**Anlagen International**





## 5.2%

##### Das Wachstum beträgt diesen Monat

**-3%**

**Index** **ist** **weiterhin** **schwach**

**15.4%**

**Zuverschichtsindex** **bleibt** **stabil**

**Inhalt**

1. **Vorwort**
2. **Wirtschaft** **und** **Finanzmärkte**
3. **Zinsen**
4. **Währungen**
5. **XXX** **Obligationen**
6. **Aktien** **XXX** **Global**
7. Aktien Sektoren und Anlagestyle XXX
8. Gold XXX
9. Schweiz XXX
10. Eurozone xxx
11. UK XXX
12. USA xxx
13. Japan xxx
14. Australien xxx
15. China xxx
16. Chile
17. Wachstum und Inflation
18. Finanzmarkt-Prognosen

## Vorwort



Manuel Ferreira

Die Wirtschaft in den USA zeigt sich weiter widerstandsfähig. Aufgrund der überraschend guten Konjunktur- daten erwarten wir neu, dass die US- Wirtschaft erst im 4. Quartal in eine milde Rezession fallen wird.

In China und Europa hat die Wirt- schaft hingegen unerwartet deutlich an Dynamik verloren. Aus globaler Sicht bleiben die Konjunkturrisiken deshalb hoch, und es ist mit einer an- haltenden wirtschaftlichen Schwäche- phase zu rechnen.

Gleichzeitig zieht sich die Inflationsbe- kämpfung der Notenbanken in die Länge. Vor dem Hintergrund der hart- näckig hohen Kerninflation rechnen

wir in den Industrieländern erst im kommenden Jahr mit ersten Zinssen- kungen seitens der Notenbanken.

An den Aktienmärkten führte im Au- gust eine Mischung verschiedener schlechter Nachrichten zu einer Kor- rektur. Das hohe Lohnwachstum in den USA deutete darauf hin, dass der Kampf gegen die Inflation noch nicht beendet ist. In Europa machten sich Konjunktursorgen breit, während in China die anhaltende Immobilienkrise den Aktienmarkt belastete.

Im vergangenen Monat sind die Ren- diten von länger laufenden Staatsan- leihen mehrheitlich angestiegen. Wir gehen allerdings davon aus, dass die konjunkturellen Faktoren wieder in den Vordergrund rücken werden. Ins- gesamt rechnen wir deshalb mehrheit- lich mit sinkenden Renditen auf einen Horizont von drei Monaten.

Der Goldpreis fiel im August zwischen- zeitlich unter die Marke von USD 1 900 pro Unze, belastet durch

einen etwas stärkeren US-Dollar und höhere Renditen bei festverzinslichen Anlagen. Gold erscheint angesichts der Opportunitätskosten weiter als hoch bewertet.

## Wirtschaft und Finanzmärkte

**US-Wirtschaft** **zeigt** **sich** **weiter** **resilient.** **Immobilienmarkt** **in** **China** **kommt** **nicht** **zur** **Ruhe.** **Globales** **Wachstum** **gerät** **ins** **Stocken.** **Bild** **des** **starken** **Arbeitsmarktes** **zeigt** **erste** **Risse.**

**Inflationsbekämpfung** **zieht** **sich** **in** **die** **Länge.** **Hohe** **Renditen** **machen** **Obligationen** **attraktiv.**

###### US-Wirtschaft zeigt sich weiter resilient

Während die Konjunkturdaten aus der Eurozone und China in den vergangenen Wochen erneut enttäuschten, zeigt sich die Wirtschaft in den USA weiter widerstandsfähig (Grafik 1). Die überraschend guten Konjunkturdaten zeu- gen von einem anhaltenden Wachstum im 3. Quartal. Die Wahrscheinlichkeit einer sanften Landung in den USA hat nochmals zugenommen. Wir haben unsere Wachstums- prognose für das laufende Jahr deshalb von 1.5% auf 1.8% angehoben. Aufgrund der restriktiven Geldpolitik und der markanten Verschärfung der Kreditvergabestandards der Banken rechnen wir zwar unverändert mit einer Rezession. Diese dürfte jedoch erst im 4. Quartal beginnen und milder ausfallen als bisher erwartet. Die Wirtschaft in der Eurozone wirkt demgegenüber zunehmend fragil und dürfte bereits im 3. Quartal leicht schrumpfen. Mittlerweile liegen alle konjunkturellen Vorlaufindikatoren deutlich unter dem

langfristigen Durchschnitt, und auch die monetären Rah- menbedingungen signalisieren einen klaren Abschwung.

###### Immobilienmarkt in China kommt nicht zur Ruhe

In China haben die Sorgen um den Zustand der grossen Im- mobilienentwickler nach einer vorübergehenden Entspan- nungsphase zuletzt wieder deutlich zugenommen. Wäh- rend der angeschlagene Immobilienkonzern Evergrande in den USA Gläubigerschutz beantragte, konnte der grösste Entwickler Country Garden im August seinen Zahlungsver- pflichtungen nicht mehr nachkommen. Obschon der Immo- biliensektor für rund ein Viertel der gesamten Wirtschafts- leistung verantwortlich ist und die zahlreichen ausstehenden Bauprojekte erheblichen sozialen Sprengstoff in sich bergen, hat die chinesische Regierung bisher nur zö- gerlich auf die Krise reagiert. Die Konjunkturrisiken haben in China deshalb zugenommen. Wir gehen aber weiter da-

Skyline Finanzdistrikt

von aus, dass es der Regierung gelingen wird, einen Flä- chenbrand zu verhindern und damit die Auswirkungen auf andere Teile der Wirtschaft abzuschwächen.

**Grafik** **1:** **Anhaltend** **positive** **Überraschungen** **aus** **den** **USA**

Citigroup Economic Surprise Indizes

200

150

100

50

0

-50

-100

-150

-200

Positive Überraschungen

 Negative Überraschungen

Mär Apr Mai Jun Jul Aug Sep USA China Eurozone

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

**Grafik** **2:** **Schwaches** **Wachstum** **in** **den** **Industrieländern**

Erwartetes reales BIP-Wachstum in Prozent

2.0%

1.8%

1.6%

1.4%

1.2%

1.0%

0.8%

0.6%

0.4%

0.2%

0.0%

USA Eurozone Japan

2023

UK

2024

Kanada Schweiz

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank

###### Globales Wachstum gerät ins Stocken

Die Ansteckungsrisiken für den Rest der Welt erachten wir aufgrund der geringen Verflechtung mit dem chinesischen Immobilien- und Finanzsektor als begrenzt. Gemäss unseren Prognosen steuert China in diesem Jahr aber fast die Hälfte zum globalen Wachstum bei. Dies unterstreicht, wie schwach die Dynamik ausserhalb der USA und Chinas be- reits ist. Die Weltwirtschaft dürfte in diesem und im nächs- ten Jahr nur noch um knapp 2% wachsen, was weit unter dem langfristigen Durchschnitt liegt. Während sich in den Schwellenländern ausserhalb Chinas allmählich eine kon- junkturelle Erholung abzeichnet, rechnen wir in den Indust- rieländern auch im kommenden Jahr nur mit einem schwa- chen Wachstum (Grafik 2). Hauptverantwortlich für diesen eingetrübten Ausblick ist die anhaltend restriktive Geldpoli- tik der Notenbanken, welche Unternehmen und Haushalte immer stärker belastet.

