



# /sicht

Oktober-Grossausgabe 2023

Das Anlage-Magazin  
der St.Galler Kantonalbank

## / Wie geht es der Eurozone?

Der Weg der  
Zinsen in  
die Wirtschaft



St. Galler  
Kantonalbank

Vermögensmanagement  
Deutschland

/4

Wie geht es der Eurozone?

/7

Der Weg der Zinsen  
in die Wirtschaft

/10

Sicht auf die Märkte

/13

Positionierung

/14

Fünf Fragen an Daniel Wachter,  
Strategieanalyst

# Währungsunionen sind selten für die Ewigkeit



**Dr. Thomas Stucki**  
Chief Investment Officer

✉ [info@sgkb.de](mailto:info@sgkb.de)

Liebe Anlegerin, lieber Anleger

In den Sommerferien war ich im Mount Washington Hotel in Bretton Woods. Der Raum, in dem im Juli 1944 das System von Bretton Woods mit den fixen Wechselkursen zum US-Dollar auf der Basis eines fixen Goldpreises von 35 US-Dollar pro Unze beschlossen wurde, wird dort als Museum präsentiert. Nach den Turbulenzen des Zweiten Weltkriegs hat die Stabilität des Bretton-Woods-Systems viel zum wirtschaftlichen Aufschwung beigetragen. In den 1960er-Jahren nahmen die Spannungen innerhalb des Währungssystems jedoch zu.

Dafür gab es ökonomische Gründe. Durch die Leistungsbilanzdefizite der USA ging das Vertrauen in den US-Dollar verloren. Die anderen Länder mussten immer wieder US-Dollar kaufen, um ihren Wechselkurs auf dem festgelegten Niveau zu halten. Das galt insbesondere für Deutschland und die D-Mark. Dadurch konnten die USA die Golddeckung nicht mehr sicherstellen, was 1973 zum Zusammenbruch des Systems und zum Übergang zu flexiblen Wechselkursen führte.

Dem Euro als System fixer Wechselkurse zwischen den politisch unabhängigen Euroländern droht ein ähnlicher Lebenszyklus. Bei seiner Einführung hat er wesentlich zum wirtschaftlichen Aufschwung in den Ländern Südeuropas beigetragen. Nach der Finanzkrise 2008 traten die strukturellen Defizite dieser Länder jedoch offen zu Tage, und die Spannungen im Eurosystem nahmen zu. Wie das System von Bretton Woods zeigt, können diese Spannungen über eine lange Zeit kontrolliert und ausgeglichen werden. Irgendwann werden sie jedoch zu gross. Das Ventil von Auf- und Abwertungen der Währungen der Mitgliedsländer, über das diese Spannungen am einfachsten abgebaut werden können, gibt es im Eurosystem nicht. Die Wahrscheinlichkeit, dass dieses irgendwann grundlegend überarbeitet und angepasst werden muss, ist relativ hoch.

Der Franken ist ein ähnliches System von wirtschaftlich und fiskalpolitisch weitgehend autonomen Kantonen. Der Zusammenhalt wird durch die Geldpolitik der SNB und den Finanzausgleich zwischen den Kantonen gewährleistet. Wenn der Euro als Einheitswährung eine Zukunft haben will, muss die Eurozone diesen Weg beschreiten.

# Wie geht es der Eurozone?

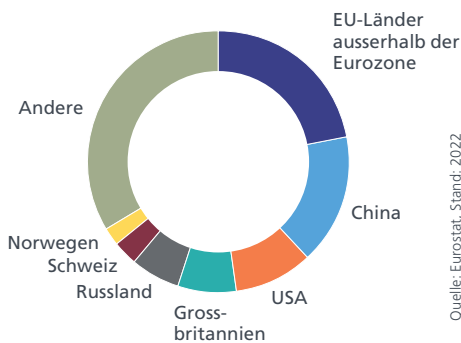
Die wirtschaftliche Situation in der Eurozone hat sich eingetrübt. Hohe Inflation, steigende Zinsen und die globale Abkühlung belasten. Wie geht die Währungsunion mit den aktuellen Herausforderungen um? Und was bedeutet es für die Sorgenkinder der Eurokrise?

/ Autorinnen Céline Koster und Caroline Hilb Paraskevopoulos

## Das grosse Bild: Spagat zwischen den Supermächten USA und China

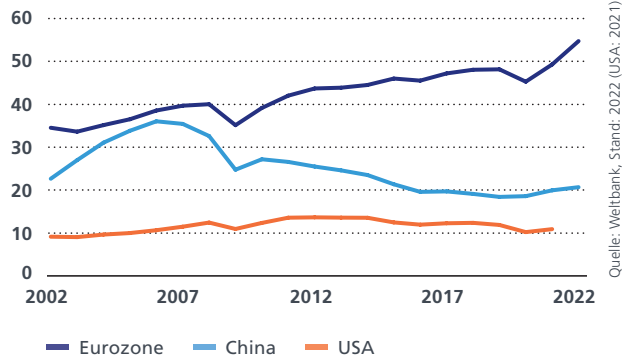
Die Eurozone ist neben den USA und China der dritte grosse Wirtschaftsraum. Während die USA und China um die wirtschaftliche Vorherrschaft ringen, versucht die Eurozone einen Mittelweg zu finden. Wirtschaftlich pflegt sie mit beiden Grossmächten intensive Beziehungen. Ausserhalb von Europa ist China sowohl bei den Importen als auch bei den Exporten anteilmässig der wichtigste Handelspartner – danach kommen die USA.

