



**MAKRO-AUSBLICK
2024**

JANUAR 2024

Vorsichtiger Optimismus

Inhalt

- 03 **Editorial**
Trotz Aufhellungen bleiben Wolken
- 04 **Konjunktur**
Verhaltene Wachstumsaussichten
- 06 **Inflation**
Zurückgedrängt aber nicht besiegt
- 07 **Leitzinsen**
Zentralbanken: Wer kann, wer muss?
- 08 **Zentralbankbilanzen**
Schlankheitskur für die Notenbanken
- 09 **Kapitalmarkt**
Die Zinsen bleiben erhöht
- 12 **Währungen und Rohstoffe**
Die Frankenstärke dauert an
- 13 **Unsere Prognosen**

Trotz Aufhellung bleiben Wolken

Geschätzte Leserin, geschätzter Leser



Erinnern wir uns ein Jahr zurück. Zwei bange Fragen trieben die Konsumenten und Unternehmen um: Geht uns allen bald die Energie aus, und wie stark straffen die Zentralbanken die Zinsen noch?

Hinsichtlich beider Themen ist die Welt heute eine komplett andere.

Zwar scheint auch zwei Jahren nach Kriegsbeginn ein Frieden in der Ukraine in weiter Ferne und die sinnlose Vergeudung von Menschenleben dauert an. Für Europa hat sich aber immerhin das Gespenst einer unmittelbar drohenden Energiemangellage verzogen.

Eine völlig andere Situation zeigt sich auch bei den Leitzinsen. Der Zinsgipfel ist in weiten Teil der industrialisierten Welt erreicht, und bei den Zentralbanken der USA, der Eurozone und der Schweiz stellt sich vielmehr die Gretchenfrage, wann und in welchem Umfang erste Zinslockerungen anstehen. Mit diesen dürfte – sofern es zu keinen unerwarteten externen Schocks kommt – durchaus im laufenden Jahr zu rechnen sein.

Damit präsentiert sich die Aussicht zu Beginn von 2024 insgesamt aufgehellter als dies noch vor Jahresfrist der Fall war. Warum aber insbesondere der Jahresauftakt aus Konjunktursicht harzig bleibt, warum bei den Zinserwartungen derzeit etwas gar viel Euphorie mitschwingt und inwiefern gerade bei der stark zurückgedrängten Inflation doch noch die eine oder andere Stolperfalle lauert, erfahren Sie auf den folgenden Seiten.

Wir hoffen, Ihnen mit dem vorliegenden Makro-Ausblick einen Überblick über die Konjunktur- und Zinssichten für 2024 zu bieten und wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Herzlich

A handwritten signature in black ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke extending to the right.

Santosh Brivio,
Senior Economist

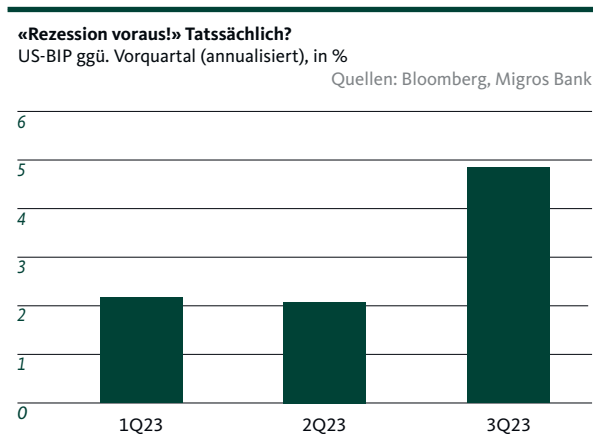
Verhaltene Wachstumsaussichten

Zu Beginn des Jahres befindet sich die globale Konjunktur im Gegenwind. Während die Standhaftigkeit der US-Wirtschaft zumindest in Wanken gerät, die Eurozone-Konjunktur vorerst im Kriechgang verharrt und aus China kaum Impulse zu erwarten sind, kommt die Schweiz mit einem blauen Auge davon.

Allen Unkenrufen zum Trotz präsentiert sich die Konjunktur in den USA in einer bemerkenswert robusten Verfassung. Die historisch aggressive geldpolitische Straffung der US-Notenbank Fed und das daraus resultierende höchste Leitzinsniveau seit 22 Jahren vermochte die grösste Volkswirtschaft der Welt nicht in die Knie zu zwingen.

Robust: Die USA trotzen Widrigkeiten

Statt mit einer auf breiter Front erwarteten Rezession wartete die US-Wirtschaft zuletzt mit überdurchschnittlich hohen Quartalswachstumswerten auf. Das vergangene Jahr dürften die USA mit einem BIP-Wachstum von rund drei Prozent abschliessen und damit eine kräftige Beschleunigung gegenüber dem Vorjahr an den Tag legen.