###### Bild des starken Arbeitsmarktes zeigt erste Risse

Am Arbeitsmarkt haben die Zinserhöhungen der Notenban- ken bisher zwar noch keine grossen Spuren hinterlassen. So liegen die Arbeitslosenraten in fast allen Ländern immer noch auf tiefem Niveau und Firmen bekunden weiter Mühe bei der Stellenbesetzung. Allerdings hat die Zahl der offe- nen Stellen bereits deutlich abgenommen und Firmenum- fragen deuten darauf hin, dass die Beschäftigung in naher Zukunft kaum noch wachsen wird. In einzelnen Ländern wie Deutschland, Grossbritannien und Kanada hat die Ar- beitslosenrate seit dem zyklischen Tief vom vergangenen Jahr sogar bereits um mehr als 0.5 Prozentpunkte zuge- nommen (Grafik 3). In den USA liegt die Arbeitslosenrate mit 3.5% hingegen immer noch auf dem tiefsten Stand seit 50 Jahren, während sie in der Eurozone auf ein Rekordtief von 6.4% gefallen ist. Doch auch in diesen beiden Regionen erwarten wir schon bald eine Trendwende beziehungsweise eine moderate Zunahme der Arbeitslosigkeit. Diese Eintrü- bung dürfte die Aktienmärkte belasten und bei den Obliga- tionen für Kursgewinne sorgen.

###### Inflationsbekämpfung zieht sich in die Länge

Aus Sicht der Notenbanken sind die Wachstumsabschwä- chung und die Abkühlung am Arbeitsmarkt notwendige

Voraussetzungen, um die Inflation wieder auf den Zielwert von 2% zu drücken. Bei der Inflationsbekämpfung wird aber immer deutlicher, dass sich die Wiederherstellung der Preisstabilität in die Länge zieht. So ist die Inflationsrate in den USA im Juli erstmals seit über einem Jahr wieder leicht gestiegen. Und in der Eurozone und Grossbritannien lässt die Kerninflation weiter keinen klaren Abwärtstrend erken- nen. Die Notenbanken machen denn auch kein Geheimnis daraus, dass die Inflation frühestens 2024 wieder in die Nä- he der angestrebten Werte sinken wird. Das spricht im Um- kehrschluss für eine anhaltend restriktive Geldpolitik.

# Die Wirtschaft in den USA zeigt sich weiter wider- standsfähig

**Simon** **Lustenberger**

#### Leiter Anlagestrategie

##### Zinsen

Leitzinsschritt der Schweizerischen Nationalbank (SNB) wird erwartet

##### Währungen

Franken neu ohne flankierende Massnahmen

##### Obligationen

Staatsanleihen sind weiterhin attraktiv

##### Aktien Global

Aktienkorrektur im August

**Aktien** **Sektoren** **und** **Anlagestyle** Chinesischer Immobilienmarkt als Sorgenkind der Aktienmärkte

##### Gold

Kurzfristig Abwärtsrisiken

## Zinsen



### Leitzinsschritt der Schweizerischen Nati- onalbank (SNB) wird erwartet



###### Globales Renditenumfeld von USA beeinflusst

Im vergangenen Monat haben die Renditen von länger lau- fenden Staatsanleihen mehrheitlich zugelegt. Den stärksten Anstieg verzeichneten die US-Treasuries mit einem Rendite- sprung von 22 Basispunkten am langen Ende der Zinskurve. Auch andere Währungsregionen liessen sich vom US-Trend mitreissen. Die Erklärungen dafür sind vielfältig: Nach der Anpassung der Geldpolitik der Bank of Japan führte die Be- fürchtung eines Abzugs von japanischen Vermögenswerten aus dem US-Staatsanleihenmarkt zu Treasury-Verkäufen.

Kurz darauf belastete die Rating-Herabstufung der USA durch Fitch, was in einer gedämpften Nachfrage bei den US- Anleihen-Auktionen resultierte. Der stabile US-Arbeits- markt weckt bei den Investoren zunehmend Zweifel, ob die US-Notenbank (Fed) die Leitzinsen schnell wieder senken kann. Entsprechend werden nun auch weniger Leitzinssen- kungen im nächsten Jahr erwartet.

###### Konjunkturabkühlung rückt in den Vordergrund

**Grafik** **1:** **Langfristige** **Renditen** **steigen** **überproportional**

Renditeveränderung (in %) im August nach Laufzeiten (in J.)

**J.**

**CH**

**DE**

**IT**

**UK**

**US**

**AU**

0.24

0.17

0.11

0.11

0.18

0.19

0.11

0.15

0.17

0.22

0.22

Quelle/n: : Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

**Grafik** **2:** **US-Zinsniveau** **weniger** **tief** **erwarte**

Leitzinsniveau gemäss Fed Fund Futures

5.6%

5.4%

5.2%

5.0%

4.8%

4.6%

4.4%

4.2%

4.0%

08/2023 12/2023 04/2024

aktuell

08/2024

Vormonat

12/2024

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

0.07

0.10

0.07

-0.03

30

0.06

0.08

0.06

-0.03

20

0.03

0.07

0.07

-0.04

10

0.03

0.10

0.03

-0.03

7

-0.01

0.35

14

0.

-0.00

-0.04

5

-0.13

0.06

0.05

0.02

-0.03

3

-0.20

0.02

0.04

-0.15

-0.04

2

-0.13

0.02

-0.00

0.01

-0.03

-0.03

1

Das Geschehen an den Anleihenmärkten wurde vor allem durch Inflation und Geldpolitik beeinflusst. Wir gehen aller- dings davon aus, dass die konjunkturellen Faktoren wieder in den Vordergrund rücken. Insgesamt rechnen wir bei den grossen Anleihenmärkten mehrheitlich mit sinkenden Ren- diten auf einen Horizont von drei Monaten. Die grössten Profiteure sind Regionen mit einer stärkeren konjunkturel- len Eintrübung. Dazu zählen die Eurozone und Australien, wo wir im 3. Quartal eine Rezession erwarten. Ebenso ha- ben sich in Grossbritannien (UK) die Vorlaufindikatoren zu den Neuaufträgen für die Gesamtwirtschaft markant einge- trübt (Grafik 3), sodass die Bank of England die Geldpolitik trotz hoher Inflation nur noch moderat straffen wird. Mit einem geringeren Renditerückgang rechnen wir in Nord-

amerika. Auch dort setzt sich die Konjunkturabkühlung fort, allerdings in einem langsameren Tempo.

###### Schweizer Eidgenossen laufen gegen den Trend

Die Nachfrage nach Schweizer Staatsanleihen (Eidgenossen) hat sich auch im vergangenen Monat als robust erwiesen, dementsprechend sind die Renditen im August gegen den globalen Trend gar gefallen . Die Geldpolitik wird von den Markteilnehmern aktuell nicht mehr als Belastung .

## Währungen

### Franken neu ohne flankierende Mass- nahmen

###### Wohl keine Franken-Stützkäufe mehr

Der Schweizer Franken hat sich zuletzt besser entwickelt, als dies der historische Zusammenhang mit fundamentalen Da- ten implizieren würde. Trotz Aktienmarkterholung im 1.

Halbjahr und der nochmaligen Ausweitung des Zinsnach- teils hat der Franken gegenüber sämtlichen G10-Währun- gen seit Jahresanfang zulegen können. So haben sich bei- spielsweise die längerfristigen Renditen auf Staatsanleihen global nochmals deutlich erhöht, während die Renditen 10- jähriger Eidgenossen weiterhin auf der Stelle traten.

Aufgrund der höheren Bewertung und gesunkener Inflati- onsrisiken könnte die SNB an der September-Sitzung wieder eine symmetrische Interventionspolitik am Devisenmarkt in Aussicht stellen und nicht mehr Devisenverkäufe in den Vor- dergrund rücken. Wir glauben zwar, dass im Umfeld einer sich verlangsamenden globalen Wirtschaft der Franken als sicherer Hafen weiterhin nachgefragt bleibt. Die Unterstüt- zung durch Devisenverkäufe seitens der Nationalbank wird künftig aber wohl wegfallen und das gute Abschneiden über die letzten zwölf Monate begrenzt das Aufwärtspo- tenzial.