## Güterexporte: Wichtigste Handelspartner der Eurozone



## Eurozone ist stärker vom globalen Handel abhängig

Exporte in % des BIP



## Eurozone lebt von den Exporten

Im Vergleich zu den anderen beiden Wirtschaftsmächten ist die Eurozone stärker abhängig vom internationalen Handel. Die Eurozone exportiert rund die Hälfte seines Bruttoinlandprodukts und ist damit deutlich offener als China (21% des BIP) und die USA (11%). Entsprechend ist die Eurozone abhängiger von der globalen Nachfrage. Die Eurozone verfügt über vergleichsweise wenig Rohstoffe. Entsprechend setzen sich die Importe zu einem grossen Teil aus Energie und Rohstoffen zusammen. Auf der anderen Seite exportiert die Eurozone überwiegend verarbeitete Güter, wie Fahrzeuge, Maschinen oder chemische Produkte. Dienstleistungen machen rund einen Viertel der Exporte der Eurozone aus.



## USA und China fordern internationale Wettbewerbsfähigkeit heraus

In der Eurozone genießt die Wettbewerbsfähigkeit einen sehr hohen Stellenwert. Durch die jüngst deutlich ausgeweiteten Subventionen in China und den USA gerät diese zunehmend unter Druck. Auch die europäischen Länder unterstützen ihre Industrie zwar teilweise mit Subventionen, allerdings sind die Möglichkeiten aufgrund der strengen EU-Regeln für Staats-hilfen beschränkt. Bisher fehlt der politische Konsens für Subventionen von grösserem Umfang, so dass die europäische Industrie die Wettbewerbsfähigkeit auf anderem Wege stärken muss. Dafür ist es entscheidend, dass die Eurozone die Energieversorgung langfristig sicherstellen kann, um Energiepreisschocks zu verhindern.



### Welche Risiken könnten die Stabilität der Eurozone gefährden?

#### Risiko 1: Verschuldung

Die Verschuldung der Länder ist zwar in den Medien nicht mehr so präsent wie zur Zeit der Euroschuldenkrise. Allerdings ist es seither nur wenigen Ländern gelungen, die Verschuldung zu stabilisieren oder gar zu senken. Tiefe Zinsen haben es möglich gemacht, sich zu günstigen Konditionen zu verschulden. Mit den gestiegenen Zinsen steigen auch die Kosten der Schulden. Entsprechend könnte die hohe Verschuldung wieder zum Thema werden.

#### Risiko 2: Krise am Immobilienmarkt

Mit den höheren Zinsen nehmen die Risiken am Immobilienmarkt zu. Insbesondere in Ländern mit einem grossen Anteil an variablen Hypotheken belasten die gestiegenen Zinsen die Haushaltsbudgets und können im Extremfall den Verkauf der Immobilie nötig machen.

#### Risiko 3: Spagat der Geldpolitik

Beendet die Europäische Zentralbank (EZB) den Zins-erhöhungszyklus zu spät, würgt sie die Wirtschaft ab. Beendet sie ihn hingegen zu früh, kriegt sie die Inflation nicht unter Kontrolle. Entsprechend sind die nächsten geldpolitischen Entscheide von grosser Bedeutung. Dabei gilt es zu beachten, dass die wirtschaftliche Lage in der Eurozone nicht in allen Ländern identisch ist. Die EZB muss den goldenen Mittelweg finden.

### Wie geht es den Sorgenkindern der Eurozone?

Ab 2010 gerieten mehrere Länder der Eurozone aufgrund ihrer hohen Verschuldung in Schwierigkeiten. Diese Situation bedrohte die Stabilität des Euros, weshalb die Länder unterstützt werden mussten. Wie geht es diesen Staaten heute?

#### Griechenland

Trotz Schuldenschnitt ist die Verschuldung heute höher als während der Eurokrise. Obwohl das Land die Schuldenquote in den letzten zwei Jahren reduzieren konnte, führt es die Liste der verschuldeten Euroländer immer noch an. Griechenland will bis Ende Jahr aber wieder auf ein Investmentgrade-Rating hinaufgestuft werden.

#### Italien

Italien überstand die Eurokrise, ohne mit Notkrediten gerettet werden zu müssen. Trotzdem ist die Schulden-situation im Land auch heute noch fragil. Vergangenes Jahr hatte Italien im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt das grösste Haushaltsdefizit. Bei politischer Unsicherheit steigt der Risiko-aufschlag italienischer Staatspapiere jeweils sofort wieder an.

#### Spanien

Bis zur Eurokrise war Spanien bezüglich Staatsverschuldung ein Musterschüler. Dann jedoch beschloss die Regierung milliardenschwere Konjunkturpakete und brachte damit den Staatshaushalt in Schieflage. Von 2007 bis 2014 hat sich die Schuldenquote Spaniens beinahe verdreifacht. Auch danach konnte sie das Land nicht nachhaltig senken.

#### Portugal

Portugal hat das mit dem Rettungsschirm vereinbarte Reformprogramm erfolgreich abgeschlossen. So konnte das Land die Schuldenquote mit Ausnahme von 2020 kontinuierlich senken.

