



Anlageüberblick | September 2023

Der Weg ist steinig

Inhalt

Unsere Einschätzung

Die Hindernisse sind nicht ausgeräumt 3

Unsere Positionierung

Die Risiken bleiben hoch 5

Unsere Prognosen

Die Unwägbarkeiten halten an 7

Herausgeber

Migros Bank AG
Investment Office
Postfach
8010 Zürich

Kontakt

Santosh Brivio, Senior Economist | santosh.brivio@migrosbank.ch
Valentino Guggia, Economist | valentino.guggia@migrosbank.ch

12. September 2023

Disclaimer

Die in dieser Publikation der Migros Bank AG enthaltenen Informationen dienen zu Werbe- und Informationszwecken gemäss Art. 68 des Finanzdienstleistungsgesetzes. Sie sind nicht das Ergebnis einer (unabhängigen) Finanzanalyse. Die darin enthaltenen Informationen begründen weder eine Aufforderung, ein Angebot noch eine Empfehlung zum Kauf und Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Durchführung bestimmter Transaktionen oder zum Abschluss eines anderen Rechtsgeschäftes, sondern haben ausschliesslich beschreibenden, informativen Charakter. Die Informationen stellen weder ein Kotierungsinserat, ein Basisinformationsblatt noch einen Prospekt dar. Insbesondere stellen sie keine persönliche Empfehlung oder Anlageberatung dar. Sie berücksichtigen weder Anlageziele, das bestehende Portfolio noch die Risikobereitschaft oder Risikofähigkeit oder finanzielle Situation oder andere besondere Bedürfnisse des Empfängers. Der Empfänger ist ausdrücklich aufgerufen, seine allfälligen Anlageentscheide auf Grund eigener Abklärungen inklusive Studium der rechtsverbindlichen Basisinformationsblätter und Prospekte oder auf der Informationsbasis einer Anlageberatung zu treffen. Die rechtsverbindlichen Produktdokumentationen sind, sofern diese vorgeschrieben und vom Emittenten bereitgestellt wurden, über <http://www.migrosbank.ch/bib> erhältlich. Die Migros Bank übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit bzw. die Vollständigkeit der vorliegenden Informationen und lehnt jegliche Haftung für allfällige Verluste oder Schäden irgendwelcher Art ab, welche durch den Gebrauch dieser Information entstehen könnten. Die vorliegenden Informationen stellen lediglich eine Momentaufnahme im aufgedruckten Zeitpunkt dar; es erfolgen keine automatischen, regelmässigen Anpassungen.

Unsere Einschätzung:

Die Hindernisse sind nicht ausgeräumt

Die Weltwirtschaft verharrt in einem fragilen Zustand und die Abwärtsrisiken bleiben insbesondere in Europa und China bestehen. Für die USA und die Schweiz ist nach wie vor «nur» mit einem blauen Auge zu rechnen. Insgesamt rechtfertigt die Konjunkturlage weiterhin eine vorsichtige Portfolioausrichtung.

«Dieser Weg wird kein leichter sein, dieser Weg wird steinig und schwer», sang ein bekannter deutscher Sänger einst. Und für die Weltwirtschaft dauert der steinige Weg tatsächlich an. Dieser ist nicht nur beschwerlich, sondern dürfte zudem die konjunkturelle Talsohle noch vor sich haben. So wird sich in der Eurozone die Konjunkturreinübung vorerst weiter fortsetzen. Das Wirtschaftswachstum wird wohl erst im nächsten Jahr wieder Fahrt aufnehmen – und auch das nur äusserst schleppend.

