welcher die Grossunternehmen repräsentiert, büsste im August rund 4 Prozent ein. Die Schweizer KMU-Werte, repräsentiert durch den SPIEX, zogen im gleichen Umfang nach. Es waren vor allem Titel aus den Sektoren Industrie, Gesundheit, zyklischer Konsum, die weniger gefragt waren.

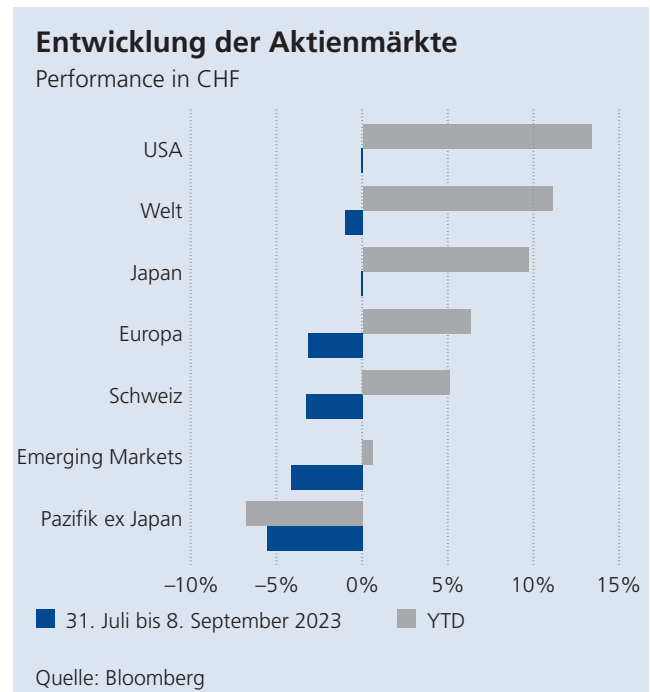
Das Sorgenkind in Europa ist Deutschland. Die grösste europäische Volkswirtschaft kämpft mit schwachem Wirtschaftswachstum und einer relativ hohen Inflationsrate. Der vorlaufende ifoGeschäftsklimaindex ist zum fünften Mal in Folge gesunken: Die deutschen Unternehmen sehen noch keinen Silberstreif am Horizont. Die geldpolitische Straffung der EZB dürfte eine wirtschaftliche Erholung Deutschlands erschweren. Diese Entwicklung hat direkte Folgen für die Schweizer Exportindustrie, da Deutschland nach den USA die zweitwichtigste Exportdestination darstellt.

**Energietitel im Aufwind**

Besonders gefragt waren im August Titel aus dem Energiesektor. Dies geht mit den neuerlich gestiegenen Energiepreisen einher. Auf der anderen Seite spüren Industrieunternehmen die nachlassende Nachfrage. Gegen Ende des Jahres dürften die Märkte ihren Blick zunehmend auf die langfristige Gewinnentwicklung richten. Damit rückt die Konjunktorentwicklung über 2024 hinaus in den Fokus. Die Straffung der Geldpolitik und die anhaltend hohen Zinsen sind dagegen weitgehend eingepreist in den Aktienkursen.

**Fazit**

- Chinas Wirtschaftswachstum bleibt verhalten.
- Zyklische Branchen spüren den konjunkturellen Abschwung. Die Industrie leidet am stärksten unter dem starken Zinsanstieg.
- Energie-Titel waren dagegen vermehrt gefragt. Das Öl-Angebot hat sich in den letzten Monaten verknappert.