#### Irland

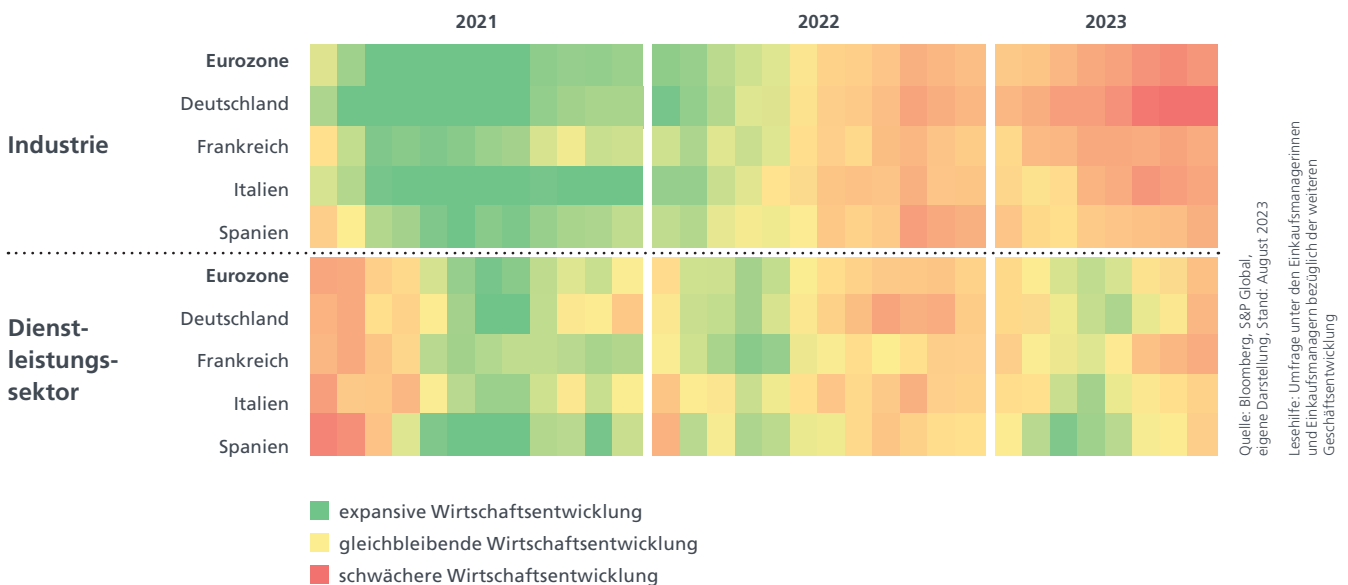
Irland musste 2010 als erstes Euroland gerettet werden. Durch den stark ausgebauten Finanzsektor wurde das Land durch die Finanzkrise stark getroffen. Irland konnte den Rettungsschirm jedoch bereits 2013 wieder verlassen.



## Konjunkturelle Lage trübt sich ein

Die Wirtschaft in der Eurozone schwächt sich ab, innerhalb der Eurozone divergiert die wirtschaftliche Entwicklung jedoch teilweise deutlich. Deutschland als exportorientiertes Land mit einer starken Industrie leidet besonders unter der globalen Abkühlung. Die grösste Volkswirtschaft in der Eurozone fällt daher zurzeit als Konjunkturlokomotive weg. Besser geht es beispielsweise Spanien, das bereits vor dem Krieg wenig von russischem Gas abhängig war. Zudem profitierte das Land von der Rückkehr des internationalen Tourismus. Hinzu kommt, dass die Inflation in Spanien verhältnismässig tief ist.

### Einkaufsmanagerindex der vier grössten Volkswirtschaften der Eurozone



### Was können Anlegerinnen und Anleger tun?

Die europäischen Aktienmärkte setzen sich zu einem grossen Teil aus exportorientierten Industrieunternehmen zusammen. Daher sind sie eher zyklisch und reagieren entsprechend stark auf konjunkturelle Schwankungen. In einer wirtschaftlichen Abkühlung, wie wir sie zurzeit erleben, geraten wirtschaftssensitive Aktienmärkte tendenziell stärker unter Druck. Allerdings profitieren sie dann auch mehr vom darauffolgenden Aufschwung. Daher sollte man auch in Zeiten einer konjunkturellen Abkühlung nicht auf europäische Aktien im Depot verzichten. Wichtig ist es jedoch, auf Unternehmen zu setzen, die über ein überzeugendes und robustes Geschäftsmodell verfügen, das über den gesamten Konjunkturzyklus einen Mehrwert generiert.

### Talsole noch nicht erreicht

Entscheidend für die wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone ist die Frage, ob das verarbeitende Gewerbe die Talsole erreicht, bevor sich der Abschwung auf den Dienstleistungssektor ausweitet. Unternehmensbefragungen zeigen, dass die Industrie im dritten Quartal geschrumpft ist, jedoch hat sich der Abschwung nicht mehr weiter beschleunigt. Dies deutet darauf hin, dass sich die Industrie in der Eurozone dem Tiefpunkt nähert. Allerdings mehren sich in jüngster Zeit die Anzeichen, dass sich die Abkühlung allmählich auf den Dienstleistungssektor ausweitet. Erstmals rechneten Unternehmen im Dienstleistungssektor im August mit einem Rückgang bei der Geschäftstätigkeit. Für die kommenden Monate ist nicht zuletzt entscheidend, dass es im Winter zu keinem erneuten starken Anstieg der Energiepreise kommt.

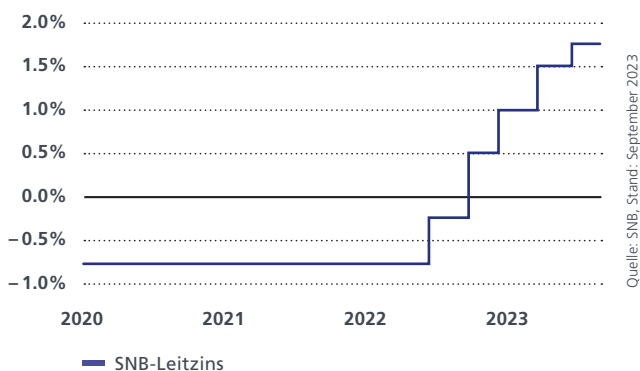
# Der Weg der Zinsen in die Wirtschaft

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat ihren Leitzins seit Juni 2022 innert eines Jahres von  $-0.75\%$  auf  $1.75\%$  angehoben. Nun dürfte der Zinserhöhungszyklus in der Schweiz abgeschlossen sein. Bis sich die volle Wirkung der Zinserhöhungen in der Wirtschaft zeigt, wird es jedoch noch einige Monate dauern. Über welche Wege wirken die Zinsen?

