



Anlageüberblick | November 2023

Gipfelsturm

Inhalt

Unsere Einschätzung

Trotz Zinsgipfel keine Euphorie 3

Unsere Positionierung

Wir bleiben defensiv ausgerichtet 6

Unsere Prognosen

Angespannter Jahresausklang 8

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

10. November 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:

Trotz Zinsgipfel keine Euphorie

Das aktuelle Konjunktur- und Zinsgeschehen geht im Getöse der Geopolitik unter. Dabei markiert aus Anlagesicht der Zinsgipfel einen langersehnten Meilenstein. Dass darob keine grenzenlose Euphorie ausbricht, liegt nicht nur an der angespannten Weltsicherheitslage.

Das Jahr neigt sich dem Ende entgegen. Und dies unter denkwürdigen Umständen. Mit dem Konflikt im Nahen Osten haben sich die geopolitischen Spannungen noch einmal drastisch verschärft. Sind die Kriegsmeldungen aus der Ukraine nach fast zwei Jahren mittlerweile schon beinahe zur abgestumpften Gewohnheit geworden, rücken mit den Ereignissen in Nahost Tod, Leid und Zerstörung wieder mit voller Wucht in unser Bewusstsein. Dabei bleibt die Lage so verworren wie unübersichtlich. Weder lässt sich die aktuelle Situation akkurat einschätzen, noch ist gegenwärtig eine fundierte Beurteilung der längerfristigen Auswirkungen möglich.

Fakt ist, dass geopolitische Unwägbarkeiten weiterhin eine wichtige Grösse darstellen werden und auch aus einer langfristig orientierten Anlageperspektive nicht ausser Acht gelassen werden sollten. Gleichzeitig gilt es, sich dadurch nicht den Blick auf die kurze Frist trüben zu lassen. Auch in dieser Hinsicht steht der nahende Jahresausklang unter denkwürdigen Vorzeichen.

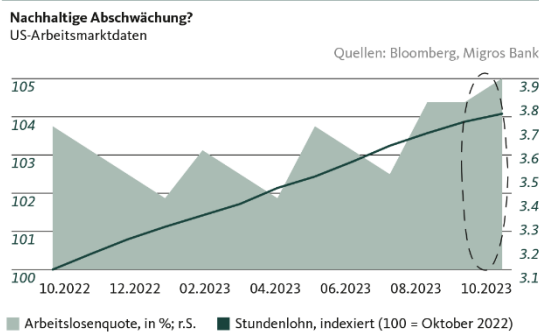
Zumindest in Europa ist die Zinserhöhung abgeschlossen

In erster Linie ist dabei die Erreichung des Zinsgipfels zu nennen. Nach einem historisch raschen und starken Erhöhungszyklus werden die Leitzinsschrauben in weiten Teilen der industrialisierten Welt nicht mehr zusätzlich angezogen. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) legte den Marschhalt nach fünf

Anhebungen um insgesamt 250 Basispunkte ein, die Europäische Zentralbank (EZB) nach zehn Erhöhungsschritten um insgesamt 450 Basispunkte, und die Bank of England (BoE) kam nach sogar 14 Straffungen um 515 Basispunkte zum Stillstand. Angesichts des Inflationsrückgangs auf breiter Front dürfte damit in Europa der Zinsstraffungszyklus abgeschlossen sein.

Noch nicht so eindeutig sieht es diesbezüglich auf der anderen Seite des Atlantiks aus. Zwar liess die US-Notenbank (Fed) anfangs November die Zinsschraube zum zweiten Mal in Folge unangetastet, und Fed-Chef Jerome Powell deutete einen möglichen Verzicht auf weitere Zinserhöhungen an. Gleichzeitig kam der Teuerungsrückgang in den USA aber im Juni zum Erliegen, und die Jahresinflation hat seither wieder von 3,0 auf 3,7 Prozent angezogen. Zudem zeigt sich die US-Konjunktur weiterhin sehr robust bis solide, und ob die zuletzt leicht schwächer ausgefallenen Arbeitsmarktdaten (siehe Grafik) bereits eine Trendwende bei der überhitzten Beschäftigungssituation markieren, muss erst noch abgewartet werden. Es wäre nicht das erste Mal, wenn sich die US-Konjunktur als widerspenstiger als – je nach Sichtweise – erhofft oder befürchtet erweisen sollte. Zumal sich trotz der angespannten Weltlage kein signifikanter Schock für die amerikanische Wirtschaft abzeichnet. Wir haben daher eine leichte Überzeugung, dass die Fed in den nächsten drei

Monaten noch eine letzte Zinserhöhung um 25 Basispunkte vornehmen wird.