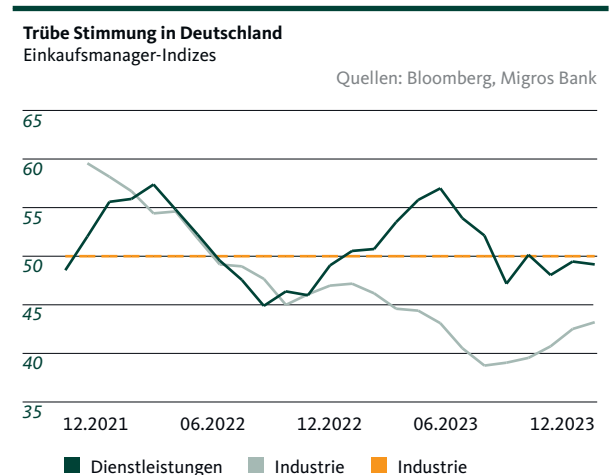


Die Chancen sind daher mehr als intakt, dass die US-Wirtschaft eine Rezession vermeidet, wovon wir bereits das ganze letzte Jahr über ausgingen. Allerdings erwarten wir, dass sich insbesondere im ersten Semester die Konjunktur – aller Widerstandsfähigkeit zum Trotz – abkühlen wird. Das geldpolitische Ziehen der Handbremse führt letztlich doch zu einer Verlangsamung. Aber

insgesamt bleiben wir davon überzeugt, dass der US-Wirtschaft das «Soft Landing» gelingen wird.

Ungewohnt: Deutschland belastet

Betrüblicher präsentiert sich die Situation in der Eurozone. Trotz verschiedentlicher Aufhellungen in einzelnen Mitgliedsländern wird die Währungsunion vor allem durch schwierige Konjunktursituation in Deutschland belastet. Das Euro-Schwergewicht hat sich vom einstigen Zugpferd zum veritablen Bremsklotz für den Währungsraum entwickelt. Hohe Energiekosten und -unsicherheiten, eine weiterhin äusserst schwerfällige Bürokratie und eine orientierungslose, oftmals sogar überfordert wirkende Bundesregierung setzen der Wirtschaft unseres nördlichen Nachbarlandes zunehmend zu.



Es verwundert vor diesem Hintergrund nicht, dass die deutsche Wirtschaftsleistung weiterhin noch nicht wieder auf Vor-Corona-Niveau ist. Es bleibt fraglich, wie die Republik in dieser Verfassung die anstehenden Herausforderungen meistern will. Und die sind ebenso zahlreich wie

gewaltig. Von der Migrationspolitik, über die Verteidigungsausgaben bis hin zur angestrebten «grünen» Wirtschaft, die in den nächsten zwanzig Jahren ein Investitionsvolumen von mehr als 1100 Milliarden (!) Euro nötig machen.

Andauernd: Chinas Probleme bleiben

Von seinem grössten Mitglied kann die Eurozone damit vorderhand kaum auf Wachstumsimpulse hoffen. Diese dürften gegen die zweite Jahreshälfte vor allem aus den USA und dem asiatischen Raum kommen. Wobei der Beitrag Chinas erneut überschaubar bleiben dürfte. Zwar deuten jüngste Industrie- und Detailhandelsdaten auf eine weitere Erholung von der Corona-Krise hin. Diese sind jedoch nach wie vor massgeblich durch statistische Basiseffekte getrieben und zeichnen daher ein tendenziell zu optimistisches Bild der zweitgrössten Volkswirtschaft.

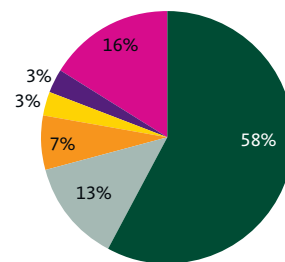
Denn Tatsache ist, dass die chinesische Konjunktur nicht nur unter der schwächelnden Globalnachfrage leidet, sondern vor allem durch die gewaltigen und bis dato ungelösten Probleme im Immobiliensektor belastet wird. War der Verkauf und die Erschliessung von Land über Jahre ein einträgliches Geschäftsmodell für die Regionalregierungen, wurde es spätestens mit der Corona-Pandemie zum kostspieligen Problem beinahe unvorstellbaren Ausmasses. Das bringt nicht nur die aufgeblähten Immobilienentwicklungskonzerne ins Taumeln. Mindestens ebenso schwer wiegt, dass aufgrund des bestenfalls stark limitierten Zugangs zu den internationalen Finanzmärkten viele Chinesinnen und Chinesen ihr Ersparnis in den chinesischen Immobilienmarkt investiert haben. Dass sich dieser seit geraumer Zeit am Rande des Kollapses befindet und damit Rücklagen von Abermillionen bedroht sind, wird die Binnennachfrage weiter belasten. Eine tatsächliche Wachstumsbeschleunigung gegenüber 2023 scheint daher wenig wahrscheinlich. Wir rechnen folglich auch für das laufende Jahr mit einem Jahreswachstum von rund fünf Prozent.

Wacker: Die Schweiz schlägt sich ordentlich

In dieser doch eher durchzogenen Konjunktur-grosswetterlage schlägt sich die Schweizer Wirtschaft weiterhin wacker. Als kleine und offene Volkswirtschaft kann sie sich dabei aber insbesondere dem stotternden Wirtschaftsmotor in Europa nicht entziehen – stellen die europäischen Länder doch die bedeutendsten Handelspartner der Eidgenossenschaft dar.