Autoren **Patrick Häfeli und Céline Koster**

**Mit** den Leitzinserhöhungen will die SNB die erhöhte Inflation bekämpfen. Die Zinsen wirken dabei aber nicht direkt auf das Preisniveau, sondern indirekt über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Damit die Preise nicht mehr weiter steigen, muss in erster Linie die Wirtschaft abkühlen. Lässt die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen nach, können Unternehmen höhere Preise nicht mehr am Markt durchsetzen. Genau dies bewirkt die SNB, wenn sie ihren Leitzins erhöht. Vereinfacht lässt sich sagen: Höhere Zinsen machen Kredite teurer und Sparen attraktiver, so dass folglich weniger Geld ausgegeben wird. Allerdings erreichen die Zinsen die verschiedenen Wirtschaftsbereiche und -sektoren über ganz unterschiedliche Wege. In der Schweiz dominieren dabei die Psychologie, der Hypothekarmarkt und die Investitionen. Über diese Wege beeinflussen die Zinsen nicht nur verschiedene Wirtschaftsbereiche, sie entfalten ihre Wirkung auch unterschiedlich schnell.

## SNB-Leitzins innert eines Jahres um 2.5-Prozentpunkte gestiegen



## Was bedeuten höhere Zinsen für Ihr Depot?

### Aktien

In Zeiten steigender Zinsen geraten Wachstumsaktien normalerweise stärker unter Druck. Dies sind Aktien, bei denen ein Grossteil des Wertes auf künftigen Gewinnen beruht. Dies ist beispielsweise häufig bei Technologieaktien der Fall. Mit steigenden Zinsen nehmen die Kapitalkosten der Unternehmen zu. Gleichzeitig sind ihre zukünftigen Gewinne heute weniger wert. Daher schneiden bei steigenden oder hohen Zinsen oftmals Substanzwerte, die bereits heute eine gute Marktstellung haben und hohe Gewinne erzeugen, besser ab.

### Obligationen

Die steigenden Zinsen sorgen bei bestehenden Obligationen für vorübergehende Wertverluste, da neu emittierte Obligationen einen höheren Coupon abwerfen als die bereits bestehenden. Allerdings nähern sich die Obligationenpreise gegen Laufzeiten wieder dem Rückzahlungspreis von 100% an. Die bei Obligationenverfall zurückbezahlten Erlöse können dann wieder zu einem höheren Zinssatz angelegt werden.

# Hypothekarzinsen belasten Bautätigkeit und Kaufkraft

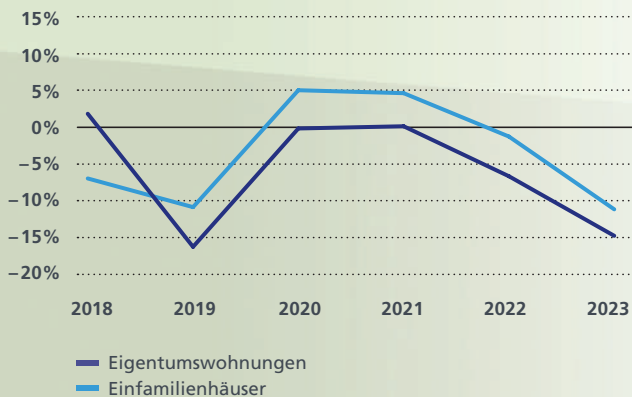
Steigen die Leitzinsen, verteuern sich die Hypotheken. Damit steigen die Kosten für Bauinvestitionen. In der Regel geht daher in Zeiten steigender Zinsen die Bautätigkeit zurück oder steigt weniger stark an. Aufgrund der Planungsdauer von Um- und Neubauten dauert es jedoch einige Monate, bis sich die steigenden Zinsen in der Bautätigkeit niederschlagen. Die tiefere Bautätigkeit belastet den Bausektor, aber auch Sektoren, die diesen beliefern.

Steigende Hypothekarzinsen verteuern die Lebenshaltungskosten und führen dazu, dass weniger Geld für den privaten Konsum übrigbleibt. Dies betrifft insbesondere Haushalte mit Wohneigentum. Haushalte, die eine SARON-Hypothek abgeschlossen haben, spüren den Effekt steigender Hypothekarzinsen unmittelbar, da sich der SARON direkt am Leitzins orientiert. Haushalte mit einer Festhypothek bemerken den Effekt erst bei der Hypotheken-Verlängerung im Portemonnaie. Von den steigenden Zinsen sind aber nicht nur Personen mit Wohneigentum betroffen. Denn über den Referenzzinssatz schlagen Veränderungen auch auf die Mieten durch. Der Referenzzinssatz orientiert sich an den durchschnittlichen Hypothekarzinsen und berechtigt Vermietende bei steigenden Hypothekarzinsen, die Mietzinsen zu erhöhen. Damit steigen mit der Zeit sowohl die Kosten für Wohneigentum als auch die Mietkosten. Dadurch erreichen steigende Zinsen auch den Dienstleistungssektor. Viele Haushalte mit einer Festhypothek profitieren jedoch zurzeit noch von den tiefen Hypothekarzinsen der letzten Jahre, so dass es mehrere Jahre hoher Zinsen benötigt, bis sich die steigenden Zinsen durch den gesamten Hypothekarmarkt gearbeitet haben.



## Baubewilligungen gehen deutlich zurück

Anzahl Baubewilligungen gegenüber Vorjahr



Quelle: Wüest Geoinfo, Wüest Partner, DocuMedia, Stand: Juni 2023

## Steigende Zinsen belasten Investitionen

Steigende Leitzinsen erhöhen nicht nur die Hypothekarzinsen – auch andere Kreditformen und Anleihen werden teurer. Für grössere Investitionen nehmen Unternehmen oftmals Geld bei Banken oder am Kapitalmarkt auf. Müssen sie dafür mehr bezahlen, sind Investitionen weniger profitabel. Folglich werden weniger Investitionen realisiert. Verstärkt wird der Rückgang der Investitionen durch psychologische Effekte. Erwarten die Unternehmen einen Rückgang der Nachfrage, werden Investitionen möglicherweise aufgeschoben, bis sich die wirtschaftlichen Aussichten verbessern. Besonders betroffen davon sind kapitalintensive Branchen, aber auch zyklische Branchen, wie man sie in der Industrie findet. Die rückläufigen Investitionen betreffen aber nicht nur Hersteller von Investitionsgütern, sondern auch deren Zulieferer sowie Rohstofflieferanten. So frisst sich die rückläufige Nachfrage nach Investitionsgütern mit der Zeit durch den gesamten Produktionszyklus.