Das relative Bild für den US-Dollar hat sich hingegen verbes- sert. Wir waren davon ausgegangen, dass der erwartete Ab- schwung der Weltwirtschaft im 3. Quartal insbesondere durch eine deutliche Abkühlung der US-Wirtschaft getrie- ben würde. Dafür bestehen zurzeit aber wenig Anzeichen. Wiederholt sind die US-Wirtschaftsdaten robuster ausgefal- len als erwartet. Die globale Wirtschaft dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte zwar merklich verlangsamen und In- dustrieländer insgesamt dürften in eine milde Rezession fal- len. Die Wahrscheinlichkeit, dass die USA diesen Ab-

**Grafik** **1:** **Fallende** **Neuauftrage** **in** **der** **Gesamtwirtschaft**

PMI Composite New Orders (<50 entspricht Schrumpfung)

65

60

55

50

45

40

35

30

25

20

15

10

2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023

Eurozone Australien UK

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

**Grafik** **2:** **Franken** **entwickelt** **sich** **(zu)** **stark**

Franken gegenüber den restlichen G7-Währungen und Mo-dell

125

120

115

110

105

100

95

CHF gegenüber übrige G7-Währungen (USD, EUR, GBP, JPY, AUD, CAD)

90

2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022

CHF/G7 Spot CHF/G7 Modell

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

schwung anführen, hat sich aber reduziert. Gleichzeitig zei- gen sich die anderen grossen Wirtschafsblöcke China und Europa anfälliger. Entsprechend hat sich der Ausblick über die nächsten Monate für den Euro eingetrübt.

## XXX Obligationen

### Staatsanleihen sind weiterhin attraktiv XXX

###### Wohnnachfrage wächst

**Grafik** **1:** **Standort** **Schweiz** **dürfte** **von** **KI** **profitieren**

AI Economic Impact Index 2023 XXX

0 20 40 60 80

USA

Singapur Grossbritannien

Schweiz Schweden Südkorea

Israel Finnland Kanada Hongkong Niederlande Deutschland Australien Taiwan Irland

Japan Neuseeland

China Österreich Frankreich Norwegen Belgien Tschechien Spanien Italien

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Capital Economics

**Grafik** **2:** **Agios** **erreichen** **Zyklustief**

XXX Agios bei börsennotieren Immobilienfonds, in % der Nettoinventarwerte

45%

40%

35%

30%

25%

20%

15%

10%

5%

0%

2002 2005 2008 2011 2014 2017 2020 2023

Gewichteter Mittelwert Langfristiger Durchschnitt

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Bloomberg

DIE Zuwanderung war ein zentrales Thema der Eidgenössi- schen Wahlen 2023. DIEs auch aus aktuellem Anlass. DIE Nettozuwanderung in DIE Schweiz dürfte im laufenden Jahr 100’000 Personen erreichen. Gemäss den Daten des Staatssekretariats für Migration lag Ende September der Zu- wanderungssaldo 28% über dem Niveau des Vorjahres. DIE Attraktivität der Schweiz als Zuwanderungsland ist eng mit der wirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit verknüpft. Bei- spielsweise belegte DIE Schweiz im globalen IMD World Competitiveness Ranking 2022 nach Dänemark den zweiten Rang. Neue wirtschaftliche Trends, wie DIE zunehmende wirtschaftliche Anwendung von künstlicher Intelligenz (KI), scheinen DIE gute Wettbewerbsposition nicht infrage zu stellen. So belegt DIE Schweiz gemäss dem AI Economic Im- pact Index von Capital Economics, der DIE Volkswirtschaften nach ihrem Potenzial zur Nutzung der Vorteile von künstli- cher Intelligenz bewertet, auch in DIEsem Bereich einen Spitzenplatz, zumindest in Europa (Grafik 1). Vieles deutet darauf hin, dass DIE Schweiz auch künftig sehr kompetitiv und deshalb ein Zuwanderungsland bleiben wird. Für 2024 rechnen wir mit einer Nettozuwanderung von 90’000 Perso- nen und einer dementsprechend weiterwachsenden Wohn- nachfrage.

###### Mieten steigen

DIE wachsende Wohnnachfrage trifft aktuell auf eine tiefe Bautätigkeit. Entsprechend steigen DIE Marktmieten. Nach 3.5% im aktuellen Jahr dürfte sich das Mietwachstum 2024 aufgrund der weiteren Verknappung nochmals leicht auf 4.0% beschleunigen. Auch bei laufenden Mietverträgen steht in den kommenden Monaten eine weitere Anpassung an. Nach der ersten Referenzzinssatzerhöhung im Juni dürf-

te bereits im Dezember DIE zweite folgen, trotz unverän- dertem SNB-Leitzins im September. Bei Immobilieninvestiti- onen kann DIEs helfen, den negativen Effekt des höheren Zins- und Renditeumfelds zu kompensieren. Im Unterschied zu nicht kotierten Portfolios haben DIE Kurse bei den bör- sennotierten Immobilienfonds DIE Bewertungskorrektur be- reits vorweggenommen. Mit der nochmaligen Korrektur im Oktober scheinen DIE Immobilienfonds attraktiv bewertet (Grafik 2).

## Aktien XXX Global

### Aktienkorrektur im August

###### Aktienkorrektur im August

Nach dem positiven 1. Halbjahr 2023 folgte im August ein Rücksetzer. Auslöser war eine Mischung verschiedener schlechter Nachrichten für DIE globalen Finanzmärkte. Das anhaltend hohe Lohnwachstum in den USA deutete darauf hin, dass der Kampf gegen DIE Inflation in den USA noch nicht beendet ist. In Europa machten sich Konjunktursorgen breit, denn DIE Stimmung gemessen an den Einkaufsmana- gerindizes verschlechterte sich markant. In China beschäf- tigt DIE anhaltende Krise am Immobilienmarkt den Aktien- markt. Sie führte dazu, dass sich DIE Underperformance des chinesischen Aktienmarkts seit Jahresbeginn noch ausweite- te (Grafik 1).

###### Europäische Aktien dürften unter dem Dilemma der EZB leiden

**Grafik** **1:** **Chinesischer** **Aktienmarkt** **liegt** **zurück**

125

120

115

110

105

100

95

90

85

12/2022

02/2023 04/2023

MSCI World MSCI EM ex China

06/2023

MSCI China

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv XXX

**Grafik** **2:** **Inflation** **in** **der** **Eurozone** **weit** **über** **dem** **Zielband**

12%

10%

8%

6%

4%

2%

0%

-2%

12/17 12/18 12/19 12/20 12/21 12/22

Zielband EZ Inflation YoY EZ Kerninflation YoY

Quelle/n: XXX Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

In der Eurozone zeigen sich deutliche Signale einer Kon- junkturabschwächung. Gemäss den Ergebnissen der Umfra- gen unter den Einkaufsmanagern hat sich DIE Stimmung in der Eurozone im August noch einmal deutlich eingetrübt. Zudem kam das Beschäftigungswachstum in der Eurozone zum Halten, was zu steigenden Arbeitslosenraten führen dürfte. Gleichzeitig hat aber auch der Preisdruck erstmals seit einem halben Jahr wieder zugenommen.