Die Zinskurven geraten in den Fokus

Doch letztlich erachten wir die Frage, ob sich die USA ebenfalls bereits auf dem Zinsgipfel oder kurz davor befinden, als nicht mehr so matchentscheidend. Wie die Bondmarkt-Turbulenzen der letzten Woche gezeigt haben, verschiebt sich der Fokus zusehends von der reinen Leitzinsbetrachtung in Richtung (sorgenvollen) Beobachtens der gesamten Zinskurve. Zwar haben sich die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihe mittlerweile wieder um rund 50 Basispunkte von ihrem Oktoberhoch von über 5 Prozent gelöst. Eine nachhaltige Entspannung oder gar eine Rückkehr auf das Zinsniveau von 2021 erachten wir aber als wenig wahrscheinlich. Denn aus strukturellen Gründen – vom Älterwerden der Gesellschaft, über die Deglobalisierungstendenzen bis hin zur Dekarbonisierung der Wirtschaft – dürfte der Inflationsdruck für längere Zeit erhöht bleiben. Gleichzeitig hat die Fed – und etwas zaghafter auch die EZB – ihren Modus Operandi von Bilanzaufblähung auf Bilanzabschmelzung geändert. Anleihen werden unter dem Strich also verkauft und nicht erworben, was dementsprechend den Kursdruck hoch und den Renditerückenwind kräftig hält.

Somit hat sich das von uns immer wieder betonte «Higher for Longer» sowohl in den USA als auch in Europa festgesetzt. Mit all den unliebsamen Begleiterscheinungen, die ein für längere Zeit erhöhtes Kapitalzinsniveau mit sich bringen: Namentlich bleiben die (Re-) Finanzierungsbedingungen für Privathaushalte

und Unternehmen verschärft, und frisch aufgenommene Staatsschulden müssen zu höheren Sätzen verzinst werden – was in den Finanzämtern manch eines Hochschuldenkstaaes für zunehmendes Unwohlsein sorgen dürfte.

Die Konjunkturlage bleibt schwierig

Ein möglicher Ausweg aus dieser wenig erbaulichen Situation ist so simpel wie unrealistisch: Möglichst schnelles und möglichst starkes Wirtschaftswachstum. Damit liesse sich – politischer Wille vorausgesetzt – der Verschuldungsstand abtragen und der Schuldendienst reduzieren. Nur: Danach sieht es nicht ansatzweise aus. Die Eurozone kommt auch über den Jahreswechsel hinaus nicht aus dem Rückwärts- und Kriechgang heraus. Die erneut zugenommenen geopolitischen Risiken haben die Abwärtsrisiken zusätzlich erhöht.

Die US-Konjunktur wiederum zeigt sich zwar bislang von ihrer bemerkenswert widerstandsfähigen Seite. Eine spürbare Wachstumsverlangsamung halten wir aber nur für aufgeschoben und nicht für aufgehoben. Nicht zuletzt auch deshalb, weil zu den vorerhand weiterhin ausbleibenden Aussenwirtschaftsimpulsen auch die schwierige innenpolitische Situation hinzukommt. Diese wird mit der Zuspitzung des Präsidentschaftswahlkampfes zwar das Land nicht lähmen, aber doch für verringerten binnenwirtschaftlichen Stimulus sorgen.