Schweiz: global aufgestellt
Anteile am Aussenhandelsvolumen

Quellen: BAZG, Migros Bank



■ EU-27 ■ USA ■ China ■ Japan ■ UK ■ Übrige Welt

Gleichzeitig ist der Schweizer Aussenhandel weltweit stark diversifiziert, so dass sich die vorerst anhaltende europäische Konjunkturschwäche nicht eins zu eins bemerkbar macht. Das hohe Gewicht der defensiven Sektoren verleiht der Exportbranche zudem weiterhin einen sicheren Rückhalt.

Dennoch bleibt die unmittelbare Situation angespannt. Der starke Franken hält die Luft für die exportorientierten Branchen dünn, und binnenwirtschaftlich sorgen verschiedene Teuerungsschübe – man denke etwa an die Krankenkassenprämien, die Wohnkosten oder die Mehrwertsteuererhöhung – für einen zugenommenen Druck auf die private Konsumnachfrage. Dank einer resilienten Verfassung der hiesigen Unternehmen, einer faktischen Vollbeschäftigung und des moderaten Zinsniveaus wird der Schweizer Wirtschaft aber auch bei einem herausfordernden ersten Semester ein relativ solides Jahreswachstum von rund 1,5 Prozent gelingen.

Zurückgedrängt aber nicht besiegt

Die Inflation ist in weiten Teilen deutlich zurückgedrängt. Für eine vollständige Entwarnung ist es aber noch zu früh. Nicht zuletzt aufgrund der geopolitischen Lage lauern zwischenzeitliche Rückschlagrisiken, die tendenziell unterschätzt werden.

Sei es in den USA, in der Eurozone oder in der Schweiz – der teilweise dramatische Inflationsspitzen wurde im letzten Jahr überschritten. Zweistellige Teuerungsraten – wie im Herbst 2022 in der Eurozone – sind mittlerweile in weite Ferne gerückt, und der Disinflationstrend hält insgesamt an.

Nicht nur dank den Zentralbanken

Dieser erfreuliche Befund ist aber massgeblich auch Faktoren geschuldet, die ausserhalb des Einflusses der aggressiven Zinsstraffungen liegen: Abgesehen von (nicht zu unterschätzenden) statistischen Basiseffekten erhielten die Zentralbanken tatkräftige Unterstützung durch die Entwicklung bei den Energiepreisen und bei den Lieferketten. Während die Preise für Energie sich trotz des andauernden Krieges in der Ukraine wieder auf oder sogar unter das Vorkrisen-Niveau zurückbildeten, löste sich der preistreibende Effekt der Lieferkettenstörungen mit der Aufhebung der letzten Corona-Massnahmen sukzessive auf.

Die eingesetzte Disinflation ist also nur zu einem bestimmten Grad auf die Notenbanken zurückzuführen. In diesem Umstand liegt aber auch ein unseres Erachtens unterschätztes Rückschlagsrisiko begründet. Denn genau so wie sich das Abflauen der Teuerung zu einem gewissen Teil der geldpolitischen Kontrolle entzog, liegt auch eine möglicherweise erneute Zunahme des Inflationsdrucks ausserhalb der Zentralbanken-Macht.

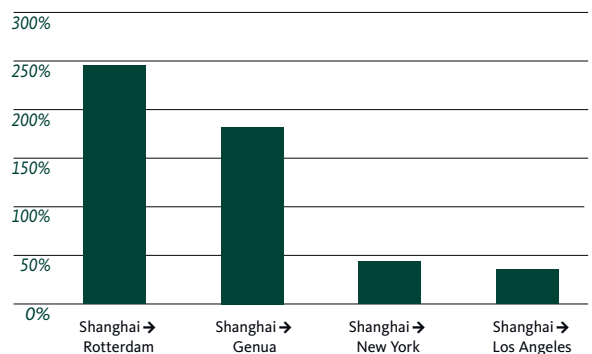
Erneute Sorgen um Lieferketten

So stellt insbesondere die angespannte geopolitische Lage ein zusehends grösseres Risiko für ein neuerliches Aufflammen des Preisauftriebs

dar. Die drastisch gestiegenen Seefracht-Kosten im Zuge der Gewalteskalation im Nahen Osten (siehe Grafik) sind in diesem Zusammenhang durchaus als Menetekel zu werten.

Lieferketten sind erneut im Fokus
Veränderung Container-Frachtrachten

Quellen: Bloomberg, Migros Bank



Kommt es auf das immer lautere Säbelrasseln rund um die Taiwan-Frage schlimmstenfalls zu militärischen Scharmützeln, wäre eine erneute Lieferkettenstörung und damit verbundener Inflationsdruck wieder Tatsache. Und nicht zuletzt befindet sich das Energiepreisniveau in einem bestenfalls fragilen Gleichgewicht, solange die Lage bei so vielen Öl- und Gasländern gelinde gesagt brenzlig bleibt.

Wir erwarten zwar weiterhin nicht, dass die Inflationsraten wieder auf Höhen klettern wie 2022. Angesichts einer nach wie vor deutlich überschüssenden Kernteuerung und einer angespannten geopolitischen Lage erachten wir eine zu starke Euphorie über die gegenwärtigen Teuerungsraten für voreilig. Der Inflationsgeist mag in der Flasche sein. Der Deckel ist aber noch nicht drauf.