DIE EZB sieht sich daher mit einem grossen Dilemma kon- frontiert: Aus Konjunktursicht müsste sie eigentlich DIE Leit- zinsen senken, um eine Rezession abzuwenden oder abzu- schwächen. Gleichzeitig fehlt ihr dazu auf der Inflationsseite der Spielraum, denn DIE Inflation liegt wei- terhin deutlich über dem Zielband (Grafik 2). Deshalb er- warten wir, dass sich DIE EZB im September gezwungen sieht, DIE Zinsen noch einmal anzuheben, um DIE Inflation zu bekämpfen. DIEs wird DIE europäische Konjunktur und DIE europäischen Aktienmärkte belasten. Wir rechnen da-

her in den nächsten Monaten mit weiteren Rücksetzern bei den Aktien der Eurozone. Sollte DIE EZB auf einen Zins- schritt verzichten, würde sie das Risiko eingehen, dass DIE Inflation länger über dem Zielband bleibt. DIEs könnte sich mittelfristig ebenfalls negativ auf den Aktienmarkt der Eu- rozone auswirken.

**Grafik** **1:** **Performance** **seit** **31.** **Dezember** **2022**

Titel und Charts stimmen nicht XXX

90

80

70

60

50

40

30

20

10

0

12/2019 10/2020 08/2021 06/2022 04/2023

VSTOXX Index

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

**Grafik** **2:** **Performance** **seit** **31.** **Dezember** **2022** **in** **CHF**

XXX Titel und Charts stimmen nicht

160

150

140

130

120

110

100

90

80

06/2020 03/2021 12/2021 09/2022 06/2023

MSCI EMU MSCI EMU Low Volatility

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

konsumgütern (Nestlé) ist der Schweizer Aktienmarkt im Vergleich zu anderen

Aktienmärkten weniger stark von Konjunkturabschwächun- gen betroffen. Zudem ist in der Schweiz DIE Bewertungs- korrektur bei den Aktien weit fortgeschritten. DIEs sieht man am im Vergleich zu den anderen Märkten gesunkenen Kurs-Gewinn-Verhältnis. Gleichzeitig bleiben DIE Gewinner- wartungen für den Schweizer Aktienmarkt anhaltend hoch, weshalb wir den Schweizer Aktienmarkt aktuell als attraktiv

## Aktien Sektoren und Anlagestyle XXX

**Chinesischer** **Immobilienmarkt** **als** **Sorgenkind** **der** **Aktienmärkte** **XXX**

**Chinesischer** **Immobilienmarkt** **als** **Sorgenkind** **der** **Aktienmärkte**

Seit nunmehr zwei Jahren befindet sich der chinesische Im- mobilienmarkt in der Krise. Nun kann mit Country Garden der grösste Immobilienentwickler des Landes seinen Zah- lungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen und es läuft eine Nachzahlungsfrist. Sollte DIEse Frist in zwei Wochen ungenutzt verstreichen, droht DIE Insolvenz. DIE chinesische Regierung reagiert nur zögerlich auf DIE Krise. Sie sorgt zwar bereits seit zwei Jahren dafür, dass Immobilienent- wickler weiterhin Finanzierungsquellen in Anspruch neh- men und ihre ausstehenden Bauprojekte fertigstellen kön- nen. Tiefgreifende Massnahmen blieben jedoch bisher aus. So wird es keine Strukturveränderung am chinesischen Im- mobilienmarkt geben und es ist damit zu rechnen, dass an- gesichts sinkender Immobilienpreise noch weitere Immobili- enentwickler in Zahlungsschwierigkeiten geraten werden. In China macht der Immobiliensektor ein Viertel der gesam- ten Wirtschaftsleistung aus, daher ist der Sektor für DIE Fi- nanzstabilität immens wichtig. Mit den jüngsten Ereignissen haben DIE konjunkturellen Abwärtsrisiken für DIE chinesi- sche Konjunktur deutlich zugenommen. Vor DIEsem Hinter- grund rechnen wir mit weiteren Korrekturen bei chinesi- schen Aktien.

**Schweizer** **Aktien** **als** **sicherer** **Hafen**

Im aktuell global angespannten Umfeld bietet sich der Schweizer Aktienmarkt als sicherer Hafen relativ zu den an- deren Märkten an. Mit hohen Gewichten in defensiven Sek- toren wie der Pharmaindustrie (Roche, Novartis) und Basis-

**Gold** **XXX**

### XXX Kurzfristig Abwärtsrisiken

###### China «vergoldet» seine Reserven

DIE Notenbanken haben im 1. Halbjahr ihre Goldpositionen insgesamt weiter ausgebaut. Gemäss den jüngsten Daten des World Gold Council (WGC) hat insbesondere China zu den Goldkäufen beigetragen (Grafik 1). Wie viele Schwel- lenländer ist China bestrebt, seine Reserven zu diversifizie- ren. Mit einem Anteil von 3.8% macht Gold nach wie vor nur einen Bruchteil der Gesamtreserven aus. Entsprechend könnte der Aufbau anhalten.

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 3000 |  |  |  |  | -2.0% |
| 2500 |  |  |  |  | -1.0% |
| 2000 |  |  |  |  | 0.0% |
| 1500 |  |  |  |  | 1.0% |
| 1000 |  |  |  |  | 2.0% |
| 500 |  |  |  |  | 3.0% |
| 2008 | 2011 | 2014 | 2017 | 2020 | 2023 |

###### Antizyklische Nachfrage

**Grafik** **1:** **China,** **Singapur** **und** **Polen** **mit** **hohen** **Goldkäufen**

XXX Länder mit stärkster Zunahme der Goldreserven (1. Halbjahr 2023), in Tonnen

China

Singapur

Polen Indien Tschechien Philippinien

0

20

40

60 80 100 120

2022H2

2023H1

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, WGC

**Grafik** **2:** **Höhere** **Realzinsen** **lasten** **auf** **Gold**

Realer Goldpreis (in USD pro Unze, Preisniveau August 2023) und Renditen inflationsgeschützter zehnjähriger US-Staatsanleihen

Gold (real)

US-Realrenditen (invers, rechte Skala)

Quelle/n: XXX Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

In der Summe fielen DIE Goldzukäufe im Vergleich zum Vorjahr allerdings klar geringer aus. Einerseits ist DIEs auf DIE türkische Zentralbank zurückzuführen, DIE 2022 noch DIE grössten Goldkäufe tätigte. Sie hat im Frühling 2023 sig- nifikante Goldbestände veräussert, um DIE eigene Währung zu stützen. Andererseits sind Zentralbanken typischerweise antizyklische Nachfragerinnen. Entsprechend scheinen ver- schiedene Notenbanken aufgrund höherer Preise (durch- schnittlicher Goldpreis: USD 1 933 im 1. Halbjahr 2023 vs.

USD 1 746 im 2. Halbjahr 2022) ihre Käufe gedrosselt bzw. sogar Bestände veräussert zu haben. Unverändert bleibt der Goldbestand bei der Schweizerischen Nationalbank. Sie hält nach wie vor 1 040 Tonnen des Edelmetalls auf ihrer Bilanz. Aufgrund der Devisenverkäufe der letzten Quartale ist der Goldanteil allerdings leicht gestiegen und belief sich Mitte Jahr auf 7.2% der Reserven.

###### Kurzfristig Abwärtsrisiken

Der Goldpreis fiel im August zwischenzeitlich unter DIE Marke von USD 1 900 pro Unze, belastet durch einen etwas stärkeren US-Dollar und höhere Renditen bei festverzinsli- chen Anlagen. DIE Renditen auf inflationsgeschützten US- Staatsanleihen erreichten bei 2.0% den höchsten Stand seit

2009 (Grafik 2). Generell erscheint Gold angesichts der Op- portunitätskosten hoch bewertet, und aufgrund der verbes- serten Aussichten für den US-Dollar bestehen kurzfristig Abwärtsrisiken. Auf Jahressicht gehen wir allerdings bei den grössten Notenbanken von Leitzinssenkungen aus, wo- von der Goldpreis wieder profitieren dürfte.