Die Schweiz bleibt eine Konjunktur-Insel

Bleibt zuletzt noch der Blick auf die Schweiz. Und hier kommen wir insbesondere mit Blick auf Europa nicht umhin, einmal mehr unseren Begriff der «Insel der am wenigsten Unglückseligen» zu bemühen. Als kleine und offene Volkswirtschaft können wir uns dem globalwirtschaftlichen Umfeld nicht entziehen, und der konjunkturelle Gegenwind wird sich auch hierzulande noch weiter verschärfen. Wir gehen aber weiterhin davon aus, dass die Schweizer Wirtschaft aufgrund ihrer in weiten Teilen defensiven Struktur und ihrer

fitgetrimmten Unternehmen an einer Rezession vorbeischrannen wird. Kommt hinzu, dass der hiesige Staatshaushalt weiterhin ein verschuldungsmässiger Musterknabe ist und nicht zuletzt auch deshalb zinsmässig nicht vor den gleichen Herausforderungen steht, wie dies anderswo der Fall ist. Denn solange die geopolitischen Unwägbarkeiten anhalten und die Sorgen um mögliche Überschuldungen zumindest nicht kleiner werden, bleibt die Schweiz ein sicherer Kapitalhafen und das Renditeanstiegsniveau entsprechend limitiert.

Ja, das Jahr neigt sich dem Ende entgegen. Im Schatten ebenso brutaler wie tragischer Ereignisse ist dabei fast ein wenig untergegangen, wie sich die Anlagewelt im Vergleich zum Jahresauftakt doch entscheidend geändert hat. Die Inflationsproblematik ist zwar noch nicht verschwunden, befindet sich aber auf dem

Rückzug und ist nicht mehr das allesbeherrschende Thema schlechthin. Die USA werden allen Unkenrufen zum Trotz das laufende Jahr ohne Rezession abschliessen. Und schliesslich ist nach langem Herbeisehnen und vielen enttäuschten Hoffnungen der Zinsgipfel endlich da. In eine euphorische Erleichterung darüber vermag angesichts der vielen neuen und alten Herausforderungen niemand verfallen. Es ist ein Gipfelsturm unter schwierigen Bedingungen.

Unsere Positionierung:

Wir bleiben defensiv ausgerichtet

Die erhöhten Risiken sprechen weiterhin für eine vorsichtige taktische Positionierung. Wir behalten daher die defensive Ausrichtung bei und lassen die Allokation im Vergleich zum Vormonat unverändert.

Das aktuelle Umfeld ist von Risiken geprägt. Neben der Wirtschaftsabkühlung infolge des angestiegenen Zinsniveaus haben die geopolitischen Spannungen nach dem Angriff auf Israel dramatisch zugenommen. Der weitere Verlauf des Konflikts (Ausweitung auf andere Länder im Nahen Osten) und die Folgen (humanitäre Katastrophe, Flüchtlingsströme) sind nur schwer zu prognostizieren. Wohl auch deswegen sind die Auswirkungen an den Finanzmärkten und am Ölmarkt bislang sehr begrenzt. Allerdings ist das Eskalationsrisiko präsent, und unserer Meinung nach gebietet die aktuelle Lage eine gewisse Vorsicht. Deshalb halten wir an unserer defensiv ausgerichteten taktischen Allokation fest und nehmen keine Veränderung im Vergleich zum Vormonat vor.



Obligationen

Die meisten Zentralbanken dürften den Zinsgipfel erreicht haben und die Leitzinsen bis tief ins kommende Jahr auf hohem Niveau belassen. Das für lange Zeit ignorierte «Higher for Longer» wird zusehends an Anleihenmärkten eingepreist. Innerhalb zweier Monate stiegen die Renditen mittel- bis langfristiger US-Staatsanleihen deutlich an. Die Rendite der

10-jährigen Treasuries übertraf vorübergehend die 5%-Marke – zum ersten Mal seit der Finanzkrise 2007/08. Hohe Leitzinsen, Fed-Bilanzabschmelzung, grosses Ausmass an Neuemissionen und die politische Unsicherheit sprechen für ein langhaltend hohes Zinsniveau. Auch in der Eurozone haben die Renditen der Staatsanleihen zwischenzeitlich markant angezogen. Dies schürt die Sorge hinsichtlich der finanziellen Nachhaltigkeit von hochverschuldeten Ländern wie Italien. In der Schweiz bewegt sich die Rendite der Eidgenossen seitwärts in einem engen Korridor. Die hohe Nachfrage als sicherer Hafen dämpft die Rendite.