# Psychologie spielt eine entscheidende Rolle

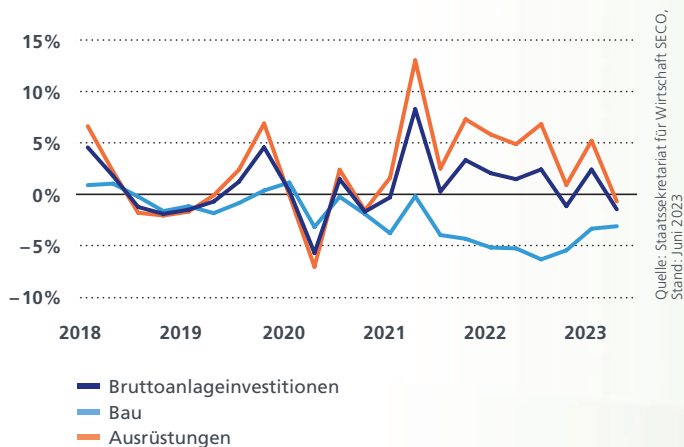
Erhöht die SNB ihre Zinsen, signalisiert sie damit, dass sie die Wirtschaft abbremsen will. Andere Wirtschaftsteilnehmende nehmen diese Signale auf und richten ihr Handeln darauf aus. So bereiten sich beispielsweise Unternehmen aus konjunktursensitiven Sektoren darauf vor, dass in Zukunft weniger neue Aufträge eingehen werden. Entsprechend werden sie bei ihrer Personalplanung, aber auch bei allfälligen Investitionen und beim Lageraufbau vorsichtiger. Auch die Konsumenten werden vorsichtiger und halten sich mit grösseren Anschaffungen zurück. Aus Angst vor einem wirtschaftlichen Einbruch oder einem Jobverlust konsumieren Haushalte in wirtschaftlich unsicheren Zeiten weniger und bilden dafür zusätzliche Ersparnisse. Über psychologische Effekte kommen Zinserhöhungen schnell in der Wirtschaft an. Erste Effekte zeigen sich oft bereits vor der effektiven Zinserhöhung, nämlich dann, wenn eine Zinserhöhung erwartet wird. Mit der Zeit richten sich immer mehr Wirtschaftsakteure darauf aus. Dies geschieht jedoch nur, wenn die Zentralbank ein hohes Vertrauen in der Wirtschaft und der Bevölkerung genießt. In der Schweiz ist dies der Fall. Zurzeit begrenzt die gute Lage auf dem Arbeitsmarkt die Auswirkungen psychologischer Effekte auf den privaten Konsum.

Illustration: Patrick Oberholzer



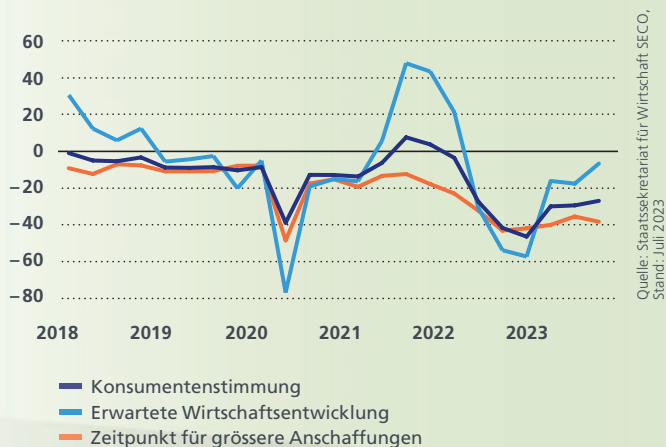
## Investitionen unter Druck

reale Investitionen, saisonbereinigt, gegenüber Vorjahr



## Konsumentinnen und Konsumenten sind zurzeit zurückhaltend

Index der Konsumentenstimmung



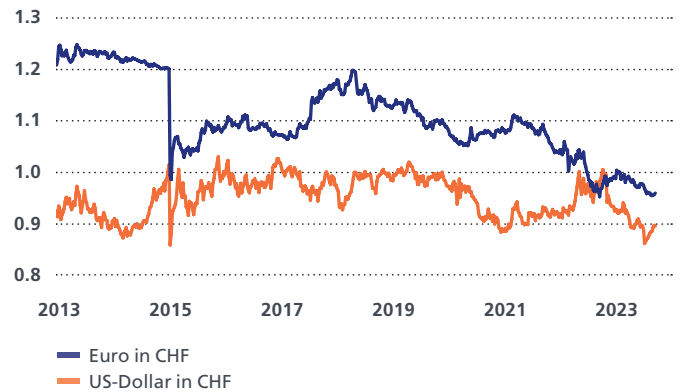


# Schweizer Franken erstarkt auf Jahressicht

**Der US-Dollar verlor Anfang Juli gegenüber dem Franken innert kurzer Zeit fast 5% an Wert. Auf Jahresbasis fällt das Minus beim US-Dollar wie auch beim Euro mit 3% zum Franken nicht ganz so deutlich aus.**

Ein besonderer Auslöser für diese überdurchschnittlich starke Bewegung beim US-Dollar war nicht offensichtlich zu erkennen. Das nahende Ende der Leitzinserhöhungen der US-Notenbank Fed belastete den US-Dollar. Das allein erklärt den Kurssturz des Greenback aber nicht. In der Zwischenzeit hat sich der US-Dollar daher wieder erholt und das alte Wechselkursniveau erreicht. Der Euro hat seinen Kriechgang zum Franken fortgesetzt und weiter an Wert verloren. Knapp über der Marke von 95 Rappen konnte sich die Gemeinschaftswährung im August stabilisieren. Die Spuren der sich abkühlenden Wirtschaft setzen dem Euro jedoch Grenzen.