# In China und Europa hat DIE Wirtschaft hingegen unerwartet deutlich an Dy- namik verloren

**Martin** **Weder**

#### Chefökonom

##### XXXSchweiz

Divergierende Signale im Dienstleistungssektor

##### Eurozone

Rezession bleibt Basisszenario

##### Vereinigtes Königreich

Konsumenten optimistischer als Unternehmen

##### USA

Ausgabenfreudige Konsumenten

##### Japan

Überraschend kräftiges Wachstum

##### Australien

Rezessionssignale verdichten sich

##### China

Angeschlagener Baugigant

##### XXXChile

Wachstum dürfte mittelmässig bleiben

## Schweiz XXX

### Divergierende xxx im Dienstleistungs- sektor

###### Divergierende Signale im Dienstleistungssektor

**Grafik** **1:** **Einkaufsmanagerindizes** **xxx** **nach** **Süden**

70

65

60

55

50

45

40

35

30

25

20

2015

2017

PMI Industrie

2019

2021

2023

PMI Dienstleistungen

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

**Grafik** **2:** **Ausblick** **der** **Konsumenten** **wird** **zuversichtlicher**

20

0

-20

-40

-60

2015

2017

2019

Grössere Anschaffungen

Vergangene finanzielle Lage Konsumentenstimmung

2021 2023

Erwartete finanzielle Lage Erwartete Wirtschaftsentwicklung

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Seco

Gemäss den konjunkturellen Frühindikatoren hat sich der Abschwung in der Schweiz zuletzt beschleunigt. Dass sich DIE Industrie in einer Abschwungphase befindet und sich angesichts der düsteren Entwicklung insbesondere in Deutschland vorerst keine Auf-hellung abzeichnet, kommt nicht unerwartet. Überraschender war hingegen der kürz- lich erfolgte Einbruch des PMI im Dienstleistungssektor (Grafik 1). Denn gemäss KOF-Umfragen hatte sich DIE Ge- schäftslage im Detailhandel und im Gastgewerbe jüngst deutlich verbessert. Es deutet einiges darauf hin, dass sich DIE Branchen vorerst unterschiedlich entwickeln werden. So werden DIE Konsumbereiche den Abschwung dämpfen, während der Aussenhandel einen negativen Beitrag zum Wachstum beisteuern wird.

###### Erstaunlich grosse Zuversicht der Konsumenten

DIE Stimmung der Schweizer Konsumenten unterschreitet derzeit den langjährigen Mittelwert noch deutlich (Grafik 2). Derweil geben sich DIE Befragten optimistisch, dass sich DIE zukünftige Wirtschaftsentwicklung, aber auch DIE Infla- tion in geordneten Bahnen bewegen wird. DIE Befragten erwarten zum fünften Mal in Folge eine Abschwächung der Teuerung. DIE Diskrepanz zwischen vergangener und zu- künftiger Inflation wurde letztmals in den 1970er-Jahren so hoch eingeschätzt. Das Inflationsgespenst scheint sich bei den Konsumenten verflüchtigt zu haben.

###### Arbeitsmarkt auf dem Weg zur Normalisierung

DIE Konsumenten sind zudem so zuversichtlich wie seit über 20 Jahren nicht mehr, dass ihr Arbeitsplatz sicher ist. DIE Un- ternehmen hingegen schätzen DIE Lage weniger rosig ein. Erstmals seit 2020 reduzieren DIE Industrieunternehmen ihr

Personal, auch wenn das Gros der Unternehmen (noch) ei- nen unveränderten Personalbestand meldet. Das seit drei Jahren anhaltende kräftige Beschäftigungswachstum wird sich angesichts der hohen Zuwanderung unserer Ansicht nach nur leicht abschwächen. Auch DIE Arbeitslosenquote wird in den nächsten Quartalen nur marginal ansteigen. In- des reicht dies aus, um den Fachkräftemangel zu entschär- fen.

## Eurozone xxx

### Rezession xxx Basisszenario

###### Rezession bleibt Basisszenario

Das grösste wirtschaftliche Sorgenkind der Eurozone bleibt Deutschland. Aus der gewichtigsten Volkswirtschaft der Währungsunion kamen in den vergangenen Wochen fast ausschliesslich schwache Wirtschaftsdaten. Dass das Brutto- inlandsprodukt (BIP) im 2. Quartal trotz schwachem Privat- konsum nicht geschrumpft ist, ist einzig einem ominösen Lageraufbau zu verdanken. Deutschland steht mit seinem schwachen BIP-Ausweis allerdings nicht allein da. In Italien und den Niederlanden ist DIE Wirtschaft im selben Zeitraum geschrumpft. In Frankreich legte das BIP zwar mit 0.5% deutlich zu. Vorlaufindikatoren deuten aber auch dort seit geraumer Zeit auf einen Abschwung hin. Unser Basisszena- rio für DIE gesamte Eurozone bleibt eine milde Rezession, wobei diese bereits im 3. Quartal einsetzen wird (Grafik 1).

###### Ein weiter Weg zurück zu 2% Inflation

**Grafik** **1:** **Eurozone** **xxx** **auf** **Rezession** **zu**

Reales BIP-Wachstum ggü. Vorquartal, ZKB-Prognose

1.0%

0.8%

0.6%

0.4%

0.2%

0.0%

-0.2%

-0.4%

2022 2023 2024

BIP Eurozone Prognose

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

**Grafik** **2:** **Zinsgipfel** **bald** **erreicht**

EZB-Hauptrefinanzierungssatz, ZKB-Prognose

5%

4%

3%

2%

1%

0%

-1%

2004 2007 2010 2013 2016 2019 2022

Leitzins Prognose

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

DIE Lage am Arbeitsmarkt hat sich derweil noch nicht merk- lich verschlechtert. DIE Arbeitslosenrate verharrt vielerorts auf dem Allzeittief, und Firmen klagen weiterhin über man- gelndes Personal. Gleichzeitig hat das Lohnwachstum in der ersten Jahreshälfte nochmals angezogen. Ohne eine deutli- che Abkühlung am Arbeitsmarkt ist eine Rückkehr zum In- flationsziel der Europäischen Zentralbank (EZB) von 2% un- wahrscheinlich. Zwar hat sich DIE Inflationsrate seit ihrem Höhepunkt im vergangenen Herbst mehr als halbiert; der Rückgang ist aber grösstenteils den tieferen Rohstoffprei- sen zu verdanken. Im Dienstleistungsbereich hat der Preis- druck bisher nur geringfügig abgenommen.

###### Zinsschritt auf Messers Schneide

Um das Inflationsziel wieder in greifbare Nähe zu bringen, wird DIE EZB ihren straffen geldpolitischen Kurs fortsetzen. Diesen Ton haben Christine Lagarde und ihre EZB-Ratskolle-

gen zumindest am diesjährigen Wirtschaftssymposium in Jackson Hole angeschlagen. Eine konkrete Absichtserklä- rung für DIE nächste EZB-Sitzung im September fehlte. Ge- mäss Zinsmarkt liegt DIE Wahrscheinlichkeit für einen zu- sätzlichen Zinsschritt bei rund 50%. Wir sind der Meinung, dass DIE EZB nochmals nachlegen wird (Grafik 2).