Aktien

Die Aktienmärkte kamen infolge der Aussicht auf längerfristig hohe Zinsen in der zweiten Oktoberhälfte unter Druck. Nach dem Fed-Entscheid, den Zinsstraffungszyklus für das zweite Mal in Folge zu pausieren, und einer insgesamt besser als erwarteten Berichtssaison kehrte sich der Abwärtstrend um, und die Kursverluste konnten eingedämmt werden. Allerdings sind wir der Ansicht, dass die noch sehr solide private Konsumnachfrage in den USA in naher Zukunft nachlassen wird. Dies dürfte die Gewinne und Margen der Unternehmen vermehrt belasten. Auch in der Eurozone und in der Schweiz gehen wir von einer ähnlichen Dynamik aus. Auf dieser Seite des Atlantiks deuten die konjunkturellen Vorlaufindikatoren auf weiter zunehmenden Gegenwind für die Unternehmen. Nach wie vor setzen wir im von erhöhter Unsicherheit

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

Alternative Anlagen

Aufgrund der verschärften geopolitischen Spannungen stieg der Goldpreis im Oktober kräftig und übertraf für kurze Zeit die Marke von 2000 USD/Unze. Mittelfristig dürfte das Edelmetall etwas unter Druck geraten. Die Aussicht auf eine längerdauernde Phase hoher Zinsen schmälert dessen Attraktivität genauso

wie der nicht mehr ganz so schwache Dollar. 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:

Angespannter Jahresausklang

BIP-Wachstum

in % ggü. Vorquartal

	aktuell (2Q23)	3Q23	4Q23
Schweiz	0,0	0,3	0,2
Eurozone	0,1	-0,1	0,0
USA (annualisiert)	2,1	4,9	2,5

BIP-Wachstum

in % ggü. Vorjahr

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

Konsumentenpreise

in % gg. Vorjahr

	aktuell (6.11.)	in 3M	in 12M
Schweiz	1,7	2,3	1,8
Eurozone	2,9	2,8	2,5
USA	3,7	3,5	2,7

Leitzinsen

in %

	aktuell (6.11.)	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 (6.11.)	in 3M	in 12M
Schweiz	1,2	1,0	1,1
Deutschland	2,7	3,0	2,8
USA	4,6	5,0	4,9

Währungen

	aktuell (6.11.)	in 3M	in 12M
EURCHF	0.96	0.95	0.96
EURUSD	1.07	1.04	1.04
USDCHF	0.90	0.91	0.92

Commodities

	aktuell (6.11.)	in 3M	in 12M
Rohöl (Brent) in USD pro Fass	85	90	89
Gold in USD pro Feinunze	1978	1930	1880

Konjunktur

Die Eurozone-Konjunktur befindet sich im heftigen Gegenwind mit erhöhten Abwärtsrisiken. In den USA läuft der Wirtschaftsmotor zwar noch bemerkenswert rund, wird aber an Drehzahl verlieren, ohne gänzlich zum Stillstand zu kommen. Die Schweizer Wirtschaft kühlt sich weiter ab, schrammt aber an einer Rezession vorbei.

Inflation

Das Inflationsgespenst ist noch nicht gebändigt, hat aber an Schrecken verloren. Kommt es zu keinen Schocks, wird sich die Teuerung in den USA und in der Eurozone auch 2024 nicht mehr erneut anheizen. In der Schweiz ist ab 2024 mit einem leichten Teuerungsschub zu rechnen, der mittelfristige Annäherungstrend an die 2%-Marke bleibt jedoch intakt.

Zinsen

Den Leitzinsgipfel sehen wir für die Schweiz und Eurozone als erreicht. Bezüglich der USA haben wir eine leichte Überzeugung für eine letzte Erhöhung (25 Bps) in den nächsten drei Monaten. Eine baldige Leitzinssenkung erwarten wir für keinen der drei Wirtschaftsräume.

Aufgrund struktureller Gründe und Zentralbankbilanzabschmelzungen erwarten wir am Kapitalmarkt in Europa und den USA ein Festsetzen des «Higher for Longer». Die Schweizer Kapitalmarktzinsen bleiben im gegenwärtigen Umfeld hingegen limitiert.

Währungen

Der Euro bleibt unter Druck und der Schweizer Franken als Fluchtwährung gesucht. Trotz innenpolitischer Turbulenzen hält sich der Dollar gut, ein nachhaltiger Ausbruch nach oben zeichnet sich aber nicht ab.

Quellen: Bloomberg, Migros Bank