**Euro und US-Dollar notieren im aktuellen Jahr tiefer**  
Kursentwicklung von Euro und US-Dollar zum Franken

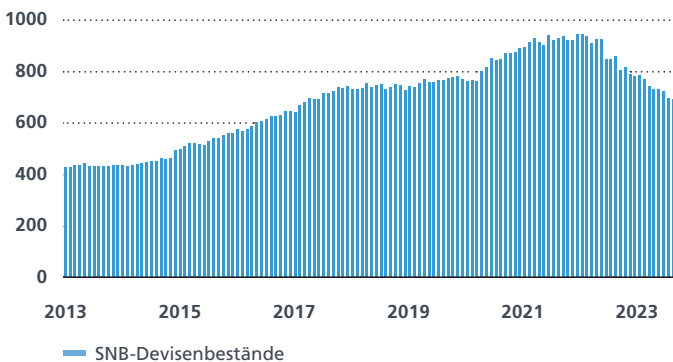


\* Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es besteht ein Wechselkursrisiko.

Quelle: Bloomberg, Stand: 22.09.2023\*

# SNB-Währungspolitik stärkt den Franken

**Devisenreserven der SNB seit letztem Jahr sinkend**  
Fremdwährungsbestände ausgewiesen in Milliarden CHF



Quelle: Bloomberg, Stand: 22.09.2023\*

\* Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es besteht ein Wechselkursrisiko.

Die Fremdwährungsbestände der Nationalbank erreichten im Vorjahr einen neuen Höchstwert von umgerechnet 947 Milliarden Franken. Seit der zweiten Jahreshälfte 2022 hat die SNB nun aber im grösseren Stil Devisen verkauft und ist damit als Franken-Käuferin aufgetreten. Dadurch vermindert die SNB die importierte Inflation und reduziert gleichzeitig die Liquidität in der Schweizer Wirtschaft. Im Umfeld eines erhöhten Inflationsdrucks kann beides geldpolitisch gut begründet werden. Die Schweizer Inflation befindet sich unterdessen im Zielband der SNB. Allerdings bleibt der Inflationsdruck bestehen. Damit dürfte auch die Bereitschaft der SNB, weitere Devisenverkäufe zu tätigen, bestehen bleiben.



Autor

**Daniel Wachter**  
Senior Strategeanalyst

# Konsolidierungsmodus geht weiter

Die Aktienmärkte weltweit befanden sich im September weitestgehend in einem Seitwärtsmodus. Inflationssorgen rückten zeitweise wieder in den Fokus – und damit die Zentralbanken mit ihren geldpolitischen Entscheiden. Wir bleiben in unserer Sektorenallokation weiterhin defensiv ausgerichtet.

**Im** September bewegten sich die Aktienmärkte weiterhin in einem Seitwärtstrend. Im Fokus standen die Zinsentscheide von EZB, Fed und SNB. Während die EZB ihre Leitzinsen erneut erhöhte, belassen die US-Notenbank Fed und die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren Leitzins unverändert. Die Aktienmärkte reagierten nach dem US-Zinsentscheid verhalten. Aufgrund des angestiegenen Erdölpreises rückten wieder Inflationssorgen in den Vordergrund und schürten Ängste, wonach die Zinsen doch länger als erwartet auf dem hohen Niveau bleiben könnten. Im Blickfeld bleibt auch die konjunkturelle Entwicklung, die weiterhin schwächelt. Das Umfeld für die Aktienmärkte dürfte deshalb anhaltend herausfordernd bleiben.

## Sektorenallokation positiv

Unsere Sektorenauflistung lieferte im September einen positiven Beitrag. Insbesondere das Untergewicht im Technologiesektor und im Industriesektor trugen dazu bei. Vor allem die schwächere Entwicklung der Tech-Schwergewichte Apple und Nvidia, die in der ersten Jahreshälfte noch deutlich zugelegt hatten, belasteten den Technologiesektor. Im Industriesektor macht sich zunehmend die wirtschaftliche Abkühlung bemerkbar. Ebenfalls leicht positiv war das Übergewicht im Gesundheitssektor. Stärkste Branche im September war der Energiesektor, der vom angestiegenen Erdölpreis Rückenwind erhielt.

## Weiter defensiv ausgerichtet

Auch im Oktober nehmen wir keine Veränderung an unserer Sektorenallokation vor und sind damit weiterhin defensiv aufgestellt. Die Sektoren Gesundheit und Nichtzyklischer Konsum, die beide defensive Eigenschaften aufweisen, werden weiterhin Übergewichtet. Untergewichtet sind wir hingegen bei den beiden zyklischen Branchen

Technologie und Industrie. Die Bewertungen im Technologiesektor sehen wir nach den Kursanstiegen in der ersten Jahreshälfte weiterhin als zu hoch, dazu kommen die weiterhin hohen US-Zinsen, die belasten. Die wirtschaftliche Abkühlung dürfte sich im Industriesektor in weiteren rückläufigen Auftrageingängen bemerkbar machen. Der Gesundheitssektor verfügt hingegen über attraktive konjunkturunabhängige Wachstumsaussichten. Unternehmen aus dem Sektor Nichtzyklischer Konsum bevorzugen wir, da sie über widerstandsfähige und stabile Geschäftsmodelle verfügen und oftmals eine hohe Preissetzungsmacht aufweisen.

## Sektorenallokation

|  |                        |
|--|------------------------|
|  | Energie                |
|  | Grundstoffe            |
|  | Industrie              |
|  | Zyklischer Konsum      |
|  | Nichtzyklischer Konsum |
|  | Gesundheit             |
|  | Finanzen               |
|  | Technologie            |
|  | Kommunikationsdienste  |
|  | Versorger              |
|  | Immobilien             |

■ Übergewichten ■ Neutral ■ Untergewichten

Quelle: Eigene Darstellung



Autorin

**Angela Truniger**  
Finanzanalystin

# Aktivität auf dem Immobilienmarkt geht zurück

In den Transaktionspreisen zeigen sich die höheren Zinsen erst langsam. Allerdings haben sie im Schweizer Immobilienmarkt bereits deutliche Spuren hinterlassen. Wo sieht man schon Effekte der höheren Zinsen?