## UK XXX

### Konsumenten xxx als Unternehmen

###### Konsumenten optimistischer als Unternehmen

DIE britische Wirtschaft ist im 2. Quartal mit 0.2% überra- schend stark gewachsen. Angesichts der hohen Inflationsra- te und restriktiven Finanzierungsbedingungen waren DIE meisten Prognostiker von einer Stagnation ausgegangen. DIE konjunkturellen Aussichten in Grossbritannien haben sich allerdings nur teilweise aufgehellt. Steigende Nominal- löhne (siehe Abschnitt unten) sorgen zwar in Kombination mit einer sinkenden Inflation dafür, dass DIE Bevölkerung einen Teil der verlorenen Kaufkraft wieder zurückgewinnen konnte. Entsprechend sind DIE Konsumenten wieder deut- lich optimistischer als noch vor wenigen Monaten (Grafik 1). Bei den Unternehmen herrscht aber seit geraumer Zeit Ka- terstimmung, weil das steigende Lohnniveau ihre Kostenba- sis erhöht und DIE wiederholten Leitzinserhöhungen der Bank of England DIE Finanzierung ihrer Investitionen ver- teuert haben. Für DIE kommenden Quartale rechnen wir denn auch mit einem anhaltend schwachen Wachstum.

###### Mehr Lohn, mehr Arbeitslosigkeit

**Grafik** **1:** **Konsumentenvertrauen** **xxx** **sich** **verbessert**

GfK-Konsumklimanindex

10

0

-10

-20

-30

-40

-50

-60

2005 2008 2011 2014 2017 2020 2023

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

**Grafik** **2:** **Gemischte** **Signale** **aus** **dem** **Arbeitsmarkt**

Lohnwachstum (nominal) und Arbeitslosenrate, in Prozent

10

8

6

4

2

0

2005 2008 2011 2014 2017 2020 2023

Arbeitslosenrate Lohnwachstum

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Seit geraumer Zeit sendet der britische Arbeitsmarkt ge- mischte Signale aus und erschwert damit DIE Einschätzung zur Entwicklung von Inflation und Wachstum in Grossbri- tannien. Auf der einen Seite stieg DIE Arbeitslosenrate überraschend von 4.0% auf 4.2% an. Seit dem Tiefpunkt im Sommer 2022 hat sie bereits um 70 Basispunkte zugelegt und deutet auf eine markante und an Dynamik gewinnen- de Abkühlung am Arbeitsmarkt hin. Auf der anderen Seite stieg das Lohnwachstum abermals kräftig an und erreichte mit 7.8% ein für DIE Notenbank unangenehm hohes Ni- veau. Für DIE Bank of England wird DIE Lohnentwicklung denn auch der Hauptgrund sein, im September einen weite- ren Zinsschritt vorzunehmen, um der Inflation den Garaus zu machen. Fortschritte bei der Kerninflation und DIE übri-

gen Arbeitsmarktindikatoren, DIE ebenfalls eine konjunktu- relle Verschlechterung anzeigen, dürften an der übernächs- ten Sitzung im November allerdings vermehrt in den Fokus der Währungshüter rücken. Wir gehen deshalb unverändert davon aus, dass über DIE nächste Sitzung hinaus keine wei- teren Zinsschritte folgen werden.

## USA xxx

### Ausgabenfreudige xxx

###### Ausgabenfreudige Konsumenten

**Grafik** **1:** **Banken** **drosseln** **DIE** **Kreditvergabe**

Kreditvergabe kommerzieller Banken (MoM)

1.5

1.0

0.5

0.0

-0.5

-1.0

Sep Okt Nov Dez Jan Feb Mär Apr Mai Jun Jul Aug Unternehmenskredite Konsumkredite

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

**Grafik** **2:** **Inflationserwartungen** **tendieren** **nach** **unten**

Uni Michigan Konsumentenvertrauen: Inflationserwartungen

6%

5%

4%

3%

2%

1%

0%

2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023

1 Jahr 5 Jahre

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

DIE Konjunkturdynamik in den USA hat sich trotz der rest- riktiven Geldpolitik bisher als erstaunlich robust erwiesen. Diverse Indikatoren deuten darauf hin, dass auch im laufen- den Quartal wieder mit einem positiven Wirtschaftswachs- tum zu rechnen ist. Das verarbeitende Gewerbe profitierte im Juli von einer Produktionsausweitung der Autobranche und DIE Versorger von den heissen Temperaturen. Der Um- satzzuwachs im Detailhandel war wiederum breiter abge- stützt. Der private Konsum wird denn auch von der soliden Lage am Arbeitsmarkt gestützt. Daher erwarten wir neu im

3. Quartal ein leicht positives Wachstum.

###### Verschärfung der Kreditvergabe

DIE Banken haben zuletzt jedoch DIE Schraube weiter ange- zogen. So wurde über DIE Sommermonate erstmals DIE Ver- gabe von Konsumkrediten gedrosselt (Grafik 1). Zudem wurden DIE Konditionen nochmals restriktiver ausgestaltet, was auf eine weitere Abschwächung der Kreditvergabe in den kommenden Monaten schliessen lässt. Augenfällig war jüngst auch DIE Stagnation der Kapitalgüterbestellungen (exkl. Flugzeuge/Rüstung), DIE einen Indikator für zukünfti- ge Unternehmensinvestitionen darstellen. Schliesslich dürf- te DIE Konsumfreudigkeit der US-Haushalte unter der Ab- kühlung am Arbeitsmarkt leiden. Wir halten daher an unserer Prognose einer milden Rezession fest, erwarten die- se neu aber erst über den Jahreswechsel.

###### Fortsetzung der Zinspause

Angesichts der aktuell unerwartet starken Konjunkturent- wicklung haben jüngst DIE Risiken für eine weitere Straf- fung der Geldpolitik zugenommen. Der Anstieg der Arbeits- und Lohnkosten fällt denn auch weiterhin hoch aus. Doch der Lohndruck hat sich im 2. Quartal verringert, und DIE In-

flationserwartungen tendieren ebenfalls nach unten (Grafik 2). Zudem dürften Basiseffekte im Herbst den Inflations- rückgang wieder begünstigen. Wir gehen daher davon aus, dass DIE Fortschritte in der Inflationsbekämpfung für eine Fortsetzung der Zinspause ausreichen werden.

## Japan xxx

### Überraschend xxx Wachstum

###### Überraschend kräftiges Wachstum

DIE Wirtschaft in Japan ist im 2. Quartal überraschend kräf- tig gewachsen. Das Bruttoinlandsprodukt nahm im Ver- gleich zum Vorquartal um 1.5% zu und verzeichnete damit das höchste Wachstum seit zweieinhalb Jahren. Allerdings wurde der Zuwachs fast ausschliesslich vom Aussenhandel getrieben (Grafik 1). So erreichten DIE Ausfuhren von Auto- mobilen nach dem Ende der Lieferengpässe ein Rekord- hoch, während DIE Importe aufgrund einer geringeren Energienachfrage deutlich nachgaben. DIE Firmeninvestitio- nen haben demgegenüber stagniert, während der Privat- konsum sogar rückläufig war. Der Ausblick bleibt zudem herausfordernd, weil mit China der wichtigste Handelspart- ner schwächelt und DIE Teuerung auch in Japan zuneh- mend Spuren hinterlässt.