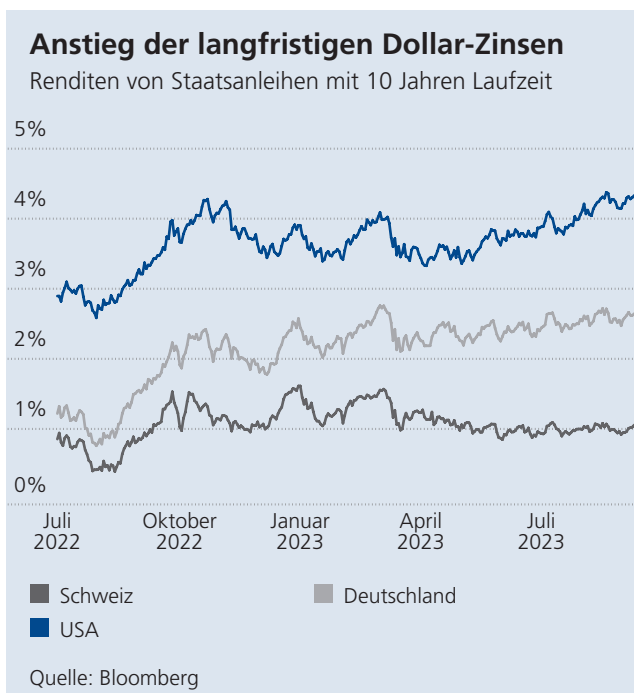
Die Bekämpfung der Inflation hat für die Notenbanken noch immer oberste Priorität. Baldige Leitzinssenkungen sind deshalb nicht zu erwarten – dem konjunkturellen Abschwung in Europa zum Trotz.

Im Dollar sind die langfristigen Zinsen im August erneut gestiegen. Auch in der Eurozone tendierten die Renditen aufwärts – allerdings weniger stark als in den USA. Die Schweiz erwies sich einmal mehr als Zinsinsel: Die Rendite zehnjähriger Eidgenossen notiert weiterhin bei 1 Prozent. Franken-Anleihen konnten sogar leichte Kursgewinne erzielen.

Die Diskrepanz unter den Währungsräumen ist bereits seit Jahresbeginn zu beobachten. Im Dollar sind die Renditen in allen Laufzeiten gestiegen. In der Eurozone war der Zinsanstieg vor allem bei den kürzeren Laufzeiten signifikant, während die langfristigen Zinsen nahezu unverändert blieben. In der Schweiz liegen die Renditen hingegen unter dem Niveau zu Jahresbeginn. Entsprechend erfreulich ist die Wertentwicklung bei den Franken-Obligationen, die dieses Jahr einen Teil der negativen Performance des Vorjahres wieder aufholen konnten. Im Gegensatz dazu verloren die ausländischen Anleihen leicht an Wert.

### Wegweisende Notenbankentscheide

Der August war ein ruhiger Monat, was die Zentralbanken betrifft. Das einzige nennenswerte Ereignis war der Zentralbankenkongress in Jackson Hole. Die jährliche



Zusammenkunft der grossen Notenbanken verlief allerdings unspektakulär. Neue Erkenntnisse gab es für die Anleger kaum. Das dürfte sich aber bald ändern: Die EZB, das Fed und die SNB werden in der zweiten September-Hälfte ihre nächsten Zinsentscheide fällen. Man darf vor allem auf die Kommentare der Notenbankchefs gespannt sein.

### «Soft Landing» noch immer möglich

Die Marktteilnehmer sind wieder zuversichtlicher, dass die US-Wirtschaft ein «Soft Landing» erleben wird: Der Arbeitsmarkt schwächt sich ab, gleichzeitig bleibt der Inflationsdruck überschaubar. An den Finanzmärkten geht man deshalb davon aus, dass die US-Notenbank keine weitere Leitzinserhöhung mehr vornehmen muss. Ob das die Mitglieder des Offenmarkt-Ausschusses (FOMC) auch so sehen, wird der nächste «Dot Plot» zeigen. Diese Prognose-Übersicht des Fed wird quartalsweise publiziert und steht im September wieder an.

Für die EZB wird die geldpolitische Straffung deshalb zunehmend zur Gratwanderung. In der Eurozone hat die Inflation in einigen Ländern zuletzt wieder angezogen. Gleichzeitig hat sich die Konjunktur spürbar abgeschwächt. Die Marktteilnehmer erwarten auch für die Eurozone ein baldiges Ende der Leitzinserhöhungen. Ob dies schon reichen wird, um die Inflation auf 2 Prozent zurückzuführen, bleibt abzuwarten.