Zentralbanken: Wer kann, wer muss?

Die Inflation befindet sich auf dem Rückzug. Der Preis dafür ist jedoch eine Abkühlung der Konjunktur: Diese fällt nicht überall in der gleichen Ausprägung aus und kann den weiteren Kurs der Zentralbanken je nach dem entscheidend beeinflussen.

In den letzten Monaten nahmen die Zinssenkungsfantasien an den Terminmärkten dank günstiger Makro-Daten und sinkender Inflationsraten deutlich zu. Wir bleiben aber zurückhalten und sind weiterhin der Meinung, dass die Zentralbanken noch bis zum zweiten Halbjahr abwarten, bevor sie die ersten Zinssenkungen vornehmen werden; und dass sie im laufenden Jahr weniger umfangreich ausfallen werden, als es derzeit eskomptiert ist.

Die Fed könnte, müsste aber nicht

Die Federal Reserve (Fed) verfügt dabei über den grössten Spielraum für Zinssenkungen. Die Inflation nähert sich immer mehr ihrer Ziel-Marke und die Wirtschaft wächst weiterhin dank des starken Privatkonsum robust. Daher besteht keine unmittelbare Dringlichkeit, die Leitzinsspanne anzupassen. Im Gegenteil mahnt der anhaltend heissgelaufene Arbeitsmarkt zur Vorsicht. Fed-Chef Jerome Powell möchte die Spekulationen über den Zinssenkungspfad daher tief halten und signalisiert drei Senkungen um insgesamt 75 Basispunkte im laufenden Jahr. Der zuständige Offenmarktausschuss (FOMC) will vor dem Hintergrund des nach wie vor starken Lohnwachstums übereilte Senkungen vermeiden. Wir rechnen mit einer ersten Zinssenkung im nächsten Sommer.

Die EZB müsste, sollte aber nicht ...

Ganz anders ist die Situation bei der Europäischen Zentralbank (EZB). Der Disinflationstrend, der heftige konjunkturelle Gegenwind sowie die Sorgen um die Verschuldung der Mitgliedstaaten setzen die EZB unter starken Handlungsdruck.

Allerdings gibt es auch für Frankfurt Faktoren, die gegen eine rasche Lockerung der Geldpolitik sprechen. So warnt beispielsweise auch EZB-Präsidentin Christine Lagarde vor der preistreibenden Wirkung zu starker Lohnrunden. Zudem weist die Teuerung bei einigen Warengruppen und den Dienstleistungen eine anhaltend hohe Dynamik auf. Insbesondere die Preise von Gütern des täglichen Bedarfs wie etwa die Nahrungsmittel nehmen noch kräftig zu. Deshalb rechnen wir mit einer ersten Zinssenkung erst im Verlauf des Sommers, um eine Entspannung auch in diesen Bereichen zu erlauben. Nur bei einem deutlichen Konjunkturunbruch, weit über die von uns prognostizierte Wachstumsschwäche hinaus, wäre die EZB gezwungen, ihre Leitzinsen vorzeitig zu senken.

Die SNB sollte nicht, noch müsste sie

Für die Schweizerische Nationalbank (SNB) erachten wir den Handlungsdruck weder besonders dringlich noch besonders hoch. Zwar eröffnen die innerhalb des Zielbands stabile Inflationsrate und die aufgrund der schwachen Ausland- und nachlassenden Binnennachfrage schleppende Konjunktur Spielraum für geringe Zinssenkungen. Aber der Leitzins befindet sich höchstens im neutralen Bereich: es kann keine Rede von einer stark restriktiven Geldpolitik wie in den USA und in der Eurozone sein. Dies engt das Zinssenkungspotential deutlich ein. Nach der jahrelangen Tief- und Negativzinsphase dürfte der SNB zudem viel daran gelegen sein, die grundsätzliche Überzeugung einer nicht kostenlosen Liquidität wieder zu verankern. Wir gehen von einem Lockerungsschritt im September 2024 aus.

Schlankheitskur für die Notenbanken

Im Rahmen der ultraexpansiven Geldpolitik erwarben die EZB und die Fed jahrelang gewaltige Summen an Staatsanleihen, während die SNB ihre Bilanz mit ausländischen Devisen aufblähte. Erst in den letzten Jahren leiteten die Notenbanken die Abschmelzung ihrer Bilanzsummen in die Wege: Eine langwierige Übung.

Nach der Finanzkrise kaufte die SNB ausländische Währungen – vor allem US-Dollar, Euro und Britisches Pfund – in der Höhe von Hunderten von Milliarden Franken, um eine übermässige Aufwertung des Schweizer Franken zu unterbinden. Ziel war es, währungsseitigen Druck von der wichtigen Exportindustrie der Schweiz zu nehmen.

SNB mit Paradigmenwechsel...