###### Inflation geht zunehmend in DIE Breite

**Grafik** **1:** **Aussenhandel** **xxx** **Wachstum** **im** **2.** **Quartal**

Beiträge zum BIP-Wachstum in Prozentpunkten

2.0%

1.5%

1.0%

0.5%

0.0%

-0.5%

-1.0%

-1.5%

**Prognose**

2021 2022 2023

Konsum Investitionen

Staatsausgaben Lagerveränderung

Aussenhandel BIP-Wachstum

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

**Grafik** **2:** **Dienstleistungsinflation** **steigt** **auf** **2%**

Jahresveränderungsraten in Prozent

8%

6%

4%

2%

0%

-2%

-4%

-6%

2000

2005

2010

Konsumentenpreise

2015 2020

Güter Dienstleistungen

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

DIE Inflation gewinnt in Japan zudem zunehmend an Brei- te. Neben den Nahrungsmitteln hat DIE Preisdynamik zu- letzt vor allem im Dienstleistungsbereich weiter zugenom- men. Getrieben vom Freizeit- und Kulturbereich, wo DIE Nachfrage nach der Pandemie immer noch hoch ist, kletter- te DIE Teuerung von 1.6% auf 2% und erreichte damit den höchsten Wert seit 25 Jahren (Grafik 2). Gleichzeitig hat sich in den vergangenen beiden Monaten auch das Lohnwachs- tum auf über 2% beschleunigt. Damit sind nun zwei wichti- ge Bedingungen für einen Kurswechsel in der japanischen Geldpolitik erfüllt.

###### Kein Ende der Negativzinsen in Sicht

Mit der Anpassung der Zinskurvenkontrolle von Ende Juli hat sich DIE Bank of Japan (BoJ) jedoch wieder etwas Luft und Zeit verschafft, zumal DIE Renditen 10-jähriger Staats- anleihen nach dem Entscheid nur moderat angestiegen

sind. Ein Ende der Zinskurvenkontrolle oder gar eine Zinser- höhung drängen sich damit aus Sicht der Notenbank nicht unmittelbar auf. DIE BoJ ist nach wie vor nicht überzeugt, dass DIE Inflation wie beabsichtigt nachhaltig bei 2% liegen wird, weshalb DIE Geldpolitik auf absehbare Zeit ausge- sprochen expansiv bleiben wird. Ein Ende der Negativzinsen erwarten wir daher frühestens im nächsten Jahr.

## Australien xxx

### Rezessionssignale xxx sich

###### Rezessionssignale verdichten sich

**Grafik** **1:** **Haushaltsausgaben** **xxx** **rückläufig**

Reale Haushaltsaugaben in Vergleich zum Vorjahr in Prozent

40%

35%

30%

25%

20%

15%

10%

5%

0%

-5%

-10%

Jan 22 Apr 22 Jul 22 Okt 22 Jan 23 Apr 23 Haushaltsausgaben

Ausgaben für Güter

Ausgaben für Dienstleistungen

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

**Grafik** **2:** **Kerninflation** **immer** **noch** **deutlich** **über** **Zielband**

Jahresraten verschiedener Kerninflationsmasse in Prozent

8%

7%

6%

5%

4%

3%

2%

1%

0%

2007 2010 2013 2016 2019 2022

Kerninflation Getrimmter Mittelwert

Gewichteter Median Zielband der RBA

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Nach der Wachstumsabschwächung in der 1. Jahreshälfte haben sich DIE Anzeichen verdichtet, dass DIE Wirtschaft in Australien in eine Rezession fallen wird. So lagen im August DIE Einkaufsmanagerindizes den zweiten Monat in Folge unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Sowohl in der Industrie wie auch im Dienstleistungssektor berichten DIE Firmen von rück-läufigen Aufträgen, was sie auf DIE stark gestiegenen Zinsen und DIE gesunkene Kaufkraft der Haushalte zurückführen. Dies deckt sich mit den Haushalts- ausgaben, DIE erstmals seit der Pandemie sowohl im Güter- wie auch im Dienstleistungsbereich rückläufig sind (Grafik 1). Wir rechnen unverändert damit, dass DIE Wirtschaft im

2. Halbjahr leicht schrumpfen wird.

###### Inflation setzt ihren Rückgang fort

Positive Nachrichten kamen hingegen von der Preisfront. So hat sich DIE Inflation im 2. Quartal stärker als erwartet von 7% auf 6% zurückgebildet. Bei den Dienstleistungen er- reichte DIE Teuerung angesichts höherer Mieten und Versi- cherungsprämien sowie steigender Preise im Freizeitbereich zwar den höchsten Wert seit 22 Jahren. Dies wurde durch den starken Rückgang im Güterbereich jedoch mehr als kompensiert. DIE verschiedenen Kerninflationsmasse nah- men ebenfalls ab (Grafik 2). Sie bleiben aber weit entfernt vom Zielband der Reserve Bank of Australia (RBA).

###### RBA im Wartemodus

DIE RBA hat ihren Leitzins im August unverändert belassen. Wie bereits im Juli hat sie sich für eine Zinspause entschie- den, um den verzögerten Auswirkungen der bisherigen Zinsschritte sowie dem unsicheren Wirtschaftsausblick Rech- nung zu tragen. Sie strebt weiter eine sanfte Landung an und will DIE Wirtschaft nicht über Gebühr belasten. Sie lässt

sich mit der Wiederherstellung der Preisstabilität entspre- chend Zeit. Gemäss ihren eigenen Prognosen wird DIE Teue- rung erst gegen Ende 2025 wieder innerhalb des Zielbandes liegen. Sie riskiert damit einen Anstieg der Inflationserwar- tungen, was DIE Zielerreichung zusätzlich erschweren und verzögern würde.

## China xxx

### Angeschlagener xxx

###### Angeschlagener Baugigant

Im August befeuerten Zahlungsschwierigkeiten des gröss- ten Immobilienentwicklers des Landes, Country Garden, so- wie des Vermögensverwalters Zhongzhi Group Befürchtun- gen über eine anstehende Immobilien- und Finanzkrise. Da in China Wohnraum oft bereits vor Baubeginn verkauft wird, birgt der angeschlagene Baugigant mit mehr als 3 000 ausstehenden Bauprojekten in rund 1 400 Städten und 30 Provinzen durchaus ein nationales, branchenübergreifendes Eskalationspotenzial. DIE Probleme des seit Langem stark verschuldeten Immobiliensektors sind jedoch seit dem Fall Evergrande vor zwei Jahren weit-hin bekannt. DIE Regie- rung hat in der Zwischenzeit denn auch dafür gesorgt, dass den Immobilienentwicklern DIE Finanzierungsquellen nicht gänzlich versiegen und ausstehende Bauprojekte entspre- chend fertiggestellt werden können (Grafik 1). Dafür hat sie primär staatsnahe Banken zur Kreditvergabe angewiesen, was sie auch bei weiteren Baukonzernen in Schieflage tun dürfte. Peking wird alles daransetzen, ein Übergreifen auf den Finanzsektor und den Konsum einzudämmen, um DIE soziale Stabilität zu wahren.

###### Anhaltende Immobilienkrise

**Grafik** **1:** **Fertigstellungen** **geniessen** **politische** **Priorität**

Fertigstellungen von xxx (in Mio m², YoY)

80%

60%

40%

20%

0%

-20%

-40%

2020 2021 2022 2023

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

**Grafik** **2:** **Sinkende** **Preise** **setzen** **Branche** **unter** **Druck**

Anzahl der monatlichen Preisveränderung in 70 Grossstädten

70

60

50

40

30

20

10

0

2011 2013 2015 2017 2019 2021 2023

Preisanstieg Stagnation Preisrückgang

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Ähnlich wie bei Evergrande wird sich eine allfällige Restruk- turierung von Country Garden jedoch hinziehen und DIE Stimmung am Wohnungsmarkt weiter belasten. DIE Krise am Immobilienmarkt ist also noch nicht ausgestanden. An- gesichts der sinkenden Immobilienverkäufe und preise wer- den wahrscheinlich noch weitere Bauunternehmen unter Druck geraten (Grafik 2). Durch das schrittweise Vorgehen der Regierung kann allerdings kaum eine Strukturverände- rung am Immobilienmarkt erfolgen. Der Sektor wird das Wachstum daher auch in den kommenden Quartalen belas- ten, weshalb wir in diesem und im nächsten Jahr ein Wachs-

tum unter Potenzial erwarten. Mit den jüngsten Ereignissen haben DIE Konjunkturrisiken wieder zugenommen, zumal das ohnehin schon angeschlagene Konsumentenvertrauen einen erneuten Dämpfer erhalten könnte. Doch Deflations- ängste sind übertrieben, auch wenn der schwache Inflati- onsdruck vorerst anhalten dürfte.