**Die** Transaktionspreise für Eigentumswohnungen sind im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 3.4% gestiegen. Damit hat sich die Preisdynamik zwar abgeschwächt, zeigt sich aber angesichts der gestiegenen Finanzierungskosten robust. Auch die Preise für Einfamilienhäuser haben mit einem Plus von 1.2% weiter zugelegt. Nichtsdestotrotz zeigen sich die Auswirkungen der Zinserhöhungen bereits deutlich im Immobilienmarkt.

## Transaktionspreise nähern sich Angebotspreisen an

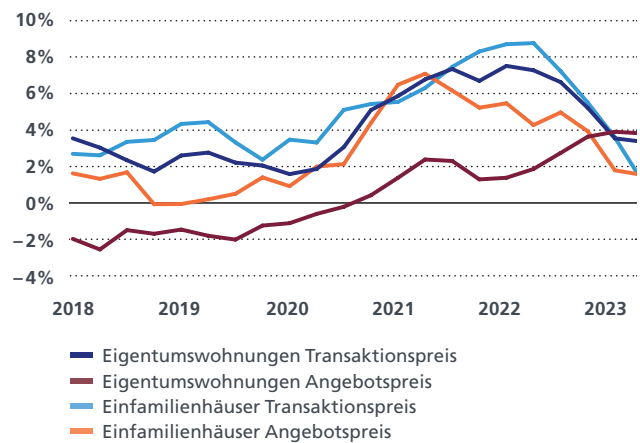
Die Auswirkungen der Zinsen sieht man beispielsweise daran, dass die Angebots- und die Transaktionspreise mittlerweile wieder im Gleichschritt steigen. Noch vor wenigen Monaten haben sich die Interessentinnen und Interessenten gegenseitig überboten, so dass die Wohnungen und Häuser zum Teil deutlich über dem Angebotspreis verkauft wurden. Nun ist die potenzielle Käuferschaft kleiner geworden und nicht mehr bereit, jeden Preis zu bezahlen, so dass die Objekte meist nahe dem Angebotspreis verkauft werden. Allerdings ist die Nachfrage nicht weggebrochen, so dass die Transaktionspreise im Regelfall auch nicht viel unter den Angebotspreisen liegen.

## Aktivität auf dem Immobilienmarkt lässt nach

Obwohl zuletzt mehr Häuser und Eigentumswohnungen auf dem Markt angeboten wurden, haben weniger Objekte einen Käufer oder eine Käuferin gefunden. Dies zeigt, dass Kaufinteressierte kritischer wurden und sich genauer fragen, ob ein Objekt alle Ansprüche erfüllt. Auf der anderen Seite stehen die Verkaufenden häufig nicht unter Zeitdruck und sind daher nicht bereit, allzu stark von ihren Preisvorstellungen abzuweichen. Diese Kombination führt dazu, dass sich Käuferschaft und Verkaufende zurzeit in weniger Fällen finden und folglich der Verkaufsprozess länger dauert.

## Transaktionspreise orientieren sich wieder mehr an Angebotspreisen

Transaktions- und Angebotspreise im Vergleich zum Vorjahr



Quelle: SNB, Wüest Partner, Stand: 2. Quartal 2023\*

Lesehilfe: Angebotspreise sind inserierte Preise, während Transaktionspreise die tatsächlich bezahlten Preise sind.

\* Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es besteht ein Wechselkursrisiko.

## Bautätigkeit geht weiter zurück

Auch bei der Neubautätigkeit haben die höheren Zinsen bereits ihre Spuren hinterlassen. Sowohl bei den Eigentumswohnungen als auch bei den Einfamilienhäusern sind zuletzt schweizweit deutlich weniger Baubewilligungen erteilt worden. Dies bedeutet, dass die Pipeline mit Blick auf neue Wohnungen dünn ist. Angebotsseitig ist daher in nächster Zeit nicht mit neuen Impulsen zu rechnen.



Autorin

**Céline Koster**  
Strategeanalystin

# Positive Impulse sind Mangelware

Das grosse Bild ist gemischt. Besser lässt sich die aktuelle Lage nicht umschreiben. Während von der Inflation und der Geldpolitik grundsätzlich aufmunternde Signale für die Aktienmärkte kommen, ist die Weltwirtschaft ein kritischer Faktor.

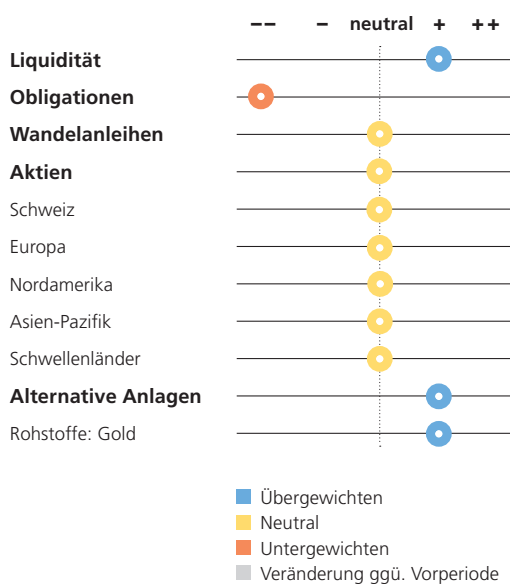
**Die** Aktienmärkte werden weiterhin von einer Dreierseilschaft aus Inflationsentwicklung, Konjunkturaussichten und Geldpolitik vor sich hergetrieben. Von zwei der drei Faktoren gibt es eher positive Meldungen. Die Inflation ist auf gutem Weg und sank in den letzten Monaten kontinuierlich. Der Trend stimmt, aber die effektive Höhe der Inflation ist nach wie vor kritisch. Im September ist der Ölpreis angestiegen, was die Inflationsrate zumindest temporär wieder nach oben drücken wird. Das könnte die Psychologie belasten. Auch auf dem richtigen Weg, aber noch nicht am Ziel, ist die Kerninflation. Diese hält sich wegen Zweitrundeneffekten und einer soliden Lage am Arbeitsmarkt hartnäckig hoch und könnte die Notenbanken auf den Plan rufen. Hier liegt die Betonung allerdings auf «könnte». Wir sind der Meinung, dass die Notenbanken nun den Zinsgipfel erklommen haben und es keine weiteren Zinserhöhungen mehr geben wird. Besonders dieser Aspekt ist positiv für die Aktienmärkte.