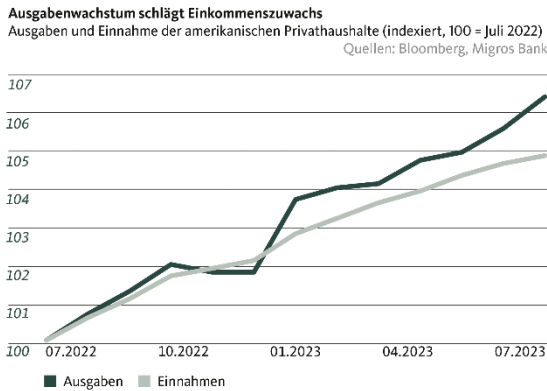
Deutschland wird zum Bremsklotz für die Eurozone

Gebremst wird die Währungsunion bis Ende Jahr insbesondere von Deutschland. Für das Gesamtjahr 2023 droht dem unangefochtenen Schwergewicht der Eurozone ein Rückgang der Wirtschaftsleistung. Dabei kämpft die Bundesrepublik nicht nur mit konjunkturellen Schwierigkeiten – wie etwa der Schwäche der internationalen Nachfrage –, sondern vermehrt auch mit strukturellen Problemen. Die Bürokratie, die Energiewende und der Eindruck einer politischen Richtungslosigkeit trüben zusehends Deutschlands Zukunftsaussichten. So schätzt das Kieler Institut für Weltwirtschaft mittlerweile das deutsche Potenzialwachstum – also jenes Wachstum unter normaler Auslastung von Arbeitskräften und Maschinen – nur noch auf rund 0,4 Prozent pro Jahr. Das ist deutlich tiefer als das realisierte

Wachstum in der Vergangenheit: In den letzten zwanzig Jahren wuchs Deutschlands Wirtschaft durchschnittlich um knapp 2, in den letzten zehn Jahren sogar um über 2,1 Prozent pro Jahr.

Die USA steuern weiterhin auf eine sanfte Landung zu

In den USA mutet der konjunkturelle Weg zwar nicht so steinig an wie in Europa. Im Gegenteil: Bislang verlief der wirtschaftliche Pfad der grössten Volkswirtschaft bemerkenswert hindernisfrei. Der historische Zinsanstieg und die ebenfalls historisch hohe Inflation erwiesen sich bis heute noch nicht als die gefürchteten Stolperfallen. Dennoch wird auch jenseits des Atlantiks der unmittelbare Konjunkturpfad beschwerlicher. Zwar nahm gemäss dem jüngsten Konjunkturbericht der amerikanischen Zentralbank Fed (Beige Book) die wirtschaftliche Aktivität im Juli und im August leicht zu. Gleichzeitig bauen die Privathaushalte jedoch ihre Ersparnisse ab (siehe Grafik) und verschulden sich wieder häufiger und stärker. Damit dürfte die private Konsumnachfrage – der mit Abstand wichtigste Wachstumspfeiler – auf hohem Niveau zu konsolidieren beginnen, was mit einer konjunkturellen Abkühlung einhergeht. Dennoch erachten wir das Rezessionsrisiko weiterhin als sehr bescheiden. Wir halten vielmehr an unserer Einschätzung fest, dass den USA ein wirtschaftliches «Soft Landing» gelingen wird.



Chinas Wirtschaft ist mannigfaltigen Risiken ausgesetzt

Äusserst steinig bleibt hingegen der Konjunkturpfad in China. Zwar vermochte im August ein geringfügiger Anstieg der Konsumentenpreise das Deflationsgespenst zumindest unmittelbar etwas zu verscheuchen. Mit einer Teuerungsrate von lediglich 0,1 Prozent gegenüber dem Vorjahreszeitraum ist die Gefahr eines konsum- und investitionshemmenden Preiszerfalls aber keineswegs gebannt. Zumal bei wichtigen Produktgruppen der Preisabtrieb weiterhin anhält. Die Nahrungsmittel etwa kosteten im August rund 1,7 Prozent weniger als noch vor einem Jahr. Hinzu kommt, dass die gewaltigen und ungelösten Probleme im Immobiliensektor wie ein Damoklesschwert über der chinesischen Wirtschaft schweben. Ein breites und unkontrolliertes Übergreifen auf andere Wirtschaftszweige würde dem chinesischen Wachstum weitere herbe Dämpfer bescheren. Auch wenn Peking alles versucht, um eben genau dies zu verhindern, ist eine solche Entwicklung nach wie vor

nicht ausgeschlossen. Damit bleibt die nicht zuletzt durch einen schwächelnden Aussenhandel angeschlagene Konjunktur weiterhin anfällig. Unmittelbare Lichtblicke sind derzeit kaum auszumachen.

In der Schweiz gewinnt die gefühlte Inflation an Bedeutung

In diesem weltwirtschaftlichen Umfeld ist es nicht verwunderlich, dass auch der Schweizer Konjunkturpfad vorerst durch zahlreiche Hindernisse gesät bleibt. Die wirtschaftliche Stagnation im zweiten Quartal zeigte einmal mehr, dass sich der hiesige Konjunkturverlauf nicht den globalen Gegebenheiten entziehen kann. Um beim Bild zu bleiben: Dass der Weg für die Schweizer Wirtschaft unter diesen Voraussetzungen bald weniger steinig wird, ist in den nächsten Monaten wenig wahrscheinlich. Vielmehr dürfte auch die private Konsumnachfrage tendenziell unter Druck geraten. Denn obschon die offizielle Jahresteuern mit zuletzt 1,6 Prozent moderat ausfällt, sind die gefühlte und die erwartete Inflation um einiges höher. Teilweise happige Preisaufschläge bei den administrierten Preisen und bei den Wohnkosten sorgen für Verunsicherung und dürften sich letztlich in einer leicht zunehmenden Ausgabezurückhaltung niederschlagen. Dennoch erwarten wir die private Konsumnachfrage insgesamt weiter in einer robusten Verfassung, sodass sie massgeblich dafür verantwortlich sein wird, dass die Schweiz eine Rezession vermeiden kann.

Unsere Positionierung:

Die Risiken bleiben hoch

Die Aussichten bleiben weiterhin von Wachstums- und Inflationsrisiken geprägt.

Zum einen sprechen die makroökonomischen Rahmenbedingungen für einen erhöhten Druck auf die Gewinne der Unternehmen. Zum anderen ist das Thema Inflation noch nicht vom Tisch. In letzter Zeit hat sich der Rückgang der Inflation verlangsamt und der Erdölpreis ist deutlich gestiegen.

Wir sind der Ansicht, dass das Ende des Zinsstraffungszyklus der Zentralbanken nah ist, aber deren Aufgabe ist noch nicht erledigt. Nach der Erreichung des Zinsgipfels dürften die Leitzinsen dann für längere Zeit auf hohem Niveau verharren.

Angesichts des risikoreichen Umfelds entschied das Anlagekomitee der Migros Bank, für September keine Anpassung vorzunehmen. Wir erachten ein leicht defensiv ausgerichtetes Portfolio weiterhin als angezeigt.

Taktische Asset Allocation
Leichtes Untergewicht bei Obligationen



Obligationen

Aufgrund der inversen Zinskurve bleibt der Obligationenmarkt herausfordernd. Kurzfristig führt das aktuelle Zinsniveau zu hohen Renditen, während mittlere Laufzeiten zurzeit auf einem verhältnismässig tiefen Zinsniveau aufgrund der Zinssenkungserwartungen verharren. In den USA bleibt die Rendite der zehnjährigen Staatsanleihen über der

4-Prozent-Marke. Sie wird auch längerfristig auf hohem Niveau verbleiben, da das Problem der Erhöhung der Schuldenobergrenze zwar verschoben, aber nicht aufgehoben ist und die Kampagne für die Präsidentschaftswahlen im nächsten Jahr für Unsicherheiten an den Märkten sorgen wird. Hierzulande dämpft die grosse Nachfrage nach den als sichere Anlage wahrgenommenen zehnjährigen Eidgenossen deren Rendite, die sich seit dem Sommeranfang zwischen 0,9 und 1,1 Prozent seitwärts bewegt.

Wir erwarten, dass das Zinsniveau lange Zeit hoch bleiben wird («higher for longer») und gehen nicht von einem deutlichen Rückgang in den nächsten zwölf Monaten aus. An der leichten Untergewichtung der Anlageklasse halten wir fest.

Aktien

Die Diskrepanz zwischen der Entwicklung an den Aktienmärkten und der Konjunktur setzt sich fort: Trotz der allmählichen Abkühlung der Konjunktur notieren die Aktienmärkte auf Jahressicht deutlich im Plus. Am meisten zugelegt hat der amerikanische Index S&P 500 mit mehr als 17 Prozent. Die Hausse ist allerdings nicht sehr breit abgestützt, sie basiert zu grossen Teilen auf der positiven Entwicklung weniger Technologieaktien. Auch der Anstieg der

europäischen Aktienmärkte steht auf wackligen Füßen. Die Perspektiven für die kommenden Monate sind nicht rosig: Die globale Nachfrage schwächelt und die Investitionen werden wegen gestiegener Finanzierungskosten und erschwerter Kreditvergabe zum Teil in die Zukunft verschoben. Zudem dürfte der private Konsum im weiteren Jahresverlauf aufgrund auslaufender Pandemie-Nachholeffekte und anhaltender Belastung der Haushaltbudgets wegen des Preisauftriebs nachlassen.

Das dürfte die Gewinne der Unternehmen unter Druck setzen, was das Korrekturrisiko angesichts teils stolzer Bewertungen erhöht. Dies gilt insbesondere für europäische Titel, für die wir mit der schwächsten konjunkturellen Entwicklung rechnen. Aus diesen Gründen behalten wir das leichte Untergewicht bei den Aktien bei.

Alternative Anlagen

Die internationalen Immobilienmärkte bleiben aufgrund der hohen Zinsen und der tiefen Bauinvestitionen unter Druck. Dies gilt nach wie vor nur bedingt für den Schweizer Immobilienmarkt, der sich – unterstützt durch die anhaltend hohe Nachfrage aufgrund starker Zuwanderung sowie des knappen Angebots – weiter robust zeigt. Wir halten deshalb an Schweizer Immobilien als wichtige Portfoliobeimischung fest. Daneben setzen wir in einem von Unsicherheit geprägten Umfeld nach wie vor auf Gold. Das Edelmetall dürfte vorerst zwar nicht zu neuen Kurshöhenflügen ansetzen, ist als stabilisierendes Portfolioelement jedoch unverzichtbar.

Unsere Prognosen:

Die Unwägbarkeiten halten an

BIP-Wachstum

in % ggü. Vorquartal

	aktuell (2Q23)	3Q23	4Q23
Schweiz	0,0	0,3	0,2
Eurozone	0,1	0,1	0,1
USA (annualisiert)	2,1	1,0	0,5

BIP-Wachstum

in % ggü. Vorjahr

	aktuell (2022)	2023	2024
Schweiz	2,7	0,9	1,4
Eurozone	3,3	0,6	0,9
USA	2,1	1,4	1,0

Konsumentenpreise

in % gg. Vorjahr

	aktuell (12.9.)	in 3M	in 12M
Schweiz	1,6	1,9	1,9
Eurozone	5,3	5,1	3,8
USA	3,2	2,8	2,5

Leitzinsen

in %

	aktuell (12.9.)	in 3M	in 12M
Schweiz	1,75	2,00	2,00
Eurozone	4,25	4,50	4,75
USA	5,50	5,75	4,50

Renditen zehnjähriger Anleihen

in %

	aktuell (12.9.)	in 3M	in 12M
Schweiz	1,1	1,0	1,1
Deutschland	2,6	2,8	2,6
USA	4,3	4,0	4,0

Konsumentenpreise

in % gg. Vorjahr

	aktuell (12.9.)	in 3M	in 12M
Schweiz	1,6	1,9	1,9
Eurozone	5,3	5,1	3,8
USA	3,2	2,8	2,5

Währungen

	aktuell (12.9.)	in 3M	in 12M
EURCHF	0,96	0,95	0,97
EURUSD	1,07	1,04	1,05
USDCHF	0,89	0,90	0,88

Commodities

	aktuell (12.9.)	in 3M	in 12M
Rohöl (Brent) in USD pro Fass	92	95	90
Gold in USD pro Feinunze	1912	1900	1950

Quellen: Bloomberg, Migros Bank

Konjunktur

Vor allem für die Eurozone und für China bleiben die Abwärtsrisiken in den kommenden Monaten bestehen. In den USA wird sich das bemerkenswert robuste Wachstum zu konsolidieren beginnen und die Wirtschaft wird zu einer sanften Landung ansetzen. Eine unmittelbar drohende Rezession erachten wir für die grösste Volkswirtschaft weiterhin als unwahrscheinlich und halten auch an unserer Einschätzung fest, wonach die Schweiz an einer Rezession vorbeischiessen wird.

Inflation

Der Rückzug der Inflationsraten hält insgesamt an. Allerdings fühlen wir uns durch die jüngsten Teuerungsdaten aus der Währungsunion und aus den USA in unserer Skepsis gegenüber der Interpretation des Disinflationstrends bestätigt. Der begünstigende Basiseffekt bei den Energiepreisen kommt angesichts der steigenden Ölnotierungen zum Erliegen und könnte zumindest zeitweilig sogar wieder inflationstreibend wirken. In den USA und in der Währungsunion zeichnet sich damit ein Erreichen der 2-Prozent-Zielmarke weiterhin nicht ab. Diese ist in der Schweiz zwar durchbrochen, doch gilt es hierzulande, das Augenmerk immer mehr auf die gefühlte Inflation zu richten. Diese liegt angesichts happiger Anstiege bei den administrierten Preisen oder den Wohnkosten deutlich über der offiziell gemessenen Rate.

Leitzinsen

Der Zinsgipfel rückt näher. In der Schweiz wird die Schweizerische Nationalbank (SNB) bis Ende Jahr noch einen Zinsschritt um 25 Basispunkte vornehmen und damit ihren Strafzinszyklus abschliessen. Ebenfalls erwarten

wir, dass die amerikanische Fed im weiteren Jahresverlauf eine letzte Erhöhung um 0,25 Prozentpunkte vornimmt. Die Europäische Zentralbank (EZB) hingegen dürfte nach ihrer jüngsten Leitzinserhöhung im laufenden Jahr stillhalten. Angesichts der anhaltend stark überschüssenden Inflation erwarten wir jedoch, dass sie den Straffungszyklus spätestens im nächsten Jahr vorerst fortsetzen wird.

Kapitalmarktzinsen

In den USA bleiben die Kapitalmarktzinsen von Spekulationen über den Fed-Kurs, von Konjunkturerwägungen und nicht zuletzt vom Fahrt aufnehmenden Präsidentschaftswahlkampf geprägt. Weil der Leitzinsgipfel aber bald erreicht sein wird und wir zudem von einem «Soft Landing» der US-Wirtschaft ausgehen, erwarten wir tendenziell einen nachlassenden Druck auf die Kurse der «Treasuries».

In der Eurozone bleibt die angespannte Konjunkturlage eine anhaltende Belastung für die

Anleihekurse. Diese dürfte vorerst noch weiter zunehmen und frühestens gegen den Jahreswechsel hin nachlassen. Dementsprechend erwarten wir erst für das nächste Jahr einen Rückgang der Renditen.

In der Schweiz wird die Eidgenossen-Rendite vorerst von der trüben Konjunkturlage in Europa geprägt. Aufgrund von Safe-Haven-Überlegungen bleiben die Schweizer Papiere auch in den nächsten Monaten gesucht, was die Kurse dementsprechend stützt.

Währungen

Der Euro bleibt gegen den Franken weiterhin unter Druck – eine Annäherung an die Parität zeichnet sich nicht ab. Der US-Dollar hat sich definitiv und deutlich von seinem Tief gelöst. Das weitere Aufwärtspotenzial bleibt aber im gegenwärtigen Konjunkturmilieu vorerst überschaubar.