## Chile

### Wachstum dürfte mittelmässig bleiben

###### Wachstum dürfte mittelmässig bleiben

Nach dem starken Jahresauftakt hat das Wachstum im 2. Quartal an Schwung verloren. Die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe deuten auf eine anhaltend schwache Entwicklung im Sekundärsektor hin (Grafik 1). Die Investitionsbereitschaft in der Industrie leidet unter den stark restriktiven Finanzierungsbedingungen. Auch für die Haushalte ist das Kapital teurer geworden, sodass Zinszah- lungen immer mehr vom verfügbaren Einkommen bean- spruchen. Der hohe Schuldendienst belastet den inländi- schen Konsum zusätzlich. Die Inflation ist auf dem Rückzug, bleibt aber vor allem in Osteuropa und Lateinamerika er- höht, was zu Kaufkraftverlusten führt. Die gute Nachricht ist, dass mit der weiteren Disinflation die Realeinkommen ansteigen und eine konjunkturelle Stütze bieten werden.

Zusätzlich werden erste Leitzinssenkungen die Binnennach- frage wieder ankurbeln. Trotzdem dürfte das Wirtschafts- wachstum vielerorts mittelmässig bleiben, da die Erholung weiterhin durch die straffe Geldpolitik und die schwächeln- de globale Exportnachfrage gedämpft wird.

Indien Sri Lanka Thailand Philippinen Pakistan Vietnam Malaysia Taiwan Singapur Indonesien

China

Südkorea

###### Geldpolitik wird expansiver

**Grafik** **1:** **Das** **verarbeitende** **Gewerbe** **leidet** **unter** **den** **restriktiven** **Finanzierungsbedingungen**

PMI Manufacturing, Medianwert pro Region

55

53

51

49

47

45

Asien Osteuropa

März

April

Mai

Lateinamerika

Juni Juli

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

**Grafik** **2:** **Höhere** **Lebensmittelpreise** **gefährden** **den** **weiteren** **Inflationsabbau** **in** **Asien**

Lebensmittelanteil am Konsumentenpreisindex in %

40%

30%

20%

10%

0%

Quelle/n: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Mit Chile und Brasilien haben die ersten Zentralbanken in den Schwellenländern den Kurswechsel in der Geldpolitik vollzogen. Wir gehen davon aus, dass weitere Länder, vor- wiegend in Lateinamerika und Osteuropa, die geldpoliti- schen Zügel in den nächsten Monaten zu lockern beginnen. In Asien hingegen erwarten wir weniger Leitzinssenkungen. Einerseits sind die Leitzinsen weniger restriktiv, andererseits hat die Volatilität der Lebensmittelpreise wieder zugenom- men. Da in Asien der Anteil der Lebensmittel am Waren- korb des Konsumentenpreisindex oft zwischen 30% und 40% beträgt, können sie für starken Infla-tionsdruck sorgen (Grafik 2). In Indien beispielsweise haben sich die Nahrungs-

mittel aufgrund des aussergewöhnlichen Monsuns jüngst sprunghaft verteuert. Obwohl die erhöhte Lebensmittelin- flation transitorischer Natur sein dürfte, sind Prognosen wieder mit grösserer Unsicherheit behaftet. Ein weiterer Unsicherheitsfaktor ist das bevorstehende Wetterphäno- men El Niño. Entsprechend hat die Wahrscheinlichkeit für Zinssenkungen in diesem Jahr im asiatischen Raum abge- nommen.

**Wachstum** **und** **Inflation**

**Finanzmarkt-Prognosen**

**Unsere** **Autorinnen** **und** **Autoren**

**Manuel** **Ferreira**

manuel.ferreira@zkb.ch

+41 44 292 48 03

Chefstratege

**Simon** **Lustenberger**

simon.lustenberger@zkb.ch

+41 44 292 39 87

Leiter Anlagestrategie

**Martin** **Weder**

martin.weder1@zkb.ch

+41 44 292 35 61

Chefökonom

**Elias** **Hafner**

elias.hafner@zkb.ch

+41 44 292 35 51

Senior Investment Stratege

**Joern** **Spillmann**

joern.spillmann@zkb.ch

+41 44 292 35 18

Senior Investment Stratege

**Felix** **Jaeger**

felix.jaeger@zkb.ch

+41 44 292 39 84

Investment Stratege

**David** **Marmet**

david.marmet@zkb.ch

+41 44 292 45 40

Chefökonom Schweiz

**Christian** **Brändli**

christian.braendli@zkb.ch

+41 44 292 35 57

Economist

**Sascha** **Jucker**

sascha.jucker@zkb.ch

+41 44 292 35 43

Senior Economist

**Marina** **Zech**

marina.zech@zkb.ch

+41 44 292 35 49

Senior Economist

**Kevin** **Gismondi**

kevin.gismondi@zkb.ch

+41 44 292 42 71

Economist

**Silke** **Humbert**

silke.humbert@zkb.ch

+41 44 292 45 68

Nachhaltigskeitsökonomin

**Rechtliche** **Hinweise**

**Marketinginformation** **-** **Dieses** **Dokument** **dient** **Informations-** **und** **Werbezwecken.** Es stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Dienstleistungen dar, noch bildet es Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Aufgrund rechtlicher, regulatorischer oder steuerlicher Bestim- mungen kann die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen für bestimmte Personen Einschränkungen unterliegen, die sich namentlich aufgrund des Wohnsitzes bzw. Sitzes, der Nationali- tät oder der Kundensegmentierung ergeben können. Einschränkungen bestehen insbesondere für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen. Dieses Dokument enthält allgemeine Informationen und berücksichtigt weder persönliche Anlageziele noch die finanzielle Situation oder besonderen Bedürfnisse einer spezifischen Person. Die Informationen sind vor einem Anlageent- scheid sorgfältig auf die Vereinbarkeit mit den persönlichen Verhältnissen zu überprüfen. Für die Einschätzung rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher und anderer Auswirkungen wird empfohlen, sich von Fachpersonen beraten zu lassen.Das Dokument wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsüblicher Sorgfalt erstellt und kann Informationen aus sorgfältig ausgewählten Drittquel- len enthalten. Die Zürcher Kantonalbank bietet keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der darin enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung des Dokuments oder Informationen daraus ergeben.Jede Investition ist mit Risiken, insbesondere in Bezug auf Wert-, Ertrags- und allenfalls Währungsschwankungen, verbunden.Wertentwicklungen und Renditen der Vergangenheit sowie Schätzungen bezüglich zukünftiger Wertentwicklungen, Renditen und Risiken sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Die Zürcher Kantonalbank behält sich vor, Dienstleistungen, Produkte und Preise jederzeit ohne vorgängige Ankündigung zu ändern. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht im Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegen auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.Ohne schriftliche Genehmigung der Zürcher Kantonalbank dürfen dieses Dokument oder Informationen daraus nicht vervielfältigt oder weitergegeben werden. ESG-Informationen ©2024 MSCI ESG Research LLC. Reproduziert mit Genehmigung. Weitere rechtliche Informationen zu MSCI ESG Rating sehen Sie in den Anlageinformationen unter zkb.ch/handel.

© 2024 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.