## Unsicherheit Konjunktur

Trotz aufbauenden Signalen von Seiten Geldpolitik und Inflation haben wir uns dafür entschieden, die Allokation unverändert zu belassen und den Risiken weiterhin erhöhte Beachtung zu schenken. Dies, weil die Unsicherheit bei der Inflation und der Geldpolitik eher hoch ist. Aber vor allem auch, weil die Konjunkturdaten eher auf der schwachen Seite ausfallen und die Talsohle gerade im internationalen Handel noch nicht erreicht ist. Die vorausschauenden Indikatoren aus der Eurozone, den USA und der Schweiz signalisieren weiterhin eine Abschwächung. Chinas Wirt-

schaft durchläuft eine konjunkturelle und strukturelle Schwächephase, weshalb sie die Weltwirtschaft nicht antreiben kann wie in der Vergangenheit. Deshalb kann es an den Aktienmärkten in den kommenden Wochen ungemütlich bleiben, und wir rechnen mit erhöhten Kursauschlägen.

## Unsere Positionierung



Quelle: Eigene Darstellung; das Anlagekomitee hat am 20.09.2023 über die Taktische Allokation entschieden.



Autorin

**Caroline Hilb Paraskevopoulos**  
Leiterin Anlagestrategie und Analyse

# Digitales und Details im Blick



Schön, wenn Werte wachsen. Für dieses Ziel arbeiten unsere Beraterinnen und Berater mit den Expertinnen und Experten aus dem Investment Center intensiv zusammen. Lernen Sie in dieser Rubrik die Menschen dahinter kennen – heute im Gespräch: **Daniel Wachter**, Strategeanalyst.

## Welches Börsenereignis hat dich als Währungs- und Rohstoffanalyst während deiner Zeit bei der SGKB beeindruckt?

Zwei Ereignisse bleiben mir speziell in Erinnerung: der 15. Januar 2015, als die SNB das sofortige Ende ihres 1.20-Euro-Mindestkurses verkündete. Und der 20. April 2020, als der Ölpreis für die amerikanische Sorte WTI in den Negativbereich auf –37 US-Dollar pro Fass gefallen ist.

## Digitales oder echtes Gold? (Digitales Gold in Bezug auf die Bezeichnung für Kryptowährungen)

Für meine beiden Götti-Kinder habe ich zu gleichen Frankenbeträgen jeweils Gold und Bitcoin gekauft. Wenn sie volljährig sind, ziehen wir einen Quervergleich, was besser abgeschnitten hat – die sicher verwahrten Goldvreneli oder der Bruchteil des digital gekauften Bitcoins.

## Welches war dein bisher erfolgreichstes Investment?

In Bezug auf die erwähnten Kryptoanlagen ist ein Fazit noch zu früh, und die Würfel sind noch nicht gefallen. Mit den Alphabet- und Apple-Aktien konnte ich am Tech-Boom in den USA teilhaben.

## Welcher Teil deiner Arbeit als Strategeanalyst gefällt dir am besten?

Den «Puls der Finanzmärkte» zu spüren, fasziniert mich sehr. Im Team Anlagestrategie und Analyse fliessen einige Fachbereiche zusammen – wodurch man tagtäglich Einblicke in ein breites Gebiet gewinnt.

## Was gefällt dir am Arbeitsort Zürich besonders gut?

Da ich Städte am Wasser mag, gefällt mir Zürich per se. Die Zugfahrt ins Büro hat genauso ihren Charme – mit Blick auf den Zürich- und den Walensee. Und für mich als Filmliebhaber hat auch unsere SGKB-Niederlassung in Zürich eine Geschichte zu erzählen. Steht hier nun das gläserne «Apollo»-Gebäude, stand früher gleichenorts das «Apollo Cinerama».

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Die Texte genügen nicht allen Vorschriften zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Es besteht kein Verbot für den Ersteller oder für die St.Galler Kantonalbank Deutschland AG, vor bzw. nach Veröffentlichung dieser Unterlagen mit den entsprechenden Finanzinstrumenten zu handeln.

Dieses Dokument enthält lediglich generelle Einschätzungen, welche auf der Grundlage einer fundamentalen sowie technischen Analyse der St.Galler Kantonalbank AG getroffen wurden. Diese Einschätzungen stellen keine Anlageberatung dar. Sie sind insbesondere keine auf die individuellen Verhältnisse des Kunden abgestimmte Handlungsempfehlung. Sie geben lediglich die aktuelle Einschätzung der St.Galler Kantonalbank AG wieder, die auch sehr kurzfristig und ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. Damit ist sie insbesondere nicht als Grundlage für eine mittel- und langfristige Handlungsentscheidung geeignet. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Soweit die im Dokument enthaltenen Daten von Dritten stammen, übernehmen weder die St.Galler Kantonalbank AG noch die St.Galler Kantonalbank Deutschland AG für die Richtigkeit und Vollständigkeit Gewähr, auch wenn sie nur solche Quellen verwenden, die sie für zuverlässig erachten.

Dieses Dokument darf nur mit ausdrücklicher Zustimmung der St.Galler Kantonalbank Deutschland AG vervielfältigt, an Dritte weitergegeben oder verbreitet werden. Dieses Dokument und die hierin enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den Vereinigten Staaten, Großbritannien, Kanada oder Japan, sowie seine Übermittlung an US-Residents und US-Staatsbürger, ist untersagt.

Redaktionsschluss: 21. September 2023