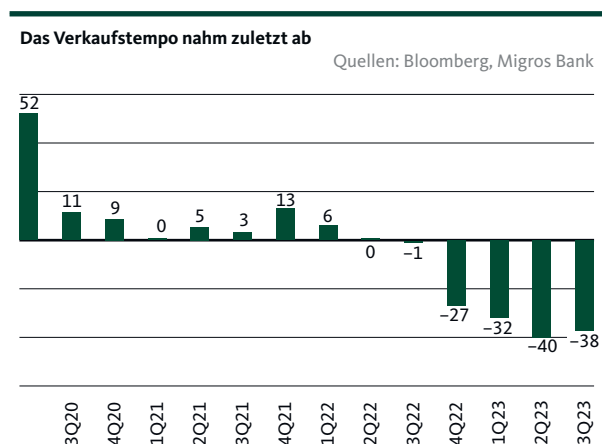
Mitte 2022 fand dann die Kehrtwende statt: die SNB begann allmählich, ausländische Devisen zu verkaufen. Dies trug zur nominellen Aufwertung des Frankens und somit zur Verringerung des Inflationsimports bei. Der Aussenwert des Frankens wird seither tendenziell gestützt, nachdem er jahrelang gedrückt wurde. Doch trotz milliardenschweren Devisenabverkaufs (alleine zwischen dem zweiten Quartal 2022 und dem dritten Quartal 2023 stiess die SNB Fremdwährungen im Umfang von rund 140 Milliarden CHF ab), bleiben die Devisenanlagen mit Abstand der grösste Bilanzposten in den Aktiva der Nationalbank. Ende November 2023 betrug deren Anteil an der gesamten Bilanzsumme 85 Prozent.

Aus politischer Sicht ist dieser hohe Anteil unerwünscht, da dies das Jahresergebnis der SNB stark gegenüber Wechselkursschwankungen exponiert. Dies macht die Gewinnausschüttung an Bund und Kantone zusätzlich unvorhersehbar, da das Risiko von buchhalterischen Wertminderungen grösser wird. So geht auch im Jahr 2024 die öffentliche Hand für das zweite Jahr in Folge leer aus.

Die damit einhergehenden – mehr oder weniger laut geäusserten – Unmutsbekundungen lassen die SNB aber bewundernswert unbeeindruckt. Im Gegenteil: Wie wohl kaum eine weitere Notenbank verfolgt die SNB seit Jahren strikte Preisstabilitätsinteressen. Nicht zuletzt wohl auch deshalb, weil das letztlich misslungene Experiment der starren Wechselkursfixierung noch immer in den Köpfen des Direktoriums steckt.

... und erneutem Zaudern

Diese demonstrative und gelebte Unabhängigkeit führt indessen zu der einen oder anderen SNB-Kapriole. So kehrte Nationalbank-Chef Thomas Jordan an der geldpolitischen Lagebeurteilung vom Dezember 2023 bereits wieder von der Kehrtwende von 2022 ab, indem er den vorerstigen Verzicht auf Devisenverkäufe verkündete. Denn die Abnahme des Inflationsdifferentials zwischen den Handelspartnern und der Schweiz führt zu einer sukzessiv grösseren realen Aufwertung im Falle einer nominalen Aufwertung. Und eine reale Aufwertung macht die Luft für die bereits unter Druck stehende Exportwirtschaft nochmals dünner. Aus diesem Grund erachtet es die SNB vorderhand als angemessener, nur punktuell am Devisenmarkt zu intervenieren. Das



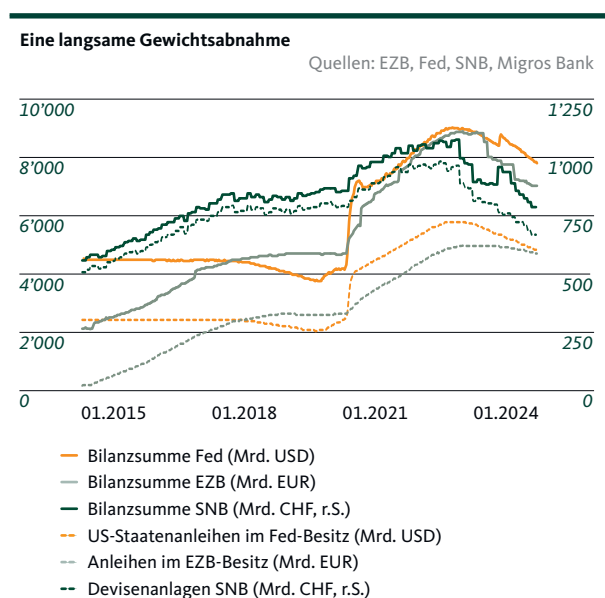
heisst aber auch, dass sich die Bilanzverkürzung der SNB noch weiter in die Länge zieht.

Auch andernorts lässt man sich Zeit

Dagegen setzt sich die Bilanzabschmelzung der Fed und der EZB fort. Zwischen dem Ausbruch der Pandemie und Juni 2022 kaufte die amerikanische Notenbank Staatsanleihen in der Höhe von 3500 Milliarden USD zur Unterstützung der Regierung und staatsnaher Betriebe bei den ausserordentlichen pandemiebedingten Ausgaben. Seit Juni 2022 verzichtet die Fed auf Reinvestitionen von Kapitalzahlung aus fälligen Anleihen und verkauft Treasuries mit einem Bilanzreduktionstempo von 95 Milliarden pro Monat. Ein Ende dieses Quantitative Tightening ist zurzeit noch nicht in Sicht.