In der Schweiz liegt die Teuerung nur noch bei 1,6 Prozent – und damit im Zielbereich der SNB. Es ist dennoch nicht ganz auszuschliessen, dass die SNB den Leitzins noch ein weiteres Mal anhebt. Steigende Mieten und höhere Energiepreise könnten die Inflation in einigen Monaten nochmals über 2 Prozent hieven.

### Fazit

- Das Zinsniveau befindet sich auf dem Höchststand der letzten zehn Jahre.
- Obligationen bieten wieder attraktive Renditen.
- Die Schweiz bleibt eine Zinsinsel.

## WEITERE ANLAGEN

Verlängerte Förderkürzungen von Saudi-Arabien und Russland haben den Ölpreis weiter in die Höhe getrieben. Der stärkere US-Dollar und die höheren Zinsen belasten dagegen den Goldpreis.

Nachdem der Goldpreis im Juli ein Zwischenhoch bei 1'980 Dollar pro Unze erreicht hatte, fiel er im August zwischenzeitlich unter die Marke von 1'900 Dollar. Im August hat sich die US-Wirtschaft erneut robust gezeigt, was zu einem Anstieg der Kapitalmarktzinsen sowie zu einem stärkeren US-Dollar führte. Beides belastete den Edelmetallkurs.

### Erneuter Anstieg des Ölpreises

Der Anstieg des Ölpreises hat sich im August fortgesetzt. Erneut waren die ausschlaggebenden Treiber die robuste Nachfrage sowie die Förderkürzungen in Saudi-Arabien und Russland. Die beiden OPEC-plus-Länder haben beschlossen, die Förderkürzungen bis Ende 2023 zu verlängern.

### Immobilien

Schweizer Immobilienfonds wiesen im August eine schwache Performance auf. Die Kurse von Immobilienaktien konnten dagegen ein leichtes Plus verzeichnen. Sie schlugen damit auch den Schweizer Aktienmarkt. Die Diskrepanz zwi-

schen Immobilienaktien und -Fonds widerspiegelt sich auch in der Wertentwicklung seit Jahresbeginn: Immobilienfonds, v. a. mit Fokus auf kommerzielle Liegenschaften, blieben hinter den Immobilienaktien zurück. Büroliegenschaften sind bei Investoren etwas weniger gefragt als Wohnliegenschaften.

Die Halbjahreszahlen der Immobilien-Gesellschaften sind gemischt ausgefallen. Die Mietzinseinnahmen konnten grösstenteils gesteigert werden. Im Gegenzug mussten die Bewertungen aber vielfach nach unten korrigiert werden, was das Gesamtergebnis im Vergleich zum Vorjahr stark belastet hat. Die Bewertungsverluste wurden mit den Kursverlusten im Vorjahr aber grösstenteils vorweggenommen. Das höhere Zinsniveau macht die Anleger zurückhaltender bezüglich Immobilienanlagen, die Bewertungen sind dadurch wieder attraktiver geworden.

## Kontakt

Früh & Partner Vermögensberatung AG  
Gotthardstrasse 6  
8002 Zürich  
Telefon 058 958 97 97  
info@fruehundpartner.ch

## Disclaimer

Sämtliche in dieser Dokumentation verwendeten Informationen und Zahlen wurden von der Früh & Partner Vermögensberatung AG mit grösster Sorgfalt, Gewissenhaftigkeit und Zuverlässigkeit verarbeitet. Dennoch übernimmt Früh & Partner keine Gewähr für deren Richtigkeit und Vollständigkeit und haftet in keinem Fall für Schäden oder Verluste irgendwelcher Art. Handlungen oder Unterlassungen, ausgehend von den in dieser Dokumentation enthaltenen Angaben geschehen ausschliesslich auf eigene Verantwortung des Kunden. Die Hintergrundinformationen werden vom Research von Früh & Partner erarbeitet und stellen die aktuelle Einschätzung unserer Analysten dar. Es handelt sich dabei um Prognosen und nicht um verbindliche Aussagen. Einschätzungen und Bewertungen basieren sowohl auf öffentlich zugängliche Informationen als auch auf intern ausgewerteten Daten und weiteren branchenüblichen Quellen. Eine positive Wertentwicklung in der Vergangenheit garantiert keine Gewinne für die Zukunft.