

Anlageüberblick | Oktober 2023

Das schöne Wetter neigt sich dem Ende zu

Inhalt

Unsere Einschätzung

Abkühlung in Sicht 3

Unsere Positionierung

Im rauer werdenden Umfeld leicht defensiver 5

Unsere Prognosen

Die Aussichten bleiben risikoreich 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

11. Oktober 2023

Autoren

Valentino Guggia (Einschätzung und Prognosen), Michael Birrer (Positionierung)

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:

Abkühlung in Sicht

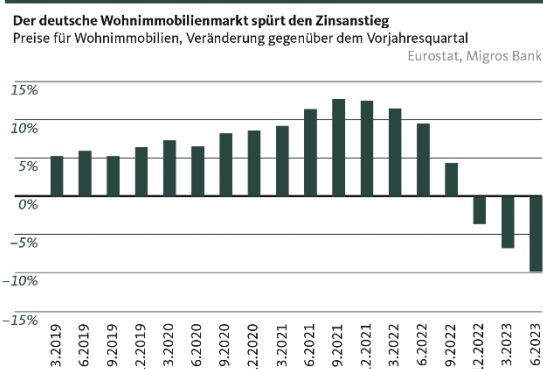
In den nächsten Monaten gehen wir von einem nachlassenden Wirtschaftswachstum aus, aber eine Rezession in der Schweiz und in den USA halten wir für wenig wahrscheinlich. Die geopolitischen Spannungen könnten zu markanten Energiepreissteigerungen führen. In diesem von Unsicherheit geprägten Umfeld fühlen wir uns mit einer leicht defensiv ausgerichteten Allokation wohl.

Die aktuelle globale Konjunktur zeigt eine gewisse Ähnlichkeit mit der Wetterlage in diesem Frühherbst. Es ist viel zu mild und in den letzten Tagen wurden die Temperaturrekorde für den Monat Oktober gebrochen. Es ist klar: Das entspricht nicht der Normalität und eine Abkühlung steht wohl kurz bevor. Ähnlich verhält es sich mit der globalen Konjunktur. In den USA herrscht noch Sonnenschein mit einigen Wölkchen, während in der Eurozone der Himmel schon gänzlich bedeckt ist. In der Schweiz ist es leicht bewölkt. Aber wie beim Wetter steht auch bei der Konjunktur eine Eintrübung kurz bevor: Die Folgen des steilen Anstiegs der Leitzinsen werden das Wirtschaftswachstum in den nächsten Monaten weiter belasten. Zudem sind die geopolitischen Risiken mit dem Angriff der Hamas auf Israel erneut gestiegen. Die Folgen des Angriffs sind noch unklar. Das Hauptrisiko für die westlichen Volkswirtschaften ist ein neuerlicher Anstieg der Inflation infolge potenziell höherer Ölpreise.

Deutschland wird zum Bremsklotz für die Eurozone

Die konjunkturelle Lage in der Eurozone ist bereits eingetrübt. Gemäss den Umfragen bei den Einkaufsmanagern befinden sich sowohl die Industrie als auch der Dienstleistungssektor im Kontraktionsbereich. Die Wirtschaft in den wichtigsten Volkswirtschaften der Währungsunion spürt den globalen Gegenwind. Deutschland ist besonders davon betroffen. Die Schwäche der globalen Nachfrage legt vor

allem den Industriesektor lahm. Zudem lässt der private Konsum aufgrund des hohen Kaufkraftverlusts deutlich nach. Die Kaufzurückhaltung prägt auch den Immobiliensektor (siehe Grafik). Infolge der drastisch gestiegenen Finanzierungskosten ist die Nachfrage nach Wohneigentum eingebrochen, die Hauspreise haben deutlich korrigiert und die Baubewilligungen befinden sich im freien Fall.



Die USA steuern weiterhin auf eine sanfte Landung zu

In den USA ist das konjunkturelle Wetter nicht ganz so bewölkt wie in Europa. Die Folgen des steilen Zinsanstiegs haben noch nicht derart tiefe Bremsspuren in der realwirtschaftlichen Entwicklung hinterlassen wie in der Eurozone. Zentraler Wachstumspfeiler der bis dato erstaunlich robusten US-Konjunktur ist der private Konsum. Dieser wird nicht zuletzt gestützt vom noch immer heisslaufenden Arbeitsmarkt. Die tiefe Arbeitslosigkeit und das überdurchschnittliche Lohnwachstum stützen die Einkommen der privaten Haushalte und

fördern die Konsumlust. Im weiteren Jahresverlauf erwarten wir eine Abschwächung: Die Privathaushalte bauen ihre während der Pandemie angesammelten Ersparnisse ab und verschulden sich zunehmend. Die Unternehmen sehen sich mit schärferen Kreditvergabebedingungen und erhöhtem Margendruck aufgrund der anziehenden Lohnkosten konfrontiert. Eine Abkühlung der Konjunktur in den nächsten Quartalen scheint unvermeidbar. Dennoch erachten wir das Rezessionsrisiko weiterhin als sehr bescheiden. Wir halten an unserer Einschätzung fest, dass den USA ein wirtschaftliches «Soft Landing» gelingen wird.

Chinas Wirtschaft stabilisiert sich – Immobilienmarkt bleibt das Sorgenkind

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 der Vorjahresperiode 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. Im August kamen auch positive Impulse aus dem Detailhandel und der Industrieproduktion. Von einem wirklichen Neustart kann jedoch nicht die Rede sein. 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.

Die Schweiz wird eine Rezession vermeiden

Als kleine offene Volkswirtschaft kann sich die Schweiz der globalen Konjunkturabkühlung nicht entziehen. Das zweite Halbjahr bleibt herausfordernd und die Vorlaufindikatoren deuten auf eine weitere Eintrübung der konjunkturellen Lage hin. Die Industrie bleibt aufgrund sinkender Produktion und ausbleibender Neuaufträge unter Druck. Für die nächsten Monate ist nicht von einer Besserung auszugehen: Die Kapazitätsauslastung der Industrie bleibt infolge der schwachen Auslandnachfrage und der tiefen Investitionsbereitschaft der Schweizer Unternehmen unterdurchschnittlich. Ausserdem dürfte der private Konsum vermehrt unter Druck geraten. In den beiden vergangenen Jahren sind die Realeinkommen der schweizerischen Haushalte gesunken. Im laufenden Jahr dürften die Reallohne wieder leicht zulegen, aber es wird bei weitem nicht reichen, um den erlittenen Kaufkraftverlust zu kompensieren. Dennoch bleibt der Privatkonsum eine wichtige Stütze des Schweizer Wirtschaftswachstums und seine Robustheit wird massgeblich dazu beitragen, dass die Schweiz eine Rezession vermeiden kann.

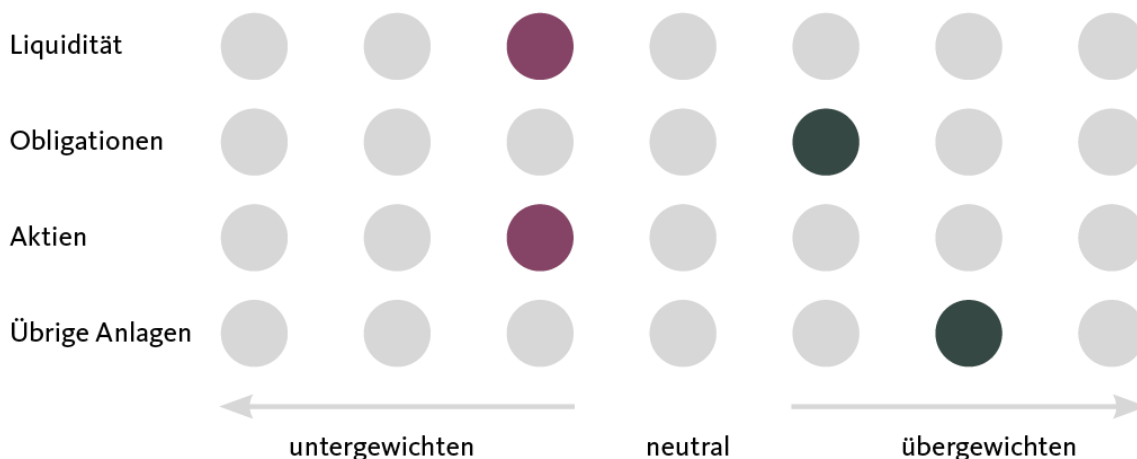
Unsere Positionierung:

Im rauer werdenden Umfeld leicht defensiver

Angesichts der anhaltenden Wachstumsverlangsamung infolge der weiter gestiegenen Zinsen sowie der nach wie vor vorhandenen Inflationsrisiken richten wir unsere taktische Allokation etwas defensiver aus. Wir reduzieren die Aktienquote in der Region Nordamerika um zwei Prozentpunkte zugunsten unserer Cash-Bestände und erhöhen Schweizer-Franken-Obligationen zulasten der hohen taktischen Goldbestände.

Taktische Ausrichtung Oktober 2023

Leichtes Übergewicht bei der Obligationen



Obligationen

Die meisten Zentralbanken dürften den Zinsgipfel erreicht haben und die Leitzinsen bis tief ins kommende Jahr auf hohem Niveau belassen. In Kombination mit der laufenden Bilanzabschmelzung und den politischen Unsicherheiten spricht das für auf absehbare Zeit auf hohem Niveau verharrende Zinsen. Wir nutzen das günstige Zinsumfeld, um unsere Obligationenbestände in Schweizer Franken um zwei Prozentpunkte auszubauen. Insgesamt setzen wir damit auf ein leichtes taktisches Übergewicht bei den Obligationen.

Aktien

Die Aktienmärkte sind infolge der Aussicht auf längerfristig hohe Zinsen etwas unter Druck gekommen. Der nachlassende Konsum dürfte in den kommenden Monaten zudem Gewinne und Margen der Unternehmen vermehrt belasten. Das stellt insbesondere für den vergleichsweise teuer bewerteten nordamerikanischen Aktienmarkt eine Belastungsprobe dar. Wir reduzieren deshalb das Gewicht bei den Aktien Nordamerika um zwei Prozentpunkte zugunsten der Liquidität, um dem Portfolio mehr Stabilität zu verleihen. Nach wie vor setzen wir im von erhöhter

Unsicherheit geprägten Umfeld auf defensive Titel und ein Übergewicht im Heimmarkt Schweiz.

Alternative Anlagen

Nachdem sich der Goldpreis lange relativ unbeeindruckt von den steigenden Zinsen gezeigt hat, ist er jüngst etwas unter Druck geraten. Die Aussicht auf eine längerdauernde Phase hoher Zinsen schmälert die Attraktivität des Edelmetalls genauso wie der erstarkte Dollar. Wir sehen derzeit wenig Aufwärtspotenzial für den Goldpreis. Deshalb bauen wir unser ausgeprägtes taktisches Übergewicht zugunsten der Obligationen um zwei Prozentpunkte ab. In Anbetracht der weiterhin vorhandenen Wachstums- und Inflationsrisiken setzen wir jedoch nach wie vor auf Gold als wichtiges diversifizierendes Portfolioelement. Auch Immobilien bleiben ein zentraler Baustein unserer Allokation – hier setzen wir insbesondere auf den Schweizer Markt, von dessen Stabilität wir nach wie vor überzeugt sind.

Unsere Prognosen:

Die Aussichten bleiben risikoreich

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	0,5	0,9
USA	2,1	1,4	1,0

Konsumentenpreise

in % gg. Vorjahr

	aktuell (9.10.)	in 3M	in 12M
Schweiz	1,7	1,9	1,8
Eurozone	4,3	3,8	2,7
USA	3,7	2,8	2,5

Leitzinsen

in %

	aktuell (9.10.)	in 3M	in 12M
Schweiz	1,75	1,75	1,75
Eurozone	4,50	4,50	4,50
USA	5,50	5,75	5,75

Renditen zehnjähriger Anleihen

in %

	aktuell (9.10.)	in 3M	in 12M
Schweiz	1,1	1,1	1,1
Deutschland	2,8	2,9	2,7
USA	4,8	4,7	4,3

Währungen

	aktuell (9.10.)	in 3M	in 12M
EURCHF	0.96	0.96	0.97
EURUSD	1.06	1.05	1.05
USDCHF	0.91	0.91	0.92

Commodities

	aktuell (9.10.)	in 3M	in 12M
Rohöl (Brent) in USD pro Fass	86	91	89
Gold in USD pro Feinunze	1861	1825	1750

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 aufgrund der Normalisierung des privaten Konsums abkühlen und die Wirtschaft wird zu einer sanften Landung ansetzen. Eine unmittelbar drohende Rezession erachten wir für die grösste Volkswirtschaft weiterhin als unwahrscheinlich. Gleiches gilt für die Schweizer Wirtschaft. Die jüngste Eskalation des israelisch-palästinensischen Konflikts erhöht die internationalen Spannungen und stellt ein zusätzliches Risiko für die Konjunktur dar.

Inflation

Zwar hält der Rückzug der Inflationsraten insgesamt an, aber die Teuerung in den USA und in der Eurozone liegt nach wie vor weit über dem Zwei-Prozent-Zielwert. In der Schweiz hat die Inflationsrate das obere Band des SNB-Zieles seit Juni nicht mehr übertroffen. Der Basiseffekt bei den Energiepreisen nimmt aufgrund der über den Sommer stark angestiegenen Ölpreise ab und könnte zumindest zeitweilig sogar wieder inflationstreibend wirken. Im weiteren Jahresverlauf könnten die internationalen Spannungen zu einem weiteren Anstieg der Erdölpreise führen. Die Kerninflation geht in allen drei Wirtschaftsräumen weiterhin zurück. Die Verlangsamung des Lohnwachstums vermindert den Kostendruck und trägt zur Disinflation im Dienstleistungsbereich bei. Die schweizerischen Haushalte werden in den nächsten Monaten zahlreiche vorgekündigte Preissteigerungen zu spüren bekommen und die Inflationsrate dürfte deshalb in der Folge vorübergehend über dem SNB-Ziel liegen.

Quellen: Bloomberg, Migros Bank

Leitzinsen

Im September hat die SNB auf einen weiteren Zinsschritt verzichtet. Deshalb gehen wir nun davon aus, dass sie ihren Straffungszyklus abgeschlossen hat. Die vorangekündigten Preissteigerungen in den nächsten Monaten (Mietzinsen sowie Strom, öffentlicher Verkehr und weitere administrierte Preise), die die Inflation vorübergehend anheizen werden, liegen ausserhalb des Einflussbereichs der SNB. Eine weitere Zinserhöhung würde entsprechend kaum die erhoffte Wirkung erzielen.

Auch in der Eurozone ist keine Leitzinserhöhung mehr in Sicht. EZB-Präsidentin Christine Lagarde hat mehrmals betont, dass die nächsten Entscheidungen datenabhängig getroffen werden. Aufgrund der Entspannung bei der Inflation und der eingetrübten Konjunkturaussichten gehen wir davon aus, dass die EZB den Zinsgipfel erreicht hat.

Jenseits des Atlantiks bleibt der Arbeitsmarkt insgesamt in guter Verfassung. Das führt dazu, dass der Konsum vorderhand robust bleibt. Es besteht also durchaus noch ein gewisser Handlungsspielraum für eine weitere abschliessende Leitzinserhöhung des Fed bis Ende Jahr. Wir gehen von keiner Leitzinssenkung in den nächsten zwölf Monaten aus.

Kapitalmarktzinsen

In den USA ist die Rendite der zehnjährigen Staatsanleihen in der zweiten Septemberhälfte bemerkenswert gestiegen und notierte zwischenzeitlich um 4,8 Prozent und damit auf dem höchsten Niveau seit der Finanzkrise 2007/2008. Nach dem letzten Fed-Treffen haben die Marktteilnehmer ihre Hoffnung auf baldige Leitzinssenkungen aufgegeben und akzeptiert, dass der restriktive Fed-Kurs noch eine Zeit lang andauern wird. Zudem wird die Rendite der «Treasuries» von der laufenden Bilanzabschmelzung der US-Notenbank gestützt. Das angespannte politische Umfeld und die steigende Staatsverschuldung tragen wiederum zu höheren Renditen bei.

In der Eurozone bleibt die angespannte

Konjunkturlage eine anhaltende Belastung für die Anleihekurse. Auch die Renditen der deutschen Bundesanleihen sind im September deutlich gestiegen (rund 40 Basispunkte) und notieren auf einem ähnlich hohen Niveau wie bei der Eurokrise. Die eingetrübten Perspektiven dürften zu einem weiteren kurzfristigen Anstieg der Rendite führen 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 und allfällige Renditeanstiege begrenzt.

Währungen

In der zweiten Septemberhälfte hat sich der Euro gegenüber dem Franken aufgewertet. Auslöser dieser Entwicklung waren die unterschiedlichen Zinsentscheidungen der jeweiligen Notenbanken, die zu einer Erweiterung des Zinsdifferentials geführt und die Attraktivität des Euros erhöht haben. Mittlerweile hat der Franken das verlorene Terrain bereits wieder zurückgewonnen. Der Euro wird gegenüber dem Franken aufgrund der eingetrübten Konjunktur und höheren Inflation in der Eurozone weiterhin unter Druck bleiben. Wir gehen von einer Seitwärtsbewegung in den nächsten zwölf Monaten aus – eine Annäherung an die Parität zeichnet sich nicht ab. Der US-Dollar hat sich definitiv und deutlich von seinem Tief im Juli gelöst. Der Greenback profitiert derzeit von der noch immer robusten Konjunktur und der Aussicht auf ein anhaltend hohes Zinsniveau. Allerdings bleibt das weitere Aufwärtspotential aufgrund interner Belastungsfaktoren (Problematik um die Staatsverschuldung, Abkühlung der Konjunktur im Winterhalbjahr) begrenzt. Auch gegenüber dem Dollar dürfte sich der Franken im weiteren Verlauf stabil entwickeln.