Deutlich gemächlicher zwar, aber immer noch vorwärts bei der Bilanzabschmelzung macht auch die EZB die beim Ankauf von Anleihen sogar noch aktiver als die Fed war: Durch zahlreiche Ankaufsprogramme erwarb sie mehrheitlich Staatsanleihen der Mitgliedstaaten im Umfang von rund 5000 Milliarden Euro. Dass der Abbau dieses gewaltigen Anleihebestandes langsamer als bei der US-Notenbank erfolgt, hat mehrere Gründe. So kaufte die EZB im Rahmen der Kaufprogramme Wertschriften mit überjährigen Laufzeiten, die nun bis zur Fälligkeit in den Büchern der Zentralbank gehalten werden. Andererseits ist das Reduktionstempo der Reinvestitionen beim letzten aktiven Anleihenkaufprogramm PEPP deutlich tiefer.

Das dürfte vor allem auf die Sorge um eine erneute Zerreihsproben für die Währungsunion zurückzuführen sein. Denn ein zu starkes und zu schnelles Zurückfahren der Reinvestitionskäufe würde die Risikoprämie manch eines hochverschuldeten Euro-Landes emporschnellen lassen.



Die Zinsen bleiben erhöht

Die Kapitalmärkte befinden sich in einer Orientierungsphase hinsichtlich der Einpreisung der Leitzinserwartungen. Das zeigt sich an den zuletzt heftigen Kursbewegungen. Insgesamt dürfte nach dieser Findungsphase «Higher for Longer» der Tenor sein, auch das Renditepotential limitiert bleibt.

Das vergangene Jahr war von einem Hin und Her an den Kapitalmärkten geprägt. Mehrmals änderten die Marktteilnehmenden ihre Meinung bezüglich des weiteren Kurses der Zentralbanken: im ersten Halbjahr preiste man Zinssenkungen bereits gegen Ende 2023 ein, um sich dann ab dem späten Sommer der Idee des «Higher for longer» zu ergeben. In den letzten zwei Monaten 2023 liessen günstige Wirtschaftsdaten die Hoffnung auf rasche Zinssenkungen steigen, die in der Dezember-Entscheidungsrunde der Zentralbanken wieder gedämpft werden.

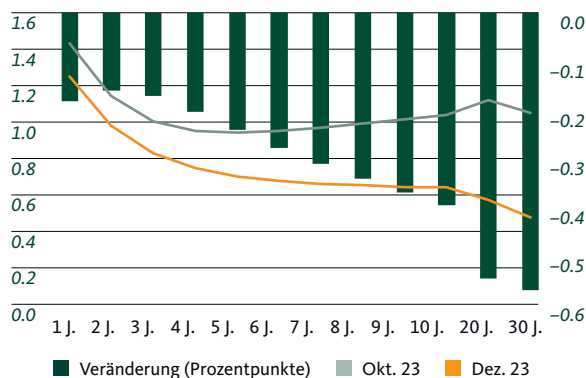
Schweizer Kapitalmarkt ist entkoppelt

Angesichts solch erratischen Gebarens an den Terminmärkten, kommt eine Zinsprognose für die nahe Zukunft dem sprichwörtlichen Kaffeesatzlesen doch ziemlich nahe. Es gilt daher, sich von der schnelllebigen Marktstimmung zu lösen und sich auf die fundamentalen Zinstreiber im laufenden Jahr zu fokussieren.

in einer Ausnahmesituation mit einer weiterhin invertierten Zinskurve. Die Rendite der Staatsanleihen mit kürzer Laufzeit ist höher als jene mit einer längeren Fälligkeit. Grund dafür ist die Erwartung von Zinssenkungen in naher Zukunft. Die Rendite dieser Wertschrift hat sich von jener der deutschen Staatsanleihen seit dem Anfang des Leitzinsstraffungszyklus entkoppelt. Zum einen ist der Schweizer Leitzins deutlich weniger angestiegen als jener der EZB, zum anderen verlief die Konjunktur in der Schweiz besser als im Nachbarland. Zudem sind die Schweizer Staatsanleihen in angespannten Zeiten gesucht, was deren Rendite dämpft. Aufgrund nur geringfügigen Überraschungspotentials hinsichtlich der weiteren SNB-Politik sowie der anhaltenden Sorgen um die Stabilität der Eurozone gehen wir davon aus, dass die Schweizer Kapitalmarktzinsen auch in den nächsten 12 Monaten in einer engen Bandbreite bleibt. «Flight to Quality»-Überlegungen werden die Nachfrage nach Eidgenossen hochhalten.

Die Zinskurve sank kraftig – aber bleibt weiterhin invertiert

Quelle: SNB, Migrosbank



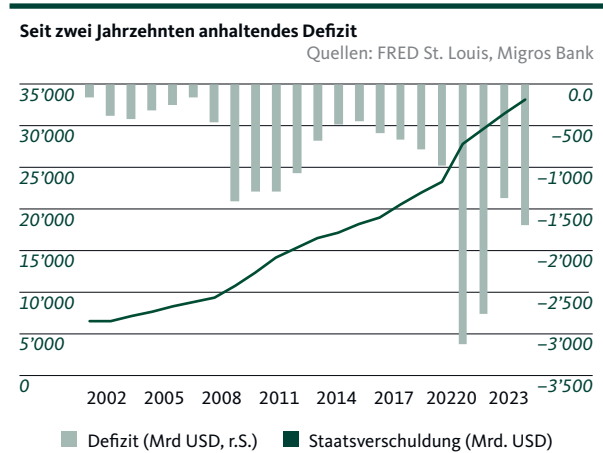
Werfen wir hierfür zuerst einen Blick in die Schweiz. Der hiesige Kapitalmarkt befindet sich

Viele Unsicherheitsfaktoren in den USA

In den USA überstieg die Rendite der 10-jährigen treasuries kurz im Oktober die 5%-Marke, und sank danach auf 4 %. Für die nächsten 12 Monaten erwarten wir weiterhin ein erhöhtes Zinsniveau aufgrund mehrerer Unsicherheitsfaktoren, die grundsätzlich renditetreibend wirken. Die Staatsfinanzen und die öffentliche Verschuldung bieten zunehmend Anlass zu Besorgnis. Seit 2001 weist der Staatshaushalt jedes Jahr ein Defizit aus und mit zuverlässiger Regelmässigkeit muss der Kongress die Schuldenobergrenze anheben, damit der Bundestaat überhaupt in vollem Umfang «operativ» bleiben kann. Diese Anhebung wird nächstes Jahr besonders brisant, da sie dann vom neu

gewählten Präsidenten verhandelt werden muss. Eine heisse Kartoffel für das Staatsoberhaupt, unabhängig davon, wer aus dem hitzigen und gehässigen Wahlkampf als Sieger hervorgehen wird.

deutlich teurer wird. Dies hält den Handlungsdruck für die EZB hoch, da die finanzielle Stabilität einiger Mitglieder der Währungsunion unter diesen Umständen mehr als nur fragil bleibt.



Für zusätzlichen Druck auf die Treasury-Kurse sorgen zudem die Emission neuer Anleihen (zur Defizitfinanzierung) sowie die fortschreitende Bilanzabschmelzung der Fed (siehe oben). Für die nächsten 12 Monate sehen wir somit trotz erwarteter Leitzinssenkungen einen leichten Renditeanstieg.

Eurozone-Sorgen verschwinden nicht

In der Eurozone werden aufgrund der Verschuldungs- und Konjunktursituation zunehmend wieder Risikoprämien eingepreist.

Diese Entwicklung verschwindet nicht so bald wieder, da angesichts der stark angestiegenen Zinssätze die Refinanzierung von auslaufenden Krediten

Diese angespannte Haushaltslage lässt die Sorgen rund um den Zusammenhalt der Eurozone nicht so bald verschwinden. Aufgrund der faktischen Solidarhaftung innerhalb der Währungsunion, bleiben von diesem unguuten «Bauchgefühl» auch grundsätzlich solide Schuldner wie Deutschland nicht verschont. Zumal bei unserem nördlichen Nachbarn die Aufrechthaltung gesunder Staatsfinanzen – zumindest gegenwärtig – nicht mehr so reibungslos vonstattengeht, wie auch schon. Deshalb rechnen wir nicht damit, dass im laufenden Jahr die Kapitalmarktzinsen im Euroraum unter ein Niveau von 2 Prozent fallen werden. «Higher for Longer» hat auch in Europa Gültigkeit.

Die Frankenstärke dauert an

Während der Devisenmarkt durch die anhaltende Stärke des Schweizer Francs geprägt bleiben wird, ist an den Rohstoffmärkten vor allem die Gleichgültigkeit gegenüber geopolitischen Brandherden auffallend. Diese Immunität ist zwar zerbrechlich, sollte aber vorerst anhalten.



EUR/CHF

Die eingetrübten Perspektiven für das laufende Jahr und das grössere Zinssenkungspotential belasten die Gemeinschaftswährung. Die Luft nach oben bleibt für den Euro damit äusserst limitiert.



USD/CHF

Der Kurs des US-Dollars wird von ambitionierten Zinssenkungsaussichten abgeschwächt. Die Fed dürfte allerdings die Zinsschraube allerdings weniger stark lockern als an den Märkten derzeit eskomptiert ist. Dies verleiht dem Greenback leichtes Aufwärtspotenzial.



GBP/CHF

Jenseits des Ärmelkanals leidet das Pfund Sterling unter einem ungünstigen Cocktail von schwachem Wirtschaftswachstum und einer noch immer überschüssenden Inflation. Das Pfund bleibt damit unter Druck.



JPY/CHF

Die Geldpolitik der japanischen Notenbank blieb auch im allgemeinen Zinsstrafungs-Zyklus ultra-expansiv. Damit vergrösserte sich die Zinsdifferenz bei jeder Zinserhöhung der anderen Notenbanken, was zur Abwertung des Yens führte. Diese Entwicklung kehrt sich bei einsetzenden Zinslockerungen um, was etwas Druck vom Yen nimmt.



Rohöl

Die zu Beginn des letzten Sommers angemeldete Produktionskürzung durch die

OPEC-Länder führte zu einem Anstieg des Erdölpreises: Innerhalb dreier Monate kletterte der Kurs von 72 auf 96 US-Dollar/Fass. Zurzeit notiert das schwarze Gold deutlich unter dem Jahreshoch. Die Gründe des Kursrückgangs dürfen nicht bald verschwinden: Einerseits ist die Durchsetzung einer Produktionskürzung schwierig, da das Kartell keinen Sanktionsmechanismus für fehlbare Mitglieder kennt. Andererseits bleibt die weltweite Ölnachfrage aufgrund der lauen Konjunktur unter Druck. Deshalb erachten wir das Anstiegspotential des Erdöls im ersten Halbjahr als eingeschränkt. Allerdings bleibt das Aufwärtsrisiko aufgrund der Lage im Nahen Osten erhöht.



Gas

Der Gas-Spotpreis in Europa liegt deutlich unter dem Vorjahresniveau. Dies trägt zum Rückgang der Inflation bei. Die europäischen Länder werden die Gasspeicher möglichst vorzeitig füllen, um für den nächsten Winter gerüstet zu sein- gleichzeitig belastet die schwächelnde Industrienauffrage den Preis. Wir gehen daher von einer Seitwärtsbewegung aus



Industriemetalle

Aufgrund der globalen schwierigen Lage im Industriesektor reduzierte sich die Nachfrage nach Industriemetallen allmählich. Die damit einhergehende Preisbaisse bei den Industriemetallen dürfte sich somit erst mit einer Fahrt aufnehmenden Konjunktur auflösen.

Noch bleibt der Ausblick verhalten

Konkunktur

BIP-Wachstum, in % ggü. Vorquartal

| | aktuell (3Q23) | 4Q23 | 1Q24 |
|--------------------|----------------|------|------|
| Schweiz | 0,3 | 0,2 | 0,3 |
| Eurozone | -0,1 | 0,0 | 0,1 |
| USA (annualisiert) | 4,9 | 2,8 | 1,8 |

BIP-Wachstum, in % ggü. Vorjahr

| | aktuell (2022) | 2023 | 2024 |
|----------|----------------|------|------|
| Schweiz | 2,7 | 0,8 | 1,2 |
| Eurozone | 3,3 | 0,4 | 0,6 |
| USA | 2,1 | 3,1 | 1,4 |

Inflation

Konsumentenpreise, in % gg. Vorjahr

| | aktuell (8.1.) | in 3M | in 12M |
|----------|----------------|-------|--------|
| Schweiz | 1,7 | 2,0 | 1,7 |
| Eurozone | 2,9 | 2,4 | 2,2 |
| USA | 3,2 | 2,9 | 2,3 |

Zinsen

Leitzinsen, in %

| | aktuell (8.1.) | in 3M | in 12M |
|----------|----------------|-------|--------|
| Schweiz | 1,75 | 1,75 | 1,50 |
| Eurozone | 4,50 | 4,50 | 3,75 |
| USA | 5,50 | 5,50 | 4,75 |

Renditen zehnjähriger Anleihen, in %

| | aktuell (8.1.) | in 3M | in 12M |
|-------------|----------------|-------|--------|
| Schweiz | 0,8 | 0,7 | 0,7 |
| Deutschland | 2,1 | 2,3 | 2,1 |
| USA | 4,0 | 4,1 | 4,1 |

Währungen

Währungen

| | aktuell (8.1.) | in 3M | in 12M |
|---------|----------------|-------|--------|
| EUR/CHF | 0.93 | 0.93 | 0.94 |
| EUR/USD | 1.09 | 1.09 | 1.12 |
| USD/CHF | 0.85 | 0.85 | 0.84 |
| GBP/CHF | 1.08 | 1.09 | 1.11 |
| JPY/CHF | 0.58 | 0.59 | 0.62 |

Energie

Wichtige Energieträger

| | aktuell (8.1.) | in 3M | in 12M |
|-----------------------------------|----------------|-------|--------|
| Rohöl (Brent), in USD pro Fass | 78 | 83 | 89 |
| Rohöl (WTI), in USD pro Fass | 73 | 79 | 82 |
| Erdgas TTF, in Euro pro MWh | 31 | 30 | 33 |

Edelmetalle

Wichtige Edelmetalle

| | aktuell (8.1.) | in 3M | in 12M |
|--------------------------------|----------------|-------|--------|
| Gold, in USD pro Feinunze | 2030 | 2000 | 1970 |
| Silver, in USD pro Feinunze | 23 | 22 | 20 |

Industriemetalle

Industriemetalle (rollierende 3M-Forwards)

| | aktuell (8.1.) | in 3M | in 12M |
|--------------------------------|----------------|--------|--------|
| Aluminium, in USD pro Tonne | 2249 | 2252 | 2300 |
| Kupfer, in USD pro Tonne | 8369 | 8350 | 8500 |
| Nickel, in USD pro Tonne | 16'287 | 16'300 | 16'600 |

Herausgeberin

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.januar 2024

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 Rechtsgeschäfts, 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 der Empfängerin oder des Empfängers. Die Empfängerinnen und Empfänger sind ausdrücklich aufgerufen, ihre allfälligen Anlageentscheide aufgrund 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